

Finché Sir Edmund Hillary non ha raggiunto la cima dell'Everest, non si è fermato. Come non si è fermato Tenzing Norgay. (Himalaya, 1953)



Finché noi *tutti* non capiremo
il valore delle relazioni.

Cos'è successo alla capacità di ascoltare?

È il fondamento di ogni relazione.

Ma in qualche punto del cammino
è stata persa di vista.

Il mondo parlava, parlava.

Ma abbiamo due orecchie.

E una sola bocca. Perché?

Per ascoltare di più e parlare di meno.

Da UBS stiamo ascoltando
con ancora più determinazione di prima.

Le parole. E i silenzi.

E finché non vi avremo realmente intesi...

Non ci fermeremo  **UBS**

ubs.com/noncifermeremo-it

UBS investor's guide

Wealth Management Research

26 novembre 2010

Italia



Lusso: prodotto in Europa,
richiesto in Asia

Prospettive Pausa dopo il forte rialzo

Irlanda Fine della love story europea

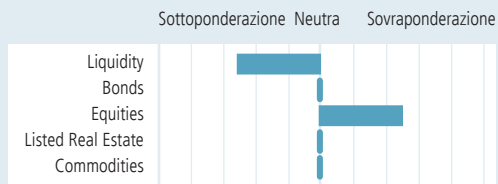
 **UBS**

Strategia d'investimento

> per maggiori dettagli, vedere pag. 14-15

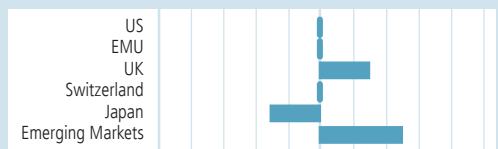
Strategie d'investimento

Crescono i timori sul debito europeo e non si escludono battute d'arresto a breve termine. Consigliamo alcune prese di beneficio in azioni e materie prime. Andando verso il 2011, continuiamo a preferire azioni e obbligazioni societarie a liquidità e titoli di Stato.



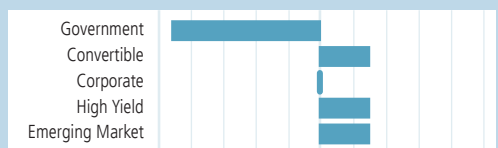
Azioni*

I mercati emergenti sono un tema strutturale favorito, mentre la Germania, con i suoi solidi fondamentali interni e l'alta competitività internazionale, è il nostro mercato sviluppato preferito. Materiali e beni voluttuari offrono utili interessanti, le telecomunicazioni alti rendimenti da dividendi.



Obbligazioni

I titoli di Stato non attraggono a causa del forte debito sovrano e degli incombenti rischi di inflazione. I prezzi potrebbero, tuttavia, essere sostenuti dalle misure di liquidità a breve termine AQ2 della Fed. Restano interessanti le obbligazioni societarie e ad alto rendimento, nonché il debito dei mercati emergenti.



Monete

Preferiamo tuttora monete minori rispetto alle principali (EUR, USD, GBP, JPY). Il dollaro USA sta perdendo il suo appeal di «porto sicuro». Monete quali il franco svizzero dovrebbero beneficiarne, così come il dollaro canadese e alcune monete dei mercati emergenti.



Materie prime e investimenti alternativi

Il miglioramento degli indicatori economici e l'AQ2 sostengono un atteggiamento di lungo termine più costruttivo sulle materie prime. Tra i nostri investimenti preferiti vi sono oro, rame, granturco o soia.



Il grafico sopra riportato indica quali classi di investimento e quali mercati sono considerati interessanti o, al contrario, non interessanti. Le informazioni fornite dal grafico rispecchiano le opinioni di UBS Wealth Management & Swiss Bank's Global Investment Committee (GIC) e non sono soggette alle disposizioni legali in materia di indipendenza della ricerca finanziaria. Le informazioni in oggetto potrebbero non corrispondere completamente alle opinioni di UBS Wealth Management Research.

* Strategia invariata, ossia il peso dell'azionario comprende la nostra previsione monetaria.

Idee d'investimento

ANCORA VALIDA

Azioni **Asia: aumenta la domanda dei consumatori**

Sul lungo termine, la crescita del consumo asiatico dovrebbe rafforzarsi sull'onda della recessione economica globale, vista l'introduzione di riforme economiche radicali e la spesa pubblica volta a incentivare il consumo interno.

ANCORA VALIDA

Azioni **Germania, forte domanda sia estera che interna**

La Germania è il motore della crescita europea. Gli esportatori tedeschi sono altamente competitivi e ben posizionati per beneficiare della crescita globale. Le aziende tedesche beneficiano di una domanda interna robusta e offrono valutazioni interessanti, sia rispetto ai titoli globali, sia su base storica.

ANCORA VALIDA

Azioni **Agribusiness**

La popolazione mondiale continua a crescere, con sempre più persone da sfamare. I terreni coltivabili sono minacciati da urbanizzazione ed espansione demografica. È dunque fondamentale che il settore agricolo aumenti la propria produttività. La preferenza per i prodotti alimentari di maggiore qualità cresce con l'aumento del livello del reddito; sale il consumo di carne, con una maggiore produzione di cereali per allevare più capi di bestiame.

CHIUSA

Azioni **Capitalizzare su spese aziendali in IT**

Chiudiamo questa equity call dopo una performance assoluta del 9% dall'avvio (perf. relat.: piatta). Crediamo ancora che le aziende dovranno affrontare altre spese per ammodernare l'infrastruttura IT rispetto agli anni passati. La recente previsione deludente del titolo guida Cisco ha però fatto sorgere dei dubbi sulle tempistiche di questo trend.

NUOVA IDEA

Azioni **Investire in Svizzera**

Raccomandiamo agli investitori (internazionali) di acquisire esposizione verso investimenti in franchi svizzeri. In confronto con altre categorie di investimenti in franchi svizzeri, il mercato azionario svizzero trainato in gran parte da società di elevata qualità ed esposte a livello mondiale ha moltissimi meriti: solidi bilanci, valutazioni moderate, rendimenti azionari interessanti e, in maniera selettiva, un'esposizione a trend secolari.



«A dieci anni l'Euro sembra già decrepito. Cercare di galleggiare malgrado le zavorre greche o irlandesi lo sta facendo invecchiare a vista d'occhio.»

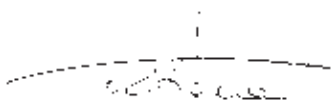
Cara lettrice, caro lettore

Sono sotto gli occhi di tutti. Parlo delle situazioni di palese interrelazione tra andamento economico, decisioni politiche (o mancanza di esse) e peripezie dei mercati finanziari. Oggigiorno ancor più manifeste del solito.

Prendiamo l'Europa. A dieci anni l'Euro sembra già decrepito. Cercare di galleggiare malgrado le zavorre greche o irlandesi lo sta facendo invecchiare a vista d'occhio. La politica dice di voler salvare questo progetto romantico. Peccato che ogni volta apra bocca in merito, ne esca una cacofonia che fa il gioco di quella parte dei mercati finanziari specializzata nel mettere il dito tra le piaghe e restia a prender corsi di etica. Con il risultato che molti investitori preferiscono salpare verso le poche isole felici rimaste tali, tra cui il franco svizzero o le corone del freddo nord.

Prendiamo gli Stati Uniti. L'Obamamania si è sciolta come neve al sole. Perché la situazione congiunturale, gravemente inficiata da anni di consumo a credito, non è stata raddrizzata sufficientemente prima delle elezioni di metà legislatura. L'altra politica, quella monetaria, sembra non conoscere più limiti (espansivi) e, con i tassi ormai già rasoterra, si affida al potere delle rotative. Dopo l'annuncio del nuovo programma d'acquisto di titoli di Stato, i tassi decennali americani sono risaliti verso il 3%: un chiaro segnale di come i mercati (ed io con loro) subodorino un rischio d'incendio derivante dal tentativo di scaldare un ambiente freddo e umido.

Teniamo pronti i secchielli d'acqua, che quando si parla d'inflazione si chiamano azionario (ad esempio quello che paga dividendi cospicui) e materie prime. Tra cui l'oro che, di fronte allo scetticismo nei confronti di Dollaro ed Euro, continuerà a essere adulato un po' da tutti, banche centrali incluse.



Dott. Giorgio Cortiana
Responsabile ricerca azionaria WMR

La prossima edizione della «UBS investor's guide» sarà pubblicata il 28 gennaio 2011.

Sommario

Temi d'attualità

Focus	04 – 07
In breve	08 – 09
Intervista	10 – 11
Educazione finanziaria	12
Domande dei lettori	13

Temi d'attualità

Idee d'investimento

Prospettive dei mercati	14 – 15
Idee d'investimento	16
Strategia d'investimento	18

Idee d'investimento

Mercati e classi di investimento

Sommario	19
Economia	20 – 23
Azioni	24 – 31
Obbligazioni	32 – 35
Valute	36 – 37
Materie prime	38 – 39
Immobili	40 – 41
Hedge Funds	42

Mercati e classi di investimento

Spiegazioni, Appendice, Avvertenze, Informazioni	43 – 45
--	---------

Un glossario completo dei termini tecnici è disponibile su www.ubs.com/glossario

Per ulteriori informazioni sugli strumenti finanziari o sugli emittenti menzionati in questa pubblicazione o per informazioni generali su UBS Wealth Management Research, inclusi i metodi di ricerca e le statistiche sulle precedenti raccomandazioni, si prega di contattare il proprio Client Advisor UBS.

La preghiamo inoltre di leggere le importanti avvertenze legali e le altre informazioni nella sezione «Informazioni importanti» (pagina 44–45). Gli analisti UBS Financial Services Inc. non hanno fornito alcun contenuto relativo ad azioni od obbligazioni, né a emittenti di azioni od obbligazioni inclusi nel presente rapporto.

Questo report è stato redatto da UBS AG, disciplinata in Svizzera dalla Commissione Federale delle Banche (EBK), e da UBS Financial Services Inc., un broker autorizzato disciplinato negli Stati Uniti dalla Securities & Exchange Commission (SEC). Questa pubblicazione è distribuita in Italia da UBS (Italia) S.p.A., autorizzata dalla Banca d'Italia a fornire servizi finanziari. UBS Financial Services Inc. è un'associata di UBS AG. «UBS investor's guide», una pubblicazione di UBS Wealth Management Research per i clienti privati, esce ogni mese il venerdì in tedesco, francese, italiano e inglese. I testi di grafici e tabelle sono sempre in inglese. La pubblicazione è distribuita per e-mail e in parte in edizione stampata. Per riceverla in abbonamento La invitiamo a rivolgersi al Suo Client Advisor. - Informazioni sul contenuto della presente pubblicazione, sulle restrizioni alla distribuzione e sulla trasparenza nonché altre note legali sono disponibili alle pagine 44 e 45. - Prima di procedere all'acquisto o alla vendita di uno dei prodotti o strumenti finanziari citati nella presente pubblicazione, consigliamo comunque di consultare il proprio Client Advisor. - Informazioni sui corsi relativi a più di 600.000 strumenti finanziari sono disponibili all'indirizzo Internet www.ubs.com/quotes. - **Le performance del passato non sono garanzia di risultati e valori futuri. I prezzi di mercato riportati corrispondono ai corsi di chiusura della rispettiva borsa principale. Ciò vale per tutti i grafici e le tabelle relativi alla performance.**



Perché dobbiamo aspettare così tanto per quella borsa?

I produttori di beni di lusso stanno vivendo un'enorme crescita che va ben oltre i tradizionali viali eleganti di Europa, America e del primo approdo asiatico, il quartiere Ginza di Tokyo. Oggi, come in futuro, l'Asia rappresenta il nuovo Eldorado per i marchi di lusso. Andiamo ad analizzare le nuove tendenze e ad approfondire alcune idee d'investimento promettenti.

Stefanie Scholtysik, Analista, UBS SA
Lena Lee Andresen, Stratega, UBS SA

Gran parte di noi lavora sodo e di tanto in tanto non disdegna certo un pizzico di lusso. Tutto sommato, pensiamo di «meritarcelo». Il «lusso per tutti» cattura lo spirito del nostro tempo, forse come mai era accaduto prima. Anche se solo con un portachiavi o un porta carte di credito, quasi tutti possono immedesimarsi nello stile di vita dei benestanti, per la gioia dei produttori mondiali di beni di lusso.

Ma c'è in particolare una tendenza che profila all'orizzonte una crescita robusta a lungo termine per i beni di lusso: la domanda in forte

ascesa dei mercati emergenti. Come in molte altre questioni economiche, la Cina è leader nel consumo di beni di lusso. Il ceto medio e aristocratico sono in fortissima ascesa e sembrano bramare i beni di lusso Made in Europe.

Ma a sorpresa, ecco un altro fattore che ha iniziato recentemente a trainare la crescita di questo segmento: l'uomo. Un aumento significativo dell'interesse dell'universo maschile andrà a rimpolpare le casse dei produttori di beni di lusso nei prossimi anni. L'ultimo tassello del circolo virtuoso di cui beneficiano le società di beni di lusso è l'impareggiabile potere di determinazione dei prezzi. Uno dei paradossi del segmento è che un prezzo maggiore presuppone un'esclusività del prodotto (o perlomeno così è indotto a pensare il consumatore), rendendo ancor più appetibile l'oggetto del desiderio. Altri settori industriali non riescono nemmeno a immaginare un potere di determinazione dei prezzi di tale portata.

Patrimonio di marca

L'industria dei beni di lusso è difficile da penetrare: un consumatore acquista un oggetto di lusso non tanto per il prodotto in sé, quanto per il suo retaggio culturale, l'esclusività e lo status a

cui viene abbinato. Questo è un fattore importante soprattutto nei mercati emergenti. L'Europa, culla da oltre 150 anni di molti marchi di lusso, vanta il maggior numero di produttori nel settore. Ad eccezione del gioielliere americano Tiffany, sono pochi i marchi di lusso al di fuori del Vecchio Continente.

Il prestigio di cui godono i grandi marchi è chiamato patrimonio di marca (o brand equity). La gente è disposta a pagare di più per una stilografica, un orologio o una borsa, non tanto per la superiorità intrinseca rispetto ad altri prodotti simili, quanto per il marchio (e per il patrimonio di marca) che trasmette. Ciò non significa che la qualità non sia importante: il modo più facile per distruggere la brand equity è quello di immettere sul mercato prodotti scadenti. Gran parte dei beni di lusso è ancora prodotta a mano in Europa e il forte potere di determinazione dei prezzi del settore garantisce ancora margini operativi elevati.

A partire dalla crisi finanziaria, il settore ha registrato una buona performance. Tuttavia, ad eccezione di alcune società soggette a speculazioni di acquisizione, crediamo che le valutazioni siano rimaste ragionevoli, soprattutto in termini di standard storici (ved. grafico).

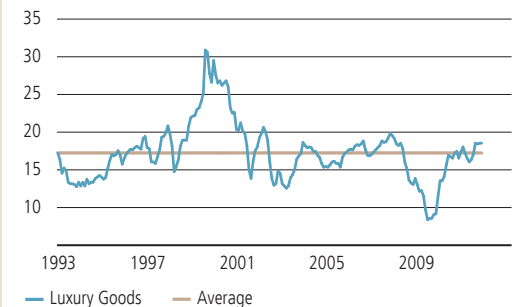
Made in Europe

Da quando ho iniziato a seguire i beni di lusso un paio d'anni fa, ho imparato alcune cose sorprendenti. Per dirne una, ho sempre pensato che i prodotti in pelle e gli orologi di qualità fossero realizzati in paesi a basso costo. Abito a Zurigo ed essendo un'analista azionaria, quando passeggiavo davanti alle eleganti vetrine della Bahnhofstrasse, immaginavo subito margini operativi del 90% per le grandi marche. Ma ora ne so di più: gran parte dei beni di lusso sono ancora prodotti a mano e per lo più in Europa. Anche se non prossimi al 90%, i margini operativi sono comunque molto alti.

Stefanie Scholtysik, Analista, UBS SA

La valutazione dei beni di lusso sembra ben supportata

Rapporto prezzo/utigli a 12 mesi di società di beni di lusso selezionate



Source: UBS WMR, Thomson Reuters, as of 10 November 2010.
* Burberry, Hugo Boss, LVMH, PPR, Richemont, Swatch, Tiffany

Crediamo che i robusti trend di crescita secolari porteranno a un ulteriore «re-rating» del settore. Prevediamo che le società di beni di lusso registreranno crescite superiori degli utili visto l'aumento della domanda sui mercati finali da un lato e l'incremento dei margini e il potere di determinazione dei prezzi dovuto alla scarsità di prodotti dall'altro.

Uomo: il segmento di mercato

Da sempre gli uomini hanno acquistato macchine e orologi costosi, ma di recente hanno iniziato a essere assidui consumatori anche di altri beni di lusso. Questo trend in crescita è supportato da una serie di cambiamenti demografici: da un lato, il numero di donne che lavorano non è mai stato così alto e la tendenza sembra destinata a continuare. Una delle conseguenze per un numero sempre maggiore di uomini è che il matrimonio tende a essere posticipato e per molte coppie che lavorano i figli sono una mera opzione e non tanto una necessità. Una buona notizia per il reddito disponibile della categoria maschile: grazie a budget maggiori, i produttori di beni di lusso hanno trovato un ricco segmento nuovo di consumatori a cui rivolgersi.

Molte società di beni di lusso, e non solo Swatch, Richemont o Burberry, stanno beneficiando di questa nuova immagine di uomo amante del lusso. Un'azienda un tempo rivolta esclusivamente alle donne, Louis Vuitton, ha investito molto nella pubblicità di modelli maschili, dalle rockstar Bono e Keith Richards fino al padre della politica della «Glasnost», Mikhail Gorbaciov.

Prodotti introvabili

Provate a telefonare a Hermès, produttore di articoli in pelle, e ordinare la sua famosa (a parer mio, a buon titolo) Birkin bag: una borsa da donna, disponibile in varie misure (anche se quella tradizionale potrebbe contenere la spesa del fine settimana per due), anche se difficilmente verrebbe utilizzata per scopi così «ordinari». Il venditore al telefono vi comunicherà cortesemente che dovrete attendere fino alla



fine di febbraio solo per essere inseriti nella lista d'attesa, dove rimarrete almeno fino a fine 2011. Fra un anno forse avrete il grande privilegio di spendere i vostri 10 000 dollari (o più, in base alle dimensioni e ai materiali scelti). In questo caso, non si può certo dire che domanda e offerta vadano di pari passo.

Ma come fa Hermès a dire ai suoi clienti dai portafogli pesanti di aspettare un anno? Qualora necessario, i venditori ricorderebbero gentilmente ai clienti (che sicuramente già lo sanno) che ogni singola Birkin bag è realizzata a mano con grande cura, nelle tradizionali botteghe storiche. Si tratta di prodotti che richiedono un alto impiego di manodopera e che sono spesso realizzati da un singolo artigiano. Nessuna linea di assemblaggio o produzione di massa: solo grande abilità, enorme esperienza e tanto, tanto tempo. Sembra che i clienti di tutto il mondo siano convinti che valga la pena aspettare.

La situazione è simile nell'industria orologiera. La produzione dei meccanismi richiede grandissime conoscenze e l'improvvisazione non è certo un'opzione percorribile. La tradizione orologiaia che affonda le proprie radici in Svizzera risale a oltre due secoli fa. Per più di un secolo, la Svizzera ha volutamente cercato di promuovere e proteggere la sua reputazione di eccellenza nella meccanica di precisione, con un notevole successo. Gli orologiai svizzeri hanno resistito a due guerre mondiali e alla «rivoluzione» degli orologi digitali. Oggi dominano

ancora il segmento di lusso dell'industria orologiera, così ampio e in grande espansione. È interessante osservare come molti marchi abbinati alla moda di lusso (Chanel, Montblanc, Dunhill) producano orologi con la dicitura «Swiss made» in bella vista sul quadrante, sinonimo di elevata qualità e fascia alta di prezzo.

Sono pochissimi i produttori che dispongono dei mezzi necessari per produrre da soli i meccanismi. Gran parte degli orologiai producono esternamente questo componente, aggiungendo poi il proprio design e il marchio. Per i meccanismi, le capacità nel settore del lusso sono troppo limitate. Il fornitore leader in questo segmento è ETA, che appartiene al Gruppo Swatch. Di recente, ETA ha annunciato di non fornire più meccanismi singoli ai clienti esterni, ma solo orologi già assemblati: uno sviluppo che si rivelerà senz'altro interessante da seguire.

Cina: il nuovo Giappone

Un osservatore attento concorderà nel dire che è raro trovare una donna giapponese senza una borsa Louis Vuitton o una sciarpa Burberry. Lo sfoggio del marchio troverà presto spazio anche tra le donne cinesi. Nessun altro settore trarrà più beneficio dai mercati emergenti in rapida crescita di quello dei beni di lusso, con la Cina in testa.

Non sono lontani i tempi in cui il Giappone era il mercato più importante per i beni di lusso, ma i bei tempi sembrano essere ormai alle spalle. Nel 2000, circa il 50% di tutte le vendite di beni di lusso era generato dai giapponesi. In due anni, prevediamo che la Cina diventerà il mercato più grande per i beni di lusso.

La Cina si sta arricchendo e urbanizzando: crediamo in una continuazione di questa tendenza, specialmente nella Cina occidentale e centrale, favorendo così un aumento nella domanda di beni di lusso nei prossimi anni.

Questa è solo una faccia della medaglia: le stime non includono infatti la domanda di beni di lusso dei turisti cinesi che viaggiano in Europa. Attualmente il 36% di tutte le vendite di beni di

lusso è generato in Europa: gli europei rappresentano solo il 25% del totale, mentre il resto è rappresentato dai turisti cinesi e dai viaggiatori d'affari.

Il grande divario tra il luogo di vendita e la nazionalità dei consumatori indica chiaramente che i viaggi internazionali sono un fattore trainante per il settore. I turisti cinesi amano infatti acquistare souvenir e regali per le loro famiglie e gli amici.

Rischi

Un grosso rischio per il settore è rappresentato da un drastico calo del turismo internazionale. Se il mondo smette di viaggiare, le società di beni di lusso smettono di vendere. Un blocco di questo tipo potrebbe essere legato ad attacchi terroristici, pandemie o eventi naturali imprevedibili, capaci di bloccare i viaggi (come le nubi di cenere vulcanica che hanno oscurato i cieli europei la scorsa primavera).

Naturalmente anche un eventuale ribaltamento (inatteso) della brillante situazione economica cinese andrebbe a gravare sul settore dei beni di lusso. Forse, in questo modo i tempi d'attesa per una Birkin bag si accorcerebbero a «soli» otto mesi.

Come investire?

In Asia c'è una forte domanda di orologi meccanici svizzeri e la crescita nella regione è impressionante. Sugeriamo di capitalizzare sulla situazione degli orologi meccanici svizzeri e raccomandiamo:

Richemont	CHF	Svizzera
Hengdeli Holdings	HKD	Hong Kong
LVMH Group	EUR	Francia
Tiffany	USD	Stati Uniti

(per i dati azionari, consultare le tabelle sulle raccomandazioni relative ai titoli azionari, pag. 26-31).

Agenda

2 dicembre 2010
Decisione sui tassi della Banca centrale europea
 Non prevediamo alcuna variazione della politica monetaria.

9 dicembre 2010
Decisione sui tassi della Banca d'Inghilterra (BoE)
 Sebbene già da gennaio l'inflazione in Gran Bretagna sia costantemente superiore al 3 per cento, la BoE non segnala alcuna stretta della politica monetaria e dovrebbe lasciare il tasso guida sempre a un basso 0,5 per cento.

14 dicembre 2010
Decisione sui tassi della Fed
 Dopo che il Federal Open Market Committee (FOMC) durante la riunione del 3 novembre ha deciso la seconda fase dell'allentamento quantitativo, per la prossima riunione non ci si aspetta alcuna sorpresa. UBS prevede che la Fed aumenterà di nuovo i tassi guida soltanto nel 2012.

16 dicembre 2010
Rapporto BNS sulla politica monetaria
 Attualmente, la BNS basa la sua politica monetaria in gran parte sulla situazione dei tassi di cambio e dovrebbe avviare la stretta politico-monetaria non prima del mese di marzo del 2011.

Cina

La Cina ama le auto tedesche

L'ottima performance dei titoli auto quest'anno è legata alla passione dei consumatori cinesi per le automobili di qualità, principalmente quelle tedesche.



Mercedes (vendite in aumento del 120% a/a), BMW (+88%), Audi e VW hanno beneficiato della domanda robusta per le versioni di punta dei loro modelli prestigiosi. Più sono potenti e lussuose, più piacciono. A questo proposito, mentre i clienti USA ed europei tendono innanzitutto a negoziare sul prezzo, i cinesi sono disposti a pagare il prezzo di listino, con un aumento dei ricavi di 20 000/30 000 per veicolo di punta rispetto ai mercati affermati. Inutile dire che questo non solo ha generato una domanda robusta e molti straordinari per i lavoratori tedeschi, ma ha trainato soprattutto la crescita della redditività e dei cash flow. Questo panorama roseo ha fatto impennare i prezzi delle azioni di oltre il 70% per BMW e VW e di un ragguardevole 30% per Daimler.

Conosciamo un nuovo termine

Renminbi



L'uso dello yuan o del renminbi

La lingua cinese ha nomi differenti per la moneta nazionale e per il mezzo di pagamento. Il nome della moneta è il renminbi, mentre lo yuan identifica il mezzo di pagamento. Per esempio, nel McDonald's di Pechino l'hamburger si paga nella moneta nazionale renminbi e costa 10 yuan. Unità inferiori allo yuan sono lo jiao e il fen, con uno yuan che corrisponde a 10 jiao e 100 fen. Al di fuori della Cina, il nome yuan viene spesso usato (erroneamente) anche per la moneta.

Un glossario completo dei termini tecnici è disponibile su www.ubs.com/glossario

Protezionismo finanziario in aumento

La recessione mondiale ha spinto molti paesi a cercare nuove strategie di crescita. I consumatori hanno stretto la cinghia, lasciando ai politici il compito di rincorrere la crescita economica con investimenti e commercio estero. Una soluzione tampone prevede tassi d'interesse molto bassi e una moneta debole, a favore della competitività degli esportatori. Di conseguenza è cresciuta la fuga internazionale di capitali verso paesi con tassi d'interesse maggiori e migliori prospettive di crescita. Sebbene i capitali siano ben accetti,

un'invasione rischia di sospingere i tassi di cambio oltre livelli sostenibili per gli esportatori, aumentando il rischio di bolle dei prezzi degli asset e di instabilità finanziaria. Per arginare gli afflussi, molti paesi (soprattutto nell'emergente Asia) hanno attuato controlli sul capitale. Questa tendenza dovrebbe continuare e forse intensificarsi, qualora non vengano risolte le tensioni monetarie tra le principali economie. Il protezionismo finanziario rischia dunque di minare la ripresa economica globale.

Anche se questa dipendenza dalla Cina non è certo immune da rischi, crediamo che nel futuro prossimo la crescita strutturale cinese sarà destinata a continuare, con buone prospettive per le aziende così amate dai cinesi.

Il prezzo della novità

Come gli investitori dovrebbero valutare l'innovazione

Tutti amano l'innovazione, ossia la fonte di quegli oggetti di tendenza di cui tutti parlano ancor prima che questi approdino sul mercato.

Le innovazioni semplificano la vita e garantiscono la crescita



di società e intere nazioni. Crediamo dunque che le innovazioni siano positive. Ma sono così positive anche per gli investitori, oltre che per i consumatori? Questo è l'argomento che tratteremo nell'ultimo UBS research focus: Il prezzo della novità: come valutare l'innovazione.

Poiché l'innovazione incide sulla generazione di free cash flow, crediamo che la valutazione della strategia di innovazione di un'azienda e dei relativi costi sia essenziale per fare un buon investimento. In effetti, diversamente dalla

percezione comune, l'investitore dovrebbe considerare criticamente tale attività e preferire società che investono meno in innovazione.

Nel report illustriamo le motivazioni, evidenziando i settori che offrono i rendimenti maggiori in rapporto al denaro speso in innovazione.

Se desidera ricevere il testo integrale dell'UBS research focus «Il prezzo della novità: come valutare l'innovazione», contatti il consulente clientela UBS o visiti il portale finanziario online UBS Quotes.

L'orologio come *status symbol*

Werner Schuppisser, Hengdeli Holdings Ltd., spiega perché il potenziale dei beni di lusso europei non è affatto esaurito. Hengdeli è il più grande dettagliante di orologi con sede in Cina

Intervista di Simone Hofer Frei, Redattrice, UBS Wealth Management Research



Werner Schuppisser

Vive da 11 anni in Cina ed è responsabile per il Brand Management e il contatto con i fornitori presso Hengdeli Holding, il maggior dettagliante mondiale di orologi. Hengdeli Holding rappresenta oltre 50 marchi di orologi svizzeri in Cina, a Hong Kong e a Taiwan.

Werner Schuppisser, cosa significa avere l'orologio al polso in Cina?

In Cina, l'orologio è uno status symbol. Esso indica: «Ho avuto successo». Lo status è molto importante in Cina e deve essere visibile a tutti. L'orologio svolge, quindi, un ruolo determinante, poiché è uno dei pochi prodotti mediante il quale si può comunicare senza dire qualcosa in modo esplicito. Questo non vale soltanto per il ceto superiore ma per l'intera società. Per il laureato al primo lavoro da colletto bianco, poter comunicare il suo status è importante tanto quanto per l'industriale affermato. Quando un laureato migliora professionalmente, fa carriera, crea una famiglia, costituisce forse anche una società e poi la rivende, il suo orologio si adeguerà al suo status del momento. Questo è importante da capire – ed è diverso da quanto accade in Occidente. Negli Stati Uniti si può tranquillamente andare a una riunione d'affari con un orologio di plastica al polso – una cosa del genere è impensabile in Cina.

Come si è sviluppata la domanda di prodotti di lusso, soprattutto di orologi, in Cina?

L'anno della crisi 2009 ha modificato notevolmente le regole del gioco. Mentre nel resto del mondo la situazione economica era grave, in Cina c'è stato un rallentamento, ma non una crisi. Oggi, per quasi tutti i marchi di lusso il mercato cinese è molto più importante rispetto al periodo precedente al 2009 – e la domanda è sempre in forte crescita.

Quanto è importante la Cina per l'industria degli orologi?

Fino alla fine del 2008, gli Stati Uniti erano il maggior mercato degli orologi, ma poi sono stati sostituiti da Hong Kong. Nel settembre 2010, verso la Cina, Hong Kong e Taiwan sono stati esportati orologi per un valore di circa CHF 3,2 miliardi, rispetto ai circa CHF 1,1 miliardi verso gli Stati Uniti. Pertanto, come più grande mercato degli orologi l'area della Grande Cina ha superato gli Stati Uniti ed è ora tre volte più grande del precedente numero 1.

Quanto è grande il potenziale in Cina per l'industria degli orologi?

Ci troviamo ancora in uno stadio iniziale. Oggi, in Cina, per gli orologi si spendono UDS 2 a testa, mentre in Giappone USD 39. In altre parole: oggi per ogni mille persone, in Cina vengono venduti 0,2 orologi svizzeri, mentre a Taiwan 4,5. Già questo mostra l'enorme potenziale.

Per il settore dei beni di lusso, il motore di crescita è il crescente ceto medio. Qui siamo ancora proprio all'inizio.

Quanto è importante per l'industria dei beni di lusso lo sviluppo della congiuntura interna?

Il governo cinese ha più volte rimarcato di voler affrontare proprio questo problema. La crescita dovrebbe essere alimentata più dalla domanda interna e dipendere meno dalle esportazioni. Il governo cinese ha senza dubbio gli strumenti e le misure per promuovere il consumo. Questo è molto importante per noi. Attualmente ci sono ancora elevati dazi d'importazione sugli orologi. Con l'Accordo di libero scambio tra la Svizzera e la Cina, a medio termine tali dazi diminuiranno. Inoltre, per gli orologi esiste ancora un'imposta di consumo del 20 per cento per un prezzo di acquisto di RMB 10 000 e superiore.

Dove vede i rischi maggiori?

Forse nessun altro paese ha registrato lo sviluppo che vanta la Cina in questo momento. I rischi sono soprattutto nello sviluppo economico. Per noi è determinante che l'intera economia proceda in modo continuo e stabile; qui i dati precisi non svolgono un ruolo così decisivo.

Quali marchi hanno molto successo?

Il consumatore in Cina apprezza i modelli tradizionali, non soggetti alla moda. Quanto ai modelli all'avanguardia, che vediamo spesso in Occidente, per la Cina è ancora troppo presto. Il mercato è molto tradizionale. Nell'industria questo si chiama «back to basics».

Quali ruoli svolgono i turisti cinesi e i viaggiatori d'affari per la vendita di orologi in Svizzera?

Il consumatore cinese non compra soltanto in Cina, ma in tutto il mondo. Sono convinto che una considerevole parte dei prodotti di lusso venduti in Europa venga acquistata da turisti cinesi.

L'orologeria svizzera e la Cina

Hong Kong e Cina rappresentano i mercati di sbocco più importanti per l'industria svizzera degli orologi. Nel 2009, il valore degli orologi esportati a Hong Kong e in Cina è stato di circa CHF 2,7 miliardi, il che corrisponde quasi al 22 per cento di tutte le esportazioni di orologi. Nel 2006, la Cina e Hong Kong hanno sostituito gli Stati Uniti come partner commerciali più importanti dell'industria svizzera degli orologi. Dal periodo della crisi asiatica, le esportazioni di orologi verso l'Asia aumentano più rapidamente di quelle verso gli Stati Uniti e perfino più velocemente del totale delle esportazioni di prodotti della Svizzera. Nel 2010 le esportazioni di orologi hanno nuovamente registrato il primo aumento dopo la crisi. Durante la crisi le esportazioni dell'industria svizzera degli orologi verso la Cina e Hong Kong non avevano mai registrato cali pari a quelli che hanno caratterizzato l'export verso gli Stati Uniti e probabilmente alla fine del 2010 avranno già di nuovo superato il livello precedente alla crisi. Nel 2010, le esportazioni di orologi negli Stati Uniti dovrebbero essere aumentate marginalmente.

Le esportazioni di orologi verso l'Asia aumentano vertiginosamente

Esportazioni di orologi in CHF, 1990=100



Source: Ecwin Reuters, Swiss-Impex, UBS WMR

Le nuove *monete imperiali*

Tra le grida di protesta per l'allentamento quantitativo negli USA e la crisi del debito sovrano in Europa, una piccola notizia dalla Germania è passata inosservata. A mio parere questa storia dimostra che i governi non possono occuparsi della gestione delle presse della zecca per il contante o, in questo caso del conio delle monete.

Andreas Höfert, Capo economista, UBS SA

«Adattamento dei parametri tecnici»: così il Ministro delle Finanze tedesco, titolare delle zecche del paese, ha annunciato di voler ridurre massicciamente il contenuto d'argento nelle monete commemorative da dieci euro. Le ultime due pesavano 18 grammi ed erano realizzate in lega di argento (92,5%) e rame (7,5%). Dal prossimo anno le nuove monete peseranno solo 16 grammi e conterranno il 62,5% di argento e il 37,5% di rame. Riducendo il contenuto di argento e il peso delle monete, la quantità complessiva di argento per moneta passa da 16,25 a 10 grammi, con un deprezzamento di circa il 40% tutto d'un colpo.

Visto che, il 12 novembre, 16,25 grammi di argento valevano 11,10 euro, il Ministro delle Finanze tedesco ha subito una perdita di 1,10 euro sulle vecchie monete da 10 euro, a fronte di un guadagno di 3,20 euro con le nuove monete.

Il deprezzamento della coniazione è una pratica antica: il denaro romano, una moneta d'argento, è rimasto in circolazione per oltre cinquecento anni. Inizialmente, nel terzo secolo AC, conteneva 4,5 grammi di argento, diventati poi 3,8 con Augusto nel 16 DC, 3,2 con Nerone nel 60 DC, 1,66 con Caracalla nel 217 DC e infine 0,2 con Aureliano nel 270 DC. Da Augusto ad Aureliano, il deprezzamento complessivo del denaro è stato del 95%, con un tasso d'inflazione medio dell'1,1% annuo nell'arco di 270 anni.

Al tempo, l'inflazione era spesso volatile, con periodi di rapido deprezzamento e fasi di riap-

prezzamento (o deflazione, al giorno d'oggi), specialmente quando Roma saccheggiava le riserve d'argento dei nemici sconfitti. Dal 250-270 DC, il deprezzamento ha subito una forte accelerazione, con un tasso d'inflazione medio annuo del 10% circa.

Il re francese Filippo il Bello (1268-1414) è stato un leggendario promotore del deprezzamento. Sempre a corto di fondi a causa delle tante guerre, ha prima espulso gli ebrei dalla Francia e poi i Longobardi, confiscandone i beni (bello si riferisce al suo aspetto, non certo ai suoi principi). Ha poi discutibilmente tassato la Chiesa Cattolica, saccheggiando anche l'ordine monastico dei Templari e condannando a morte i leader con l'accusa di eresia. Non a caso doveva ai Templari somme ingenti di denaro. Filippo ha fatto ampiamente ricorso al deprezzamento monetario: oggi alcuni cronisti sostengono che metà delle sue risorse sarebbero state finanziate in questo modo per anni, facendogli guadagnare il soprannome di Filippo il Forgiatore.

I re hanno spesso fatto ricorso al deprezzamento monetario. Il filosofo Montesquieu scrive a proposito di Luigi XIV: «... il re è un grande mago. Se ha solo un milione di corone e ne ha bisogno di due, deve solo convincere [i suoi sudditi] che una corona ne vale due e questi gli crederanno. Se deve affrontare una guerra costosa, ma è a corto di denaro, dice semplicemente ai suoi sudditi che un pezzo di carta è moneta del regno e questi se ne convincono senza esitazioni».

Naturalmente, il deprezzamento delle monete commemorative tedesche è banale se paragonato ai deprezzamenti avvenuti nella storia. Tuttavia, coincidendo con l'allentamento quantitativo della Fed USA, che fa apparire dal nulla altri 600 miliardi di dollari, dimostra ancora una volta che nessun governo può essere incaricato a occhi chiusi di difendere il valore della propria moneta.

Quanto basta?

Quale proporzione delle azioni presenti nel mio portafoglio dovrebbe essere investita nei mercati emergenti?

Un lettore di Lugano, Svizzera

Costa Vayenas, Analista, UBS SA

La risposta alla domanda è semplice: «Dipende». Ecco i fattori chiave da considerare.

Tanto per cominciare, probabilmente l'esposizione ai mercati emergenti è già maggiore di quanto si creda. Considerato che l'85% della popolazione mondiale vive nei mercati emergenti, è difficile che una società internazionale non faccia affari in qualche modo con queste regioni. Determinare cosa sia già nel proprio portafoglio è quindi un importante punto di partenza prima di iniziare ad aggiungere attività da paesi esotici e lontani.

La seconda cosa da considerare è la porzione di attività emergenti effettivamente investibile. I mercati emergenti rappresentano circa il 32% della capitalizzazione del mercato azionario globale (circa USD 14 bilioni su USD 43 bilioni). Ma c'è una trappola: molti di questi paesi rendono deliberatamente difficile per gli stranieri acquistare le loro obbligazioni e azioni. Pertanto non è utile attribuire come parametro a un portafoglio azionario attività che non possono essere liberamente acquistate e vendute. La parte investibile al momento costituisce circa il 15% delle azioni mondiali per capitalizzazione di mercato. Se fossero usate come benchmark, circa il 15% delle azioni di un portafoglio sarebbe allocato a titoli dei mercati emergenti.

Ma questo numero deve essere ulteriormente calibrato, ad esempio, affinché rifletta il

profilo di rischio di un investitore (considerando fattori come età, orizzonte d'investimento e capacità di assorbire perdite di capitale). Anche il paese di residenza di un investitore conta. Il portafoglio azionario nazionale di un investitore che vive in un paese esportatore di materie prime come l'Australia, il Canada o la Norvegia sarebbe colpito da una grave crisi economica o recessione nelle economie emergenti importatrici di materie prime, trasformando una situazione favorevole in un doppio colpo. Analogamente, gli investitori che vivono in un paese emergente hanno già un'esposizione molto alta ai mercati emergenti tramite le loro partecipazioni in immobili, liquidità, azioni e obbligazioni, tutti denominati nella valuta locale. Essi potrebbero voler diversificare i rischi di portafoglio allontanandosi dal proprio mercato azionario emergente locale.

Una cosa è certa: Negli anni a venire, la quota di attività investibili nei mercati emergenti aumenterà; in termini matematici, ciò significa che la risposta alla domanda continuerà a cambiare.

Domande o dubbi?

> Consultate l'esperto all'indirizzo: ask-ig@ubs.com

Probabile pausa dopo *una lunga corsa*

All'inizio di settembre, le azioni e le materie prime sono state protagoniste di un rally entusiasmante. Il riemergere di timori per il debito europeo e le nuove misure monetarie contro l'inflazione nell'Asia emergente attualmente potrebbero causare una battuta di arresto a breve termine, tuttavia noi manteniamo la nostra valutazione positiva a lungo termine sui titoli societari.

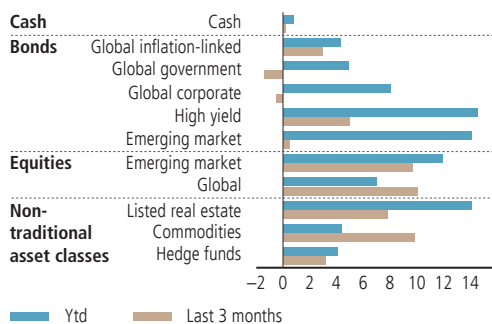
Mark Andersen, Stratega, UBS SA

Recentemente i principali indicatori di USA e Cina hanno evidenziato sorprendenti miglioramenti, anche nel fragile mercato del lavoro statunitense, il che, unitamente a solidi utili nel terzo trimestre e alla politica espansiva delle banche centrali, ha favorito l'ulteriore rialzo dei mercati.

Mentre questi sviluppi confermano il nostro giudizio positivo sulle azioni, non ci sorprenderrebbe una battuta d'arresto a breve termine con rinnovati timori per il debito europeo (v. riquadro) e per le misure atte a contenere l'inflazione che pesa sulle prospettive di crescita dei paesi emergenti asiatici. Gli investitori che hanno beneficiato dei forti recuperi dei mesi scorsi potrebbero valutare l'opportunità di prese di profitto e attendere momenti più favorevoli prima di aumentare nuovamente l'esposizione.

Analisi della performance di mercato

Performance in %



Sources: Bloomberg, Thomson Reuters, BoA Merrill Lynch, UBS WMR

Maggiore volatilità probabile nei mercati emergenti

Nonostante l'energico rialzo, le azioni offrono ancora valutazioni interessanti e potenziale a lungo termine. Continuiamo a privilegiare la Germania per la competitività internazionale e la forza interna, e i mercati emergenti per le prospettive di crescita strutturale. La Germania, pur interessata dalla crisi del debito, è meno vulnerabile di altri paesi dell'Eurozona, grazie a uno sviluppo economico molto più forte e a misure di austerità meno pesanti.

Le prospettive a lungo termine per i mercati emergenti rimangono immutate; i recenti utili e gli sviluppi economici continuano a sostenere la regione. Dopo la recente impennata, trainata dagli afflussi di capitali esteri, a breve termine sembra però probabile un andamento più calmo o perfino una frenata temporanea, come conseguenza di possibili frizioni commerciali e valutarie.

Nuovi orizzonti nei titoli di stato

Agli investitori in titoli a reddito fisso alla ricerca di rendimenti superiori, raccomandiamo di guardare oltre i titoli di Stato dei paesi sviluppati. Tradizionalmente, i titoli di Stato di questi paesi erano considerati privi di rischio, al contrario di quelli dei paesi emergenti. Questa distinzione si va, però, attenuando poiché molti paesi sviluppati presentano un pesante indebitamento e deficit fiscali insostenibili, mentre i paesi emergenti godono, per lo più, di finanze pubbliche sane.

È così giunto il momento di guardare oltre le tradizionali classificazioni e di valutare il rischio dei singoli mercati senza pregiudizi. A nostro avviso, i titoli di Stato dei mercati emergenti nonché le obbligazioni societarie e quelle high yield offrono prospettive di un rapporto rischio-rendimento più interessanti del debito dei mercati sviluppati.

Vantaggi per le materie prime

Crediamo che le previsioni fondamentali per i

prezzi delle materie prime siano migliorate. Anche se il rallentamento della crescita economica globale dovrebbe tenere sotto controllo i prezzi a breve termine, le prospettive per l'anno prossimo sono più ottimistiche. Visti i solidi dati macroeconomici cinesi, è probabile una nuova significativa accelerazione della crescita in Asia durante il secondo semestre 2011. Consigliamo pertanto di creare un'ampia esposizione alle materie prime alla fine di quest'anno.

Irlanda – La fine della love story europea

Con soli 4,4 milioni di abitanti e una quota inferiore al 2% del PIL europeo, l'Irlanda conta relativamente poco sul piano economico. Tuttavia, negli ultimi mesi è stata l'epicentro di un terremoto finanziario. Nonostante gli sforzi del governo irlandese per evitare il fallimento e dover salire al fianco della Grecia sul disonorevole carro degli stati europei non funzionali, questo spiacevole scenario si è palesato. Pressioni dai leader europei e dall'FMI hanno spinto il governo irlandese a richiedere, seppur con riluttanza, l'assistenza finanziaria.

Una crisi di liquidità

I problemi dell'Irlanda non riguardano tanto il debito strutturale, come nel caso della Grecia, quanto piuttosto la liquidità. Nonostante le sue difficoltà, è ampiamente riconosciuto che l'economia irlandese sia in grado di riprendersi molto meglio rispetto alle nazioni a bassa produttività dell'Europa del sud. Tuttavia, nelle ultime settimane il mercato obbligazionario ha voltato le spalle all'Irlanda. Mentre lo Stato era completamente finanziato fino a metà 2011, le banche irlandesi dipendevano sempre di più dalla BCE per il loro finanziamento.

Il settore bancario irlandese era regolamentato in modo insufficiente, se non negligente. Considerati gli attuali problemi e l'interconnessione che caratterizza il settore bancario, il malessere che affligge le banche irlandesi costituisce un forte rischio non solo per l'economia interna, ma anche per i vicini stati europei, in particolare la Gran Bretagna.

Anno nuovo, governo nuovo

I dettagli sugli accordi creditizi non sono ancora noti, ma valutiamo che l'importo si assesterà ai margini superiori delle stime, ovvero EUR 80-90 mld. Questi finanziamenti forniranno al settore finanziario una sufficiente liquidità.

Nelle prossime settimane sarà approvato il bilancio. Il prossimo anno gli irlandesi saranno chiamati alle urne e sembra inevitabile l'arrivo di una nuova leadership, molto probabilmente una coalizione di laburisti e Fine Gael. Il nuovo governo dovrà implementare il bilancio più severo della storia dell'Irlanda.

La strada verso la sostenibilità fiscale sarà dolorosa e difficile, ma gli ostacoli non sono insormontabili. Tuttavia, ricucire i rapporti tra irlandesi ed Europa potrebbe rivelarsi più difficile del previsto. L'elettorato irlandese aveva già votato contro il Trattato di Lisbona, che sancì la nascita ufficiale dell'Unione Europea. A lungo termine, la perdita di identità sovrana irlandese delle ultime settimane può aver posto fine alla storia d'amore con l'Europa.

Prossima fermata Lisbona?

Naturalmente, le vicende irlandesi potrebbero avere ampie implicazioni per l'Europa. Questo ultimo episodio riapre il dibattito sul futuro dell'Eurozona nella sua forma attuale. Sembra chiaro che, anziché stabilità, dalla crisi fiscale siano emersi i pesanti squilibri che affliggono l'Europa e che ne minacciano il futuro. I leader europei tendono ovviamente a rasserenare i mercati, dato che il calo di fiducia in Irlanda ha spinto verso l'alto i rendimenti sul debito portoghese e spagnolo. Nessuno vuole sguinzagliare altri vigilantes negli stati dell'Europa del sud proprio adesso.

Non siamo in grado di dire con certezza se la crisi europea terminerà con l'Irlanda. Ma di certo i politici prima o poi dovranno sedersi attorno a un tavolo e valutare come procedere con l'integrazione europea. È evidente che una politica «a taglia unica» sia inadeguata a soddisfare le esigenze di diverse nazioni europee, non solo dell'Irlanda.

Brian O'Reilly, Economista, UBS SA

Investire in *Svizzera*

Idea d'investimento Investite in titoli patrimoniali di qualità e in una moneta che ora rappresenta l'ultimo porto sicuro. Le azioni svizzere offrono solidi bilanci, una direzione consapevole dei costi e una moderata valutazione delle azioni in una moneta forte.

Stefan-R. Meyer, Analista, UBS SA

Il franco svizzero si dimostra forte. A nostro avviso, l'attrattiva della moneta svizzera dovrebbe confermarsi nei prossimi mesi e, forse, addirittura nei prossimi anni. La recente crisi finanziaria è una crisi del debito. La Svizzera fa parte di quei pochi paesi che nel periodo precedente alla crisi non hanno vissuto al di sopra delle proprie possibilità. Inoltre, in un confronto internazionale la Svizzera dispone nel complesso (stato, famiglie e società) di un elevatissimo patrimonio estero netto di oltre il 100% del prodotto interno lordo.

Economia sorprendentemente forte nel 2010

Nonostante la forza del franco svizzero, quest'anno l'economia svizzera, depurata dall'inflazione, dovrebbe registrare una crescita del tre per cento circa. Un motivo per la dinamica inaspettatamente forte dell'economia Svizzera sta nell'Accordo sulla libera circolazione delle persone, stipulato con l'Unione Europea. La libera circolazione delle persone facilita alle società l'assunzione di personale specializzato qualificato. La connessa crescita della popolazione supporta il consumo e gli investimenti edilizi.

Azioni svizzere in «pole position»

Nonostante la continua rivalutazione del franco svizzero negli ultimi decenni, le azioni svizzere hanno tenuto bene nel confronto internazionale. Dal punto di vista degli investitori stranieri, nel periodo dal 1981 fino ad oggi i titoli svizzeri con diritto a dividendo, convertiti in euro, hanno registrato in media un andamento nettamente migliore rispetto ai corrispondenti investimenti nazionali.

Con fiducia verso il futuro

La maggior parte delle società non osa fare previsioni finanziarie chiaramente positive. Il motivo di questa prudenza autoimposta sta nell'indebolimento della ripresa congiunturale, nei rischi dovuti agli elevati debiti pubblici e nella capacità



Idea d'investimento →

di previsione sui nuovi ordini, per lo più soltanto limitata. Consideriamo come un segnale positivo a medio termine l'intenzione espressa nei sondaggi di assumere di nuovo altro personale. Nel complesso, i direttori evitano l'aumento dei costi fino a quando tali costi non pregiudicano il potenziale di crescita.

Le azioni svizzere sono interessanti

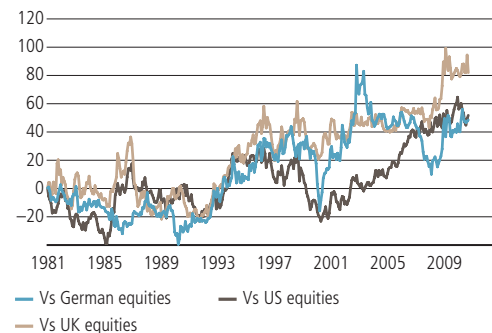
Le società svizzere sono posizionate globalmente in misura superiore alla media, soprattutto anche nei paesi emergenti a forte crescita, hanno solidi bilanci e sono gestite con consapevolezza dei costi. Inoltre, le azioni svizzere hanno una valutazione moderata e offrono interessanti rendimenti da dividendi. Con un rapporto prezzo/utile di 13 per il 2011, la valutazione del mercato è inferiore alla media storica di circa 15. Con cash flow sempre solidi e costi di ristrutturazione sempre minori, i bilanci continuano a migliorare. Nel 2011 prevediamo un ulteriore aumento del riacquisto di azioni proprie, delle acquisizioni e delle maggiori percentuali di distribuzione.

Come implementare questa idea di investimento

Per maggiori informazioni, contattate il vostro consulente alla clientela che vi mostrerà come integrare in modo appropriato questa idea di investimento nel vostro portafoglio. Per ulteriori informazioni o per ricevere il rapporto di ricerca completo, contattate il vostro consulente alla clientela o visitate il nostro portale finanziario online UBS Quotes.

Azioni svizzere

Performance sopra la media e valutazione interessante



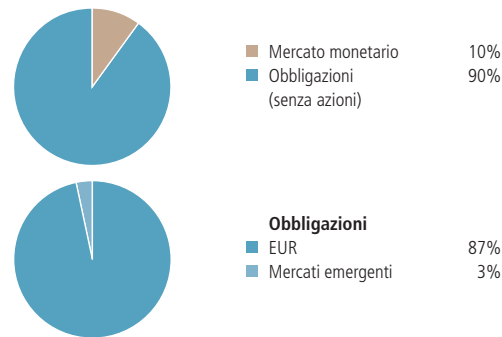
Source: Reuters Ecowin, UBS WMR

Questa pagina contiene indicazioni d'investimento elaborate da unità esterne a Wealth Management Research. Tali unità non sono soggette alle disposizioni normative che regolamentano l'indipendenza della ricerca finanziaria.

Asset allocation: EUR

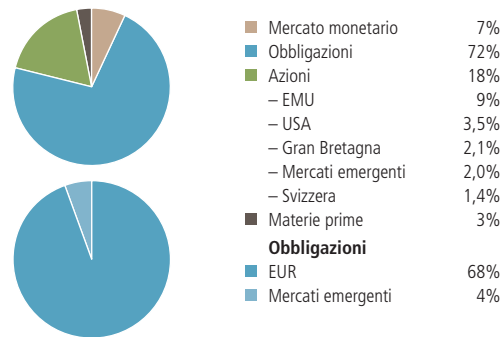
Conservativa senza azioni

- Obiettivo: mantenimento del capitale reale
- Provento periodico da interessi
- Oscillazioni di quotazione minime
- Azioni non presenti



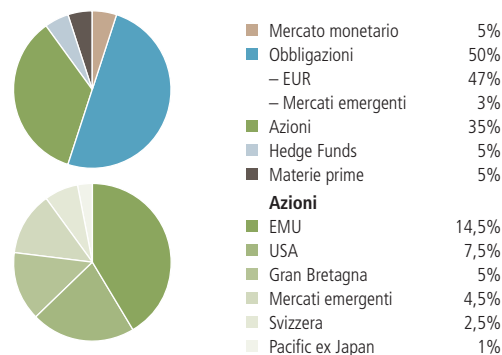
Conservativa

- Obiettivo: mantenimento reale a lungo termine del patrimonio
- Provento periodico da interessi, integrato da dividendi e utili di capitale
- Oscillazioni di quotazione basse
- Ridotta quota azionaria (10–30%)
- Nessun fondo d'investimento strategico



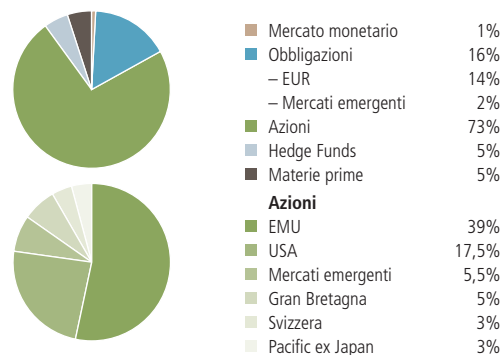
Moderata

- Obiettivo: crescita del patrimonio reale a lungo termine
- Costante provento da interessi e dividendi e utili di capitale
- Oscillazioni di quotazione medie
- Suddivisione bilanciata tra azioni e obbligazioni (quota azionaria 30–60%)



Aggressiva

- Obiettivo: forte crescita del patrimonio reale a lungo termine
- Utili di capitale e provento da interessi e da dividendi
- Oscillazioni di quotazione forti
- Investimento principalmente in azioni (45–85%)



I grafici illustrano in sintesi gli aspetti che caratterizzano l'attuale politica di investimento di UBS. I profili standard indicati non risultano da analisi finanziarie indipendenti, ma sono forniti da unità esterne a Wealth Management Research. Le allocazioni specifiche all'interno di un portafoglio dovrebbero tuttavia tenere conto del profilo d'investimento individuale, delle specifiche esigenze dell'investitore e di altri aspetti, come la liquidità del mercato.

In generale, le categorie di investimento e i mercati considerati interessanti hanno pesi superiori alla normale ponderazione a lungo termine del portafoglio (benchmark); per contro, quelli ritenuti poco interessanti hanno una ponderazione inferiore. I portafogli modello sono validi solo al momento della pubblicazione e possono subire modifiche nel corso del tempo. Si prega di contattare il proprio consulente per conoscere la composizione più recente dei portafogli modello.

Mercati e classi d'investimento

Economia

Globale	20
Regioni	21
Mercati emergenti	22
Brasile, Russia, India, Cina	23

Azioni

Azioni globale	24
Azioni globale & Mercati emergenti	25
Zona Euro / Svizzera	26
Stati Uniti / Asia e Pacifico	29

Obbligazioni

Reddito fisso	32
Obbligazioni societarie	33
Obbligazioni dei mercati emergenti	34
Raccomandazioni sulle obbligazioni	35

Valute

Valute	36
Coppie di valute (EURUSD, EURGPB, EURCHF, EURJPY)	37

Materie prime

Materie prime	38
Greggio, Rame, Grano, Zucchero	39

Immobili

Immobili	40
Svizzera, Zona Euro, Stati Uniti, Asia	41

Investimenti alternativi

Hedge Fund & Private Equity	42
-----------------------------	----

Appendice

Spiegazioni	43
Informazioni obbligatorie	44

Fed USA: con la leva politico-monetaria

Già alcune settimane prima che la Banca centrale statunitense il 3 novembre annunciasse l'acquisto entro il prossimo giugno di altri titoli di stato per 600 miliardi di USD seconda fase dell'allentamento quantitativo della sua politica monetaria, alcuni membri della Fed avevano annunciato questo intervento, determinando così sui mercati finanziari un impressionante rally dal mese di settembre. È il timore di un'imminente deflazione che ha indotto la Fed USA a questo drastico intervento. In effetti: nel mese di ottobre, il tasso di inflazione negli Stati Uniti è diminuito dallo 0,8% allo 0,6% – con tendenza in calo. Il tasso di disoccupazione dovrebbe rimanere per qualche tempo a un livello

elevato, anche se a nostro avviso la tendenza positiva della crescita dell'occupazione dovrebbe continuare. Alimentare le aspettative inflazionistiche, stimolare il consumo e, quindi, l'economia statunitense nel complesso è l'obiettivo che la Fed persegue con la leva politico-monetaria. I possibili danni collaterali sotto forma di un aumento dell'inflazione in un momento successivo oppure di un'ulteriore svalutazione del dollaro vengono accettati dai responsabili della Fed. Anzi, sono addirittura (implicitamente) desiderati. Se entro la metà del prossimo anno la medicina non dovesse mostrare ancora alcun effetto, nulla dovrebbe ostacolare la terza puntata della «serie», l'«AQ3».

Tendenze globali di crescita e inflazione in %

	Crescita reale del PIL, in %			Inflazione, in %		
	2010F ¹	2011F ¹	2012F ¹	2010F ¹	2011F ¹	2012F ¹
US	2.7	2.7	2.8	1.6	1.6	2.1
Canada	3.1	2.8	2.6	1.8	2.1	2.0
Japan	3.1	1.5	2.0	-0.9	-0.3	0.4
Germany	3.3	2.2	2.0	1.0	1.5	2.2
France	1.7	2.0	1.9	1.7	1.4	2.0
Italy	1.2	1.6	1.4	1.5	2.2	2.0
UK	1.6	2.3	2.2	3.3	2.7	1.9
Eurozone	1.8	1.9	1.9	1.5	1.9	2.4
Switzerland	2.7	2.3	2.1	0.7	0.9	1.7
Sweden	4.0	2.8	2.7	1.1	1.9	2.0
Spain	0.0	0.5	0.8	1.5	1.7	2.2
Australia	3.4	3.8	3.4	2.9	3.0	3.0
China	10.0	9.0	9.0	3.1	3.5	4.0
Asia ex Jp/Cn/In	5.3	4.3	4.3	2.7	3.2	3.2

¹ Stime UBS

² Parità del potere di acquisto

Source: Reuters EcoWin, Thomson Reuters, IMF, UBS WMR

Italia

Sebbene in Italia la crisi politica stia entrando nella fase successiva, il Parlamento ha approvato il programma di risparmio del governo. Il consolidamento delle finanze statali dovrebbe procedere come previsto. Intanto l'economia italiana si riprende lentamente dalla crisi: nel terzo trimestre la crescita è stata dello 0,2% rispetto al trimestre precedente, mentre gli analisti avevano previsto il doppio. I dati degli indici dei direttori d'acquisto per ottobre sono contrastanti; pur prevedendo una lieve accelerazione della crescita nell'industria, indicano un leggero indebolimento per il settore dei servizi.

Zona Euro

Nel terzo trimestre, il prodotto interno lordo dell'Eurozona è aumentato dello 0,4 per cento rispetto al trimestre precedente. Il dato nasconde nette divergenze. Infatti, la Germania ha registrato una forte crescita economica, mentre l'economia spagnola è rimasta ferma. Il forte debito di alcuni stati membri continua a preoccupare. Dopo che il FMI, l'UE e la Banca centrale europea si sono accordati con l'Irlanda sugli aiuti finanziari, la situazione sembra essersi un po' calmata. A medio termine c'è comunque il rischio che altri stati periferici siano messi in difficoltà.

Stati Uniti

I principali indicatori di ottobre segnalano una lieve accelerazione della crescita, lasciando almeno supporre una conclusione della fase di debolezza nei mesi estivi. In ottobre i dati di crescita composti globali ISM e sull'occupazione sono risultati solidi. L'annuncio del FOMC sull'AQ2 si è rivelato privo di risultati, fatta eccezione per il Tesoro USA. Ciononostante l'aumento dei rendimenti dei titoli del Tesoro è stato unicamente una conseguenza dei rendimenti reali, il cui aumento, seppur ancora molto controverso, suggerisce che il programma potrebbe imprimere un moderato supporto alla crescita.

Gran Bretagna

I verbali dell'ultimo MPC hanno rivelato una triplice spaccatura tra i nove membri. Adam Posen si è di nuovo espresso a favore di un ulteriore ampliamento dell'AQ per 50 mld di GBP, mentre Andrew Sentence ha spinto per un aumento dei tassi. Questa settimana i dati sull'inflazione hanno favorito l'opinione di Sentence confermando che l'IPC ora è più alto del 3,2% a/a e il Governatore Mervyn King ha quindi dovuto scrivere la quarta lettera dell'anno al Cancelliere. Prevediamo un ulteriore aumento dell'inflazione man mano che si manifestano gli effetti dell'aumento dell'IVA al 20% e dei prezzi delle materie prime.

Tassi d'interesse

		2009	23.11.10	6 M ¹	12 M ¹
US	3m	0.7	0.3	0.3	0.5
	10y	3.2	2.8	3.0	3.3
Eurozone	3m	1.2	1.0	1.0	1.5
	10y	3.3	2.6	2.8	3.3
Japan	3m	0.5	0.2	0.2	0.3
	10y	1.4	1.1	1.2	1.4
UK	3m	1.2	0.7	0.8	1.0
	10y	3.6	3.3	3.5	3.8
Switzerland	3m	0.4	0.2	0.5	1.0
	10y	2.1	1.5	2.0	2.3

Tasso di cambio

	23.11.10	3 M ¹	6 M ¹	12 M ¹	PPP ²
EURUSD	1.3549	1.41	1.35	1.39	1.24
GBPUSD	1.5918	1.60	1.60	1.66	1.66
USDJPY	83.38	82	85	89	87
USDCHF	0.9872	0.94	0.96	0.96	1.18
EURCHF	1.3378	1.32	1.30	1.33	1.47
GBPCHF	1.5715	1.50	1.54	1.59	1.96

Monete dei mercati emergenti più deboli di quanto vogliamo farci credere

Tutti i discorsi sulle guerre monetarie e le misure per limitare i flussi di capitale potrebbero indurre a pensare che le monete dei mercati emergenti vengano scambiate ai massimi storici. Ma non è affatto così. Il 22 novembre, quando abbiamo rilevato il nostro campione, tutte le monete della nostra tabella erano più deboli rispetto all'USD se confrontate con i loro livelli più elevati da gennaio 2007.

Le due monete più vitali, il rand sudafricano (ZAR) e il real brasiliano (BRL), ora vengono scambiate all'8-10% in meno rispetto all'USD che non ai rispettivi massimi pre-crisi. Il peso messicano (MXN) e la lira turca (TRY) oggi sono del 25% più basse rispetto ai rispettivi massimi dello stesso periodo, mentre il rublo russo (RUB) e lo zloty polacco (PLN) si attestano su un livello del 35% e 43% più basso rispetto al dollaro.

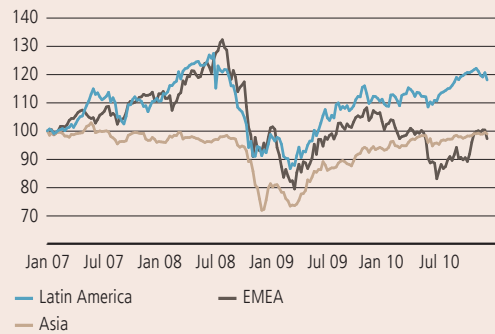
Lo schema mostra la performance regionale consolidata in questo periodo. In tutte le regioni,

le monete dei mercati emergenti sono attualmente più deboli rispetto ai loro massimi pre-crisi. Perché allora tutte le lamentele sulla stretta monetaria?

Da un lato l'inflazione dei mercati emergenti è superiore a quella degli Stati Uniti. Confrontati con quelli di gennaio 2007, i prezzi locali sono saliti in misura considerevole, mettendo a dura la prova la competitività. Dall'altro, gli esportatori e i sindacati nei mercati emergenti, due lobby potenti, non sempre sono abituati a un mondo nel quale il valore delle loro monete non continua a deprezzarsi rispetto all'USD. Fortunatamente l'altra faccia di una moneta più forte possono essere un'inflazione più debole e tassi di interesse inferiori. Anche questi effetti possono avere potenti vantaggi di stimolo per l'economia locale. Concludendo, i produttori dei mercati emergenti non possono scommettere sulla debolezza delle monete locali.

Costa Vayenas, Analista, UBS SA

Monete dei mercati emergenti al di sotto dei picchi pre-crisi
gen. 2007 = 100



Source: Bloomberg, UBS WMR, as of 23 November 2010

Valute dei ME: tasso attuale, picco (data incl.), scostamento
(rispetto all'USD, da gennaio 2007)

	Current	Peak	Date	Deviation
BRL	1.72	1.56	08/2008	10.4%
IDR	8933	8675	05/2007	3.0%
INR	45.41	39.27	01/2008	15.6%
MXN	12.30	9.86	08/2008	24.8%
PLN	2.90	2.03	07/2008	42.8%
RUB	31.14	23.16	07/2008	34.5%
TRY	1.45	1.15	01/2008	26.4%
ZAR	7.00	6.60	10/2007	7.7%

Source: Bloomberg, UBS WMR (22 November 2010)

Brasile

Per trattenere gli investitori al suo fianco, Dilma Rousseff, nuovo presidente del Brasile, deve ora creare un quadro normativo credibile. Nonostante il successo generale del Brasile quale opzione a lungo termine per chi investe sui mercati emergenti, il paese si trova comunque davanti ad una serie di sfide. Il corso della politica fiscale è estremamente incerto, la bilancia delle partite correnti è negativa e la moneta forte frena le esportazioni. Il nuovo governo deve risolvere questi problemi per garantire la prosecuzione della crescita e un contesto di inflazione favorevole. Complessivamente siamo ottimisti sulla capacità di vincere queste sfide.

India

Una dinamica di crescita resistente sembra perdurare, a prescindere da sfide quali una maggiore inflazione, l'indebolimento della produzione industriale e i deficit fiscale e delle partite correnti. Il maggiore rischio proviene dal peggioramento dei bilanci esterni, che gli investitori devono monitorare con attenzione. Il deficit delle partite correnti sta aumentando ad un ritmo molto rapido, finanziato in misura crescente più da afflussi di capitale a breve termine che non da investimenti esterni diretti (FDI), con un conseguente incremento del debito a breve termine e della vulnerabilità esterna. La possibile risposta politica consisterebbe nel continuare a irrigidire le condizioni fiscali e monetarie e nell'evitare qualsiasi repentino apprezzamento dell'INR.

Russia

Dopo una crescita alquanto deludente nel terzo trimestre, non da ultimo a causa della rigida tendenza durante i mesi estivi, la produzione industriale lascia intuire una ripresa dell'economia russa. A fronte di queste buone notizie, altri fattori esterni, quali il debito e la debole crescita nell'Eurozona o la pressione al ribasso del prezzo del greggio a seguito delle misure restrittive della Cina, nei prossimi mesi potrebbero offrire un minore supporto all'economia russa. Ciononostante prevediamo per il futuro una crescita solida, anche se più lenta, mentre un aumento dell'inflazione sarà difficile da evitare.

Cina

Le notizie economiche più importanti di ottobre sono state originate dall'IPC, che è salito al 4,4% a/a dal 3,6% di settembre, spinto da un balzo dei prezzi di frutta e ortaggi. Riteniamo che l'inflazione aumenterà ulteriormente in novembre, prima che l'effetto di base riporti l'IPC al 4% in dicembre. Per gestire le aspettative inflazionistiche, nelle ultime settimane la Cina ha intensificato la stretta monetaria, aumentando i suoi tassi di interesse di benchmark di 25 pb e le sue quote di riserve obbligatorie di 50 pb. Prevediamo qualche apprezzamento più rapido del CNY, ulteriori aumenti dei tassi d'interesse (75 pb nei prossimi 12 mesi) e forse selezionate misure di controllo dei prezzi per arginare l'inflazione.

Il debito sovrano europeo continua a preoccupare

L'Irlanda è tornata a fare notizia negli ultimi giorni e anche il Portogallo riceve più attenzione di quanto non desideri. Aggiungete un pizzico di incertezza per la gestione della crisi dopo la scadenza del fondo di emergenza europeo nel 2013 ed ecco la ricetta per l'accresciuta volatilità dei mercati azionari europei, in particolare per il comparto finanziario.

Anche il nostro mercato preferito nell'Europa continentale, la Germania, è interessato dalle turbolenze, ma a nostro avviso rimane meno vulnerabile di altri mercati periferici grazie a un'economia più forte e a misure di austerità meno traumatiche. Inoltre, in base al parametro della capitalizzazione di mercato, la quota di banche quotate (7%) dell'indice MSCI Germany è inferiore alla media di mercato dell'Eurozona.

Sottoperformance dei titoli azionari giapponesi verso la fine

Negli ultimi mesi i titoli azionari giapponesi hanno accumulato ritardi rispetto ai titoli azionari globali,

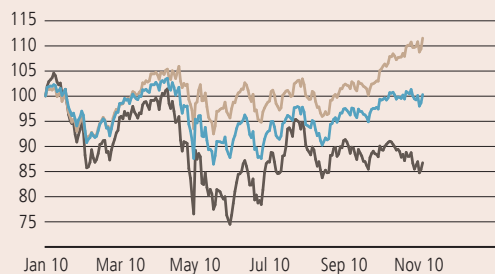
registrando, in termini di valuta locale, la performance più debole dell'anno di tutti i mercati che copriamo. Tuttavia, nonostante lo yen forte, recentemente gli utili hanno registrato un miglioramento sorprendente e i titoli non possono più essere considerati costosi, in particolare rispetto ai mercati emergenti. Uno scivolone dello yen sembra inoltre prossimo. Riteniamo, infatti, che Tokio desideri impedire un nuovo apprezzamento dello yen. Abbiamo pertanto un'attitudine più positiva verso il mercato giapponese i cui titoli azionari non dovrebbero più sottoperformare i titoli azionari globali, in termini di valuta locale. Questo sviluppo potrebbe tuttavia essere di breve respiro, in quanto prevediamo che il mercato interno rimanga debole. Rimangono aperte le sfide strutturali a lungo termine.

Buone prospettive per i materiali di base nel 2011

Recentemente i titoli azionari dei mercati emergenti sono stati protagonisti di un forte rialzo,

Germania meno colpita dalla crisi del debito sovrano

Indice dei prezzi (01.01.2010=100, fino al 18.11.2010)

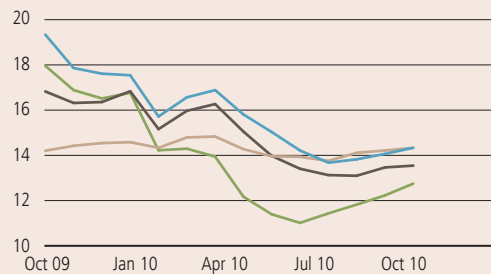


— MSCI EMU — MSCI EMU Financials
— MSCI Germany

Source: Thomson Reuters, UBS WMR

Il settore dei materiali di base offre potenziale di rialzo

Confronto dei rapporti forward P/E a 12 mesi tra i vari settori



— Consumer Discretionary — Industrials
— Consumer Staples — Basic Materials

Source: Thomson Reuters, UBS WMR

trainato dai massicci afflussi di capitali internazionali. Nelle ultime settimane, la valutazione ha perciò perso parte del suo interesse. Le notizie concernenti l'adozione di misure per contrastare afflussi destabilizzanti di capitali potrebbero inoltre provocare una frenata temporanea. Alcuni paesi emergenti hanno già adottato norme più rigide per il controllo dei capitali.

La Cina, decisa a combattere l'inflazione, potrebbe aumentare nuovamente i tassi di interesse. A più lungo termine, queste misure garantiranno la stabilità necessaria per la crescita dei mercati emergenti. Perciò, nel 2011, le società beneficeranno nuovamente dall'esposizione a queste regioni. Questo è vero in particolare per il comparto dei materiali di base che, dopo un 2010 grigio, presenta una valutazione

interessante rispetto agli Industriali o ai beni di prima necessità. Particolarmente positive sono le prospettive per il comparto dei metalli e dell'industria estrattiva. La crescita stabile prevista in Cina per il prossimo anno dovrebbe, infatti, favorire la ripresa dei progetti infrastrutturali. E i tassi statunitensi, che presumibilmente rimarranno bassi ancora per qualche tempo, dovrebbero incoraggiare l'afflusso di capitali nei mercati emergenti in cerca di rendimento, favorendo l'aumento delle attività di investimento. Entrambi i fattori implicano un incremento nella domanda di materie prime di cui beneficerà il comparto dei metalli e delle compagnie minerarie.

Lena-Lee Andresen, Stratega, UBS SA
Markus Irngartinger, Stratega, UBS SA

Mercati azionari e settori

Dati al 24 novembre 2010

	Strategy			Equity Performance (%) ¹				EPS growth 2010E	P/E 2010E	P/E 2011E	Div. yield 2010
	underv.	neutral	overv.	2009	3 M	Ytd	5 Y ²				
Stati Uniti				27.1	12.8	9.7	1.3	38.6	14.2	12.6	1.9
UME				28.7	8.2	2.7	0.4	33.9	11.7	10.2	3.4
Regno Unito				27.7	9.9	8.1	4.7	38.2	11.9	10.2	3.3
Giappone				9.3	7.2	-1.6	-7.2	80.7	14.6	12.7	2.1
Asia ex Giappone				67.2	10.8	13.7	17.8	38.3	14.6	12.8	2.1
Mercati emergenti				62.8	10.0	12.0	16.4	30.6	13.2	11.3	2.1
Svizzera				23.0	5.6	3.2	-0.1	28.3	13.4	12.1	2.8

Energia				20.8	16.2	5.1	4.2	35.0	12.6	11.2	2.8
Materiali				50.3	15.9	10.3	9.5	81.5	15.6	12.0	1.7
Industria				24.8	12.2	14.7	1.6	44.3	15.2	12.9	2.1
Beni voluttuari				38.2	17.0	19.2	1.2	96.4	16.2	13.9	1.7
Beni di prima necessità				18.6	8.3	10.8	8.4	8.9	15.5	14.1	2.8
Salute				17.7	7.3	0.6	1.1	7.2	11.8	11.0	2.6
Finanza				25.4	4.3	-0.8	-7.0	57.8	12.5	10.5	2.7
Informatica				52.0	14.1	5.5	1.6	56.1	14.5	13.0	1.1
Servizi di telecomunicazione				10.8	8.6	10.7	5.9	1.9	12.8	11.9	5.2
Servizi di pubblica utilità				5.3	3.2	0.1	4.1	-2.0	12.7	12.2	4.6
Mondo				26.5	10.5	6.7	0.7	37.3	13.8	12.0	2.5

Fonti: MSCI, Thomson Reuters

¹ Performance dei mercati e dei settori azionari in moneta locale esclusi gli effetti del cambio (copertura)

² Performance media annualizzata

Zona Euro

L'Eurozona rimane interessante

L'indice Euro Stoxx 50 si trova all'interno di un'ampia tendenza rialzista, ma è entrato in una fase di consolidamento. Registra quindi un andamento più debole rispetto ad altri indici guida e dall'inizio dell'anno continua a rimanere in territorio negativo. Anche l'adeguamento per tener conto delle distribuzioni di dividendi molto elevate, che rispetto ad altri indici non vengono considerate nei corsi dell'Euro Stoxx 50, modifica solo parzialmente questa situazione.

Tuttavia, la stagione degli utili nell'Eurozona, relativa al 3° trimestre 2010, è stata molto soddisfacente. Le previsioni trimestrali comunicate dalla maggior parte delle società (l'80% circa) sono state in linea con le attese del mercato o le hanno addirittura superate. Anche i positivi dati di novembre dei direttori d'acquisto nelle più grandi economie dell'Eurozona (Germania e Francia) non hanno potuto sostenere i corsi. Le nuove preoccupazioni per il debito pubblico di diversi paesi europei, soprattutto Irlanda e Portogallo, hanno ora messo in ombra altri dati positivi.

L'interessante valutazione supporta la nostra preferenza a lungo termine per selezionate azioni dell'Eurozona. Un rapporto prezzo/utigli inferiore a 11 sulla base delle previsioni sugli utili per il 2011 è allettante sia in un confronto internazionale sia su base storica. Anche il tasso di rendimento azionario del 4,1% - rispetto a un rendimento del 2,4% dei titoli di Stato a 10 anni - rende interessanti per gli investitori le azioni dell'Eurozona.

Andre Schuetz, Analista, UBS Deutschland SA

Svizzera

Nessun letargo dopo un piacevole autunno

I risultati societari per il terzo trimestre sono complessivamente incoraggianti. Delle 28 società del Swiss Leader Index (SLI) che si sono espresse sull'andamento del terzo trimestre, undici, ossia il 39 per cento, sono riuscite a superare le attese. Nonostante le condizioni più difficili per motivi monetari, sulla scena internazionale le società svizzere non hanno sfigurato. A livello mondiale, finora il 44 per cento delle aziende è riuscito a superare le attese relative al terzo trimestre 2010.

La maggior parte delle aziende non osa formulare previsioni finanziarie chiaramente positive. Il motivo di questa prudenza autoimposta sta nell'indebolimento delle tendenze della ripresa congiunturale, nei rischi dovuti agli elevati debiti pubblici e nella capacità di previsione sui nuovi ordini, per lo più solo limitata. Tuttavia, a medio termine riteniamo positiva l'intenzione, di recente ancora in aumento, di assumere nuovo personale. Nel complesso, i direttori evitano l'aumento dei costi fino a quando ciò non pregiudica il potenziale di crescita.

Con un rapporto prezzo/utile di 13 per il 2011, la valutazione del mercato è inferiore alla media storica di circa 15. Prevediamo, quindi, un andamento positivo dei titoli svizzeri con diritto a dividendo e alle investitrici e agli investitori raccomandiamo di concentrarsi soprattutto sulla qualità, sulla crescita difensiva e su selezionate società di medie dimensioni.

Stefan Meyer, Analista, UBS SA

Zona Euro

Most Preferred

Company	Sector	Country	Valor	ISIN	Price 22.11.10	P/E 10E	P/E 11E	Div. Yield 2010E (in %)	Perf. YTD (in %)
ABInBev	Con Staples	BE	1 147 290	BE0003793107	44.50	19.2	16.2	1.0	22.3
Ahold	Cons. Staples	NL	3 333 424	NL0006033250	9.40	11.3	10.0	2.9	1.5
Allianz	Financials	DE	322 646	DE0008404005	90.56	7.9	7.4	5.1	3.9
BMW	Cons. Discret.	DE	324 410	DE0005190003	57.69	13.3	10.7	1.8	81.4
BNP Paribas	Financials	FR	123 397	FR0000131104	52.13	8.0	7.2	4.0	-6.7
Carrefour	Cons. Staples	FR	488 167	FR0000120172	37.69	16.6	13.4	3.0	12.3
ENEL (new)	Utilities	IT	1 250 633	IT0003128367	3.91	8.4	8.2	7.1	-3.5
Groupe Eurotunnel	Industrials	FR	3 469 403	FR0010533075	6.72	n.a.	84.6	0.5	2.7
Inditex	Cons. Discret.	ES	1 231 840	ES0148396015	59.30	21.9	19.6	2.6	36.7
Klöckner & Co (new)	Industrials	DE	2 597 667	DE000KCO1000	18.42	19.4	9.9	1.5	3.2
Linde	Materials	DE	340 045	DE0006483001	106.70	17.3	15.4	1.9	26.8
LVMH	Cons. Discret.	FR	507 170	FR0000121014	119.80	22.8	19.9	1.7	52.8
Munich Re	Financials	DE	341 960	DE0008430026	112.35	9.0	8.8	5.3	3.4
Reed Elsevier	Cons. Discret.	NL	3 637 167	NL0006144495	9.35	12.0	11.2	4.4	8.7
Royal Dutch Shell A	Energy	NL	1 987 674	GB00B03MLX29	23.48	10.6	8.7	5.2	11.3
Safran	Industrials	FR	829 036	FR0000073272	23.35	18.5	13.6	1.9	70.5
SAP	Inform. Techn.	DE	345 952	DE0007164600	36.26	17.1	14.6	1.5	9.9
SBM Offshore	Energy	NL	2 509 888	NL0000360618	15.75	15.8	13.1	3.2	14.3
ThyssenKrupp	Materials	DE	412 006	DE0007500001	28.49	19.3	12.8	1.6	7.9
TNT	Industrials	NL	2 134 019	NL0000009066	18.18	12.9	10.9	3.1	-15.4
Total	Energy	FR	524 773	FR0000120271	38.40	8.3	7.8	6.0	-14.7
Vinci	Industrials	FR	508 670	FR0000125486	40.10	12.7	12.0	4.0	1.6
Removed: Lufthansa									

Least Preferred

Company	Sector	Country	Valor	ISIN	Price 22.11.10	P/E 10E	P/E 11E	Div. Yield 2010E (in %)	Perf. YTD (in %)
Banco Pastor	Financials	ES	2602815	ES0113770434	3.40	19.0	14.0	2.2	-29.2
Elisa	Telecomm.	FI	813397	FI0009007884	15.68	15.0	13.2	8.0	4.0
Salzgitter	Materials	DE	348595	DE0006202005	50.92	65.4	12.7	1.0	-25.6
Removed: -									

Source: UBS WMR, Bloomberg

La presente lista, classificata in ordine alfabetico, è una selezione delle azioni preferite e non preferite da WMR per questa regione. A questo elenco viene aggiunto un titolo azionario se WMR ne prevede una performance superiore o inferiore a quella delle altre azioni della regione. L'inserimento o la cancellazione dalla presente lista non implica necessariamente un cambiamento del rispettivo rating del titolo. A pagina 49 di questa pubblicazione vengono fornite ulteriori informazioni sulla metodologia di WMR, sul sistema di rating dei titoli e sulle EPL. Si ricorda che la presente costituisce una selezione delle EPL e che potrebbe essere già obsoleta. Per i rating effettivi, fare riferimento alla rispettiva EPL disponibile sul portale UBS Quotes/WMR oppure rivolgersi al proprio consulente clientela. Le EPL non sono un modello per la creazione di portafogli di investimento.

Svizzera

Most Preferred

Company	Sector	Valor	ISIN	Price 22.11.10	P/E 10E	P/E 11E	Div. Yield 2010E (in %)	Perf. YTD (in %)
ABB	Industrials	1 222 171	CH0012221716	20.10	17.3	14.2	2.4	0.8
Adecco	Industrials	1 213 860	CH0012138605	58.80	20.2	15.5	1.6	3.1
Aryzta	Consumer Staples	4 323 836	CH0043238366	41.75	13.0	10.1	1.1	8.3
Baloise	Financials	1 241 051	CH0012410517	88.85	9.9	8.8	5.1	3.3
EFG Intl (new)	Financials	2 226 822	CH0022268228	12.55	81.5	9.7	0.9	-12.2
Flughafen Zürich	Industrials	1 056 796	CH0010567961	364.75	17.1	14.6	1.6	17.2
gategroup	Industrials	1 0018 595	CH0100185955	48.60	15.5	11.5	0.0	39.2
Georg Fischer	Industrials	175 230	CH0001752309	495.00	25.0	13.5	0.3	89.1
Kuoni	Cons. Discretionary	350 485	CH0003504856	431.00	18.4	13.1	2.0	23.5
Lonza Group	Health Care	1 384 101	CH0013841017	80.00	14.5	12.8	2.2	9.6
Nestlé	Consumer Staples	3 886 335	CH0038863350	55.45	16.0	15.9	3.2	10.5
Novartis	Health Care	1 200 526	CH0012005267	56.10	11.1	10.6	4.0	-0.7
Roche GS	Health Care	1 203 204	CH0012032048	143.40	11.0	9.9	4.6	-18.4
Sulzer	Industrials	3 838 891	CH0038388911	132.00	18.1	15.8	1.8	62.8
Swiss Re	Financials	1 233 237	CH0012332372	49.40	12.3	8.9	4.1	-1.0
Valora	Cons. Discretionary	208 897	CH0002088976	299.00	12.9	11.4	3.6	17.3
Vontobel	Financials	1 233 554	CH0012335540	36.10	15.0	12.3	3.7	22.2
Zurich FS (new)	Financials	1 107 539	CH0011075394	236.60	9.3	7.9	6.9	4.5

Removed: Credit Suisse Group, Partners Group, Syngenta

Least Preferred

Company	Sector	Valor	ISIN	Price 22.11.10	P/E 10E	P/E 11E	Div. Yield 2010E (in %)	Perf. YTD (in %)
Allreal Holding	Financials	883 756	CH0008837566	133.00	17.2	20.3	3.9	11.0
Emmi	Consumer Staples	1 282 989	CH0012829898	177.00	11.4	10.4	2.0	37.7
Ems Chemie	Materials	1 644 035	CH0016440353	152.50	15.4	15.9	4.5	23.2
Geberit	Industrials	3 017 040	CH0030170408	203.50	19.1	17.8	2.9	10.9
Petroplus	Energy	2 775 224	CH0027752242	10.02	n.a.	6.9	0.6	-47.3
PSP Swiss Property	Financials	1 829 415	CH0018294154	71.30	20.9	21.5	3.9	21.9
SGS	Industrials	249 745	CH0002497458	1623.00	20.4	19.5	2.6	20.1
St. Galler KB	Financials	1 148 406	CH0011484067	465.00	15.9	14.5	4.3	0.4
Swiss Life Holding	Financials	1 485 278	CH0014852781	123.00	8.0	7.3	2.9	-6.8

Removed: Lindt & Sprüngli

Source: UBS WMR, Bloomberg

La presente lista, classificata in ordine alfabetico, è una selezione delle azioni preferite e non preferite da WMR per questa regione. A questo elenco viene aggiunto un titolo azionario se WMR ne prevede una performance superiore o inferiore a quella delle altre azioni della regione. L'inserimento o la cancellazione dalla presente lista non implica necessariamente un cambiamento del rispettivo rating del titolo. A pagina 49 di questa pubblicazione vengono fornite ulteriori informazioni sulla metodologia di WMR, sul sistema di rating dei titoli e sulle EPL. Si ricorda che la presente costituisce una selezione delle EPL e che potrebbe essere già obsoleta. Per i rating effettivi, fare riferimento alla rispettiva EPL disponibile sul portale UBS Quotes/WMR oppure rivolgersi al proprio consulente clientela. Le EPL non sono un modello per la creazione di portafogli di investimento.

Stati Uniti
Cambiamento e
continuità

Novembre è stato dominato dalle elezioni di metà mandato negli USA e dalle nuove misure di alleggerimento quantitativo annunciate dalla Fed. Mentre i repubblicani acquisiscono il controllo della Camera e riducono il margine di vantaggio dei democratici al Senato, aleggia lo spettro di un governo paralizzato.

Sul fronte positivo, negli USA l'occupazione mostra un lieve miglioramento con 151.000 nuovi posti di lavoro. Il nuovo quadro politico dovrebbe sostenere i titoli azionari, nonostante i timori di una maggiore pressione sui margini per il 2011.

Continuiamo a essere favorevoli ai titoli tecnologici che dovrebbero beneficiare di una ripresa della spesa aziendale. Un grande nome del comparto IT merita maggiore attenzione. Cisco, che ha dichiarato buoni risultati per il primo trimestre 2011, è stato penalizzato pesantemente dalle sue deboli prospettive. Ciò che il management ha descritto come una «sacca di aria» in attività concernenti decoder e forniture statali, ha tagliato le attese per il prossimo trimestre. Con ordini inferiori all'obiettivo di USD 500, Cisco si aspetta una crescita annuale tra il 3% e il 5% rispetto ad attese di consenso del 13%.

Confermiamo comunque il nostro giudizio positivo su Cisco, i cui problemi riflettono una combinazione di problemi di management e perdite di quote di mercato. Le notizie incoraggianti riguardano invece la domanda aziendale che rimane forte. Manteniamo pertanto la valutazione Preferito su Cisco.

Stefanie Scholtysik, Analista, UBS SA

La presente lista, classificata in ordine alfabetico, è una selezione delle azioni preferite e non preferite da WMR per questa regione. A questo elenco viene aggiunto un titolo azionario se WMR ne prevede una performance superiore o inferiore a quella delle altre azioni della regione. L'inserimento o la cancellazione dalla presente lista non implica necessariamente un cambiamento del rispettivo rating del titolo. A pagina 49 di questa pubblicazione vengono fornite ulteriori informazioni sulla metodologia di WMR, sul sistema di rating dei titoli e sulle EPL. Si ricorda che la presente costituisce una selezione delle EPL e che potrebbe essere già obsoleta. Per i rating effettivi, fare riferimento alla rispettiva EPL disponibile sul portale UBS Quotes/WMR oppure rivolgersi al proprio consulente clientela. Le EPL non sono un modello per la creazione di portafogli di investimento.

Asia
Crescita più meno
sostenuta nel 2011

Nel trimestre scorso la seconda serie di allentamento quantitativo USA, o AQ2, ha scatenato forti afflussi di capitale nel Sud-est asiatico, rafforzandone ulteriormente le valute e spingendo alle stelle le valutazioni del mercato azionario. I mercati del Sud-est asiatico stanno negoziando premi considerevoli, non soltanto rispetto all'Asia, Giappone escluso, ma anche rispetto ai loro livelli storici.

Data la forte impennata dei flussi di capitale nella regione asiatica, Giappone escluso, riteniamo inevitabile che i governi della regione imporranno forme di controllo sui capitali volte a prevenire bolle di attività. Gran parte delle misure introdotte finora sembrano rivolte ai titoli di Stato a breve termine denominati in valuta locale maggiormente attrattivi.

Sebbene i fondamentali e le prospettive di guadagno per i mercati del Sud-est asiatico appaiano ancora forti, la loro robusta sovraperformance di quest'anno e gli effetti attenuanti dei potenziali controlli sui capitali rendono piuttosto improbabili risultati analoghi per il prossimo anno. Con il mercato ora concentrato sull'imminente fine degli effetti dell'AQ2 e sul flusso di dati dall'economia USA che iniziano a cambiare direzione, riteniamo che i mercati azionari più ciclici di Cina continentale e Corea dovrebbero farla da padroni nella regione. Continuiamo a preferire i mercati di Cina, Hong Kong e India. In Asia e a evitare quelli di Indonesia, Malesia e Filippine.

Kevin Tay, Stratega, UBS SA

Stati Uniti

Most Preferred

Company	Sector	Valor	ISIN	Price 22.11.10	P/E 10E	P/E 11E	Div. Yield 2010E (in %)	Perf. YTD (in %)
3M Co.	Industrials	1 405 105	US88579Y1010	84.90	14.8	13.6	2.5	2.7
Anadarko Petroleum	Energy	907 704	US0325111070	64.88	36.5	32.7	0.6	3.9
Apache	Energy	908 137	US0374111054	108.34	11.8	10.2	0.5	5.0
Carnival Corp	Cons. Discretionary	1 585 458	PA1436583006	42.10	16.9	14.3	1.0	32.8
Cisco Systems	Inform. Technology	918 546	US17275R1023	19.56	12.1	12.1	0.3	-18.3
Citigroup	Financials	942 676	US1729671016	4.18	10.7	9.2	0.2	26.3
Coca-Cola Co	Consumer Staples	919 390	US1912161007	64.27	18.4	16.7	2.7	12.8
Colgate-Palmolive	Consumer Staples	919 477	US1941621039	78.39	16.4	15.5	2.5	-4.6
Copper Industries PLC	Industrials	10 518 552	IE00B40K9117	52.75	16.5	14.2	2.0	23.7
CSX	Industrials	923 022	US1264081035	61.81	15.3	13.1	1.6	27.5
Delta Air Lines Inc.	Industrials	3 074 948	US2473617023	13.76	7.6	6.3	0.0	20.9
Dow Chemical	Materials	925 686	US2605431038	31.50	17.0	13.1	1.9	14.0
Du Pont	Materials	927 399	US2635341090	46.80	15.1	13.7	3.5	39.0
Freeport-McMoran	Materials	391 280	US35671D8570	102.01	12.1	10.5	0.9	27.1
Gilead Sciences	Health Care	935 700	US3755581036	37.70	10.3	9.4	0.0	-12.9
Goldman Sachs	Financials	714 968	US38141G1040	161.05	11.6	8.9	0.9	-4.6
Google Inc.	Inform. Technology	1 916 494	US38259P5089	591.22	20.5	17.7	0.0	-4.6
Hess Corp	Energy	2 552 729	US42809H1077	69.69	13.8	12.6	0.6	15.2
Hewlett Packard	Inform. Technology	938 718	US4282361033	43.25	9.6	8.5	0.7	-16.0
Merck & Co.	Health Care	10 683 053	US58933Y1055	35.59	10.6	9.3	4.3	-2.6
Navistar International	Industrials	95 676	US63934E1082	52.65	17.3	11.2	0.0	36.2
Rockwell Collins	Industrials	1 248 934	US7743411016	54.87	15.6	13.8	1.7	-0.9
United Technologies	Industrials	980 943	US9130171096	75.11	15.9	14.2	2.2	8.2
YUM! Brands Inc.	Cons. Discretionary	1 413 362	US9884981013	50.64	20.3	18.0	1.7	44.8

Removed: Microsoft, Travelers

Least Preferred

Company	Sector	Valor	ISIN	Price 22.11.10	P/E 10E	P/E 11E	Div. Yield 2010E (in %)	Perf. YTD (in %)
Alcoa	Materials	986 052	US0138171014	13.29	26.2	11.8	0.9	-17.6
ConocoPhillips	Energy	1 330 331	US20825C1045	61.49	10.5	9.8	3.5	20.4
Heartland Express	Industrials	938 261	US4223471040	15.35	22.5	19.2	2.3	0.5
IBM	Inform. Technology	941 800	US4592001014	145.39	12.7	11.5	1.6	11.1
Nucor Corp	Materials	958 362	US6703461052	38.26	78.1	17.4	3.6	-18.0
Southwest Airlines	Industrials	971 801	US8447411088	13.64	18.5	14.9	0.1	19.3
Verizon Comm.	Telecommunication	1 095 642	US92343V1044	32.50	14.7	14.4	5.9	5.0

Removed: -

Source: UBS WMR, Bloomberg

La presente lista, classificata in ordine alfabetico, è una selezione delle azioni preferite e non preferite da WMR per questa regione. A questo elenco viene aggiunto un titolo azionario se WMR ne prevede una performance superiore o inferiore a quella delle altre azioni della regione. L'inserimento o la cancellazione dalla presente lista non implica necessariamente un cambiamento del rispettivo rating del titolo. A pagina 49 di questa pubblicazione vengono fornite ulteriori informazioni sulla metodologia di WMR, sul sistema di rating dei titoli e sulle EPL.

Si ricorda che la presente costituisce una selezione delle EPL e che potrebbe essere già obsoleta. Per i rating effettivi, fare riferimento alla rispettiva EPL disponibile sul portale UBS Quotes/WMR oppure rivolgersi al proprio consulente clientela.

Le EPL non sono un modello per la creazione di portafogli di investimento.

Asia e Pacifico

Most Preferred

Company	Sector	Country	Valor	ISIN	Price 22.11.10	P/E 10E	P/E 11E	Div. Yield 2010E (in %)	Perf. YTD (in %)
Acer*	Inform. Techn.	TW	524 479	TW0002353000	90.60	15.5	12.8	4.0	-5.7
China Cosco	Industrials	HK	2 195 292	CNE1000002J7	8.93	11.9	12.3	1.7	-6.5
CNOOC (new)	Energy	HK	1 778 506	HK0883013259	17.70	13.7	12.3	2.6	45.1
DBS Group Holdings	Financials	SG	824 243	SG1L01001701	13.88	16.3	11.6	4.0	-9.9
New Oriental Education	Cons. Discret.	US	2 686 089	US6475811070	108.81	44.4	32.2	0.1	43.9
PetroChina 'H'	Energy	HK	1 067 428	CNE1000003W8	9.76	11.5	10.5	3.8	4.7
Samsung Electronics	Inform Techn.	KR	721 825	KR7005930003	848 000	8.7	9.3	1.2	6.1
Semen Gresik	Materials	ID	3 307 339	ID1000106800	9900.00	16.0	13.8	2.3	31.1
Synnex Tech Intl*	Inform. Techn.	TW	233 205	TW0002347002	75.70	18.9	16.8	2.8	19.7
Tata Steel	Materials	IN	909 832	INE081A01012	623.20	9.1	7.7	1.7	0.9

Japan

Furukawa Electric	Industrials	JP	761 866	JP3827200001	346.00	18.7	13.8	1.6	-10.4
Honda	Cons. Discret.	JP	762 060	JP3854600008	3120.00	10.1	10.8	1.7	0.3
Mitsubishi Corp	Industrials	JP	762 604	JP3898400001	2145.00	8.1	7.4	2.8	-6.9
Nidec Corp	Inform. Techn.	JP	764 747	JP3734800000	8480.00	18.7	15.7	0.9	-0.7
Nippon Yusen	Industrials	JP	762 182	JP3753000003	362.00	8.5	8.1	2.6	27.0
NTT Docomo	Telecomm.	JP	953 823	JP3165650007	137300.00	11.5	11.1	3.8	5.9
Orix	Financials	JP	763 165	JP3200450009	7340.00	14.7	11.9	1.2	17.1
Takeda Pharma	Health Care	JP	763 546	JP3463000004	3975.00	13.0	12.2	4.6	3.8
Toshiba (new)	Inform. Techn.	JP	763 734	JP3592200004	429.00	21.9	13.6	1.0	-16.0

Removed: Komatsu, Mitsubishi UFJ FG

Least Preferred

Company	Sector	Country	Valor	ISIN	Price 22.11.10	P/E 10E	P/E 11E	Div. Yield 2010E (in %)	Perf. YTD (in %)
Taiwan Semiconductor*	Inform. Techn.	TW	279 330	TW0002330008	63.80	10.5	10.9	4.8	-1.1

Removed: -

Source: UBS WMR, Bloomberg

* Taiwan mantiene i controlli sul capitale che impongono restrizioni sull'accesso ai mercati azionari per gli investitori stranieri. Contattate il vostro consulente per maggiori informazioni. La presente lista, classificata in ordine alfabetico, è una selezione delle azioni preferite e non preferite da WMR per questa regione. A questo elenco viene aggiunto un titolo azionario se WMR ne prevede una performance superiore o inferiore a quella delle altre azioni della regione. L'inserimento o la cancellazione dalla presente lista non implica necessariamente un cambiamento del rispettivo rating del titolo. A pagina 49 di questa pubblicazione vengono fornite ulteriori informazioni sulla metodologia di WMR, sul sistema di rating dei titoli e sulle EPL.

Si ricorda che la presente costituisce una selezione delle EPL e che potrebbe essere già obsoleta. Per i rating effettivi, fare riferimento alla rispettiva EPL disponibile sul portale UBS Quotes/WMR oppure rivolgersi al proprio consulente clientela.

Le EPL non sono un modello per la creazione di portafogli di investimento.

Bassa inflazione e rendimenti

Nelle scorse settimane i rendimenti globali sono cresciuti vorticosamente quando gli indicatori congiunturali hanno garantito che la ripresa era ancora in atto e le preoccupazioni sulla crisi del debito europeo si stavano stemperando, almeno temporaneamente. Prevediamo un ulteriore lieve aumento dei rendimenti. Riteniamo che i rendimenti reali – al netto dell’inflazione dai rendimenti nominali – siano ancora troppo bassi.

Premio di rischio ancora basso

Intravediamo un aumento più significativo dei rendimenti solo quando l’inflazione comincerà a crescere. L’interconnessione tra rendimenti e inflazione è molto stretta (vedi grafico) e l’inflazione ha continuato a scendere, non solo negli USA ma anche in Svizzera. La bassa inflazione ha inoltre ridotto il premio di rischio delle obbligazioni. Attualmente gli investitori guardano soprattutto a una prospettiva di crescita e per gli investitori azionari è conveniente mantenere le

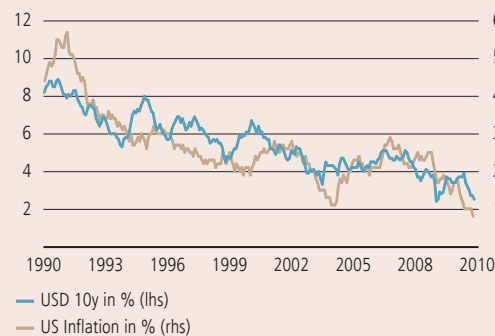
obbligazioni poiché i loro prezzi tendono ad aumentare quando le azioni scendono, un esempio di correlazione negativa che stabilizza i portafogli e mantiene tendenzialmente bassi i livelli dei rendimenti obbligazionari (vedi grafico).

Rischio di inflazione non (ancora) in primo piano

Se, come ci aspettiamo, il rischio di inflazione aumenterà in una fase successiva della ripresa, gli investitori obbligazionari richiederanno un rendimento maggiore per compensare l’inflazione. Le obbligazioni perderebbero le loro caratteristiche favorevoli nei portafogli azionari, cui si aggiungerebbe la pressione di vendita. Considerato il rischio di tassi d’interesse crescenti dovuti a maggiori tassi di interesse reale nei prossimi mesi e alla possibile inflazione futura, suggeriamo di concentrarsi sulle obbligazioni di medio e breve termine che soffrono di meno al crescere dei rendimenti.

Achim Peijan, Analista, UBS SA

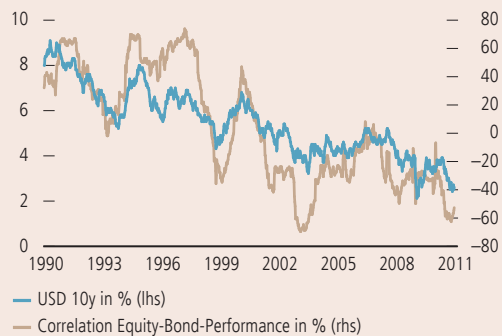
Rendimenti e inflazione proseguono di pari passo
(in %)



Source: Bloomberg, UBS WMR

Quando i corsi azionari salgono, i corsi obbligazionari scendono

Sintesi della nostra raccomandazione d’investimento.



Source: Bloomberg, UBS WMR

Covered bond come alternativa d’investimento

A causa della crisi dell’Irlanda i covered bond (il termine attuale per obbligazioni fondiarie) offrono un’alternativa d’investimento rispetto ai titoli di Stato. Essi mostrano un analogo profilo di rischio e hanno un doppio diritto di regresso. Le investitrici e gli investitori hanno un diritto prioritario nei confronti dell’emittente e dello stock di copertura.

Negli ultimi mesi, i covered bond hanno avuto un andamento relativamente buono e per selezionati emittenti vediamo un potenziale di ulteriore outperformance rispetto ai titoli di Stato. Per i covered bond gli investitori più prudenti dovrebbero investire in mercati affermati, come Germania, Francia e Svizzera. Per diversificare a livello regionale e per beneficiare di condizioni quadro giuridiche altrettanto robuste, raccomandiamo i covered bond nordici. In alternativa vanno presi in considerazione selezionati covered bond canadesi e britannici. In linea di massima vanno evitate concentrazioni su singoli debitori e/o regioni. Gli investitori che tollerano un certo rischio di credito possono investire in titoli di banche con solvibilità minore oppure in titoli con copertura ipotecaria prevalentemente di tipo commerciale. Fanno eccezione i covered bond delle banche irlandesi. In caso di una possibile insolvenza del debitore, una potenziale liquidazione dei valori di copertura dovrebbe

risultare quasi impossibile. Raccomandiamo, quindi, di evitare i covered bond irlandesi.

Per i covered bond garantiti dallo stato, i valori di copertura dei paesi periferici sono nettamente diminuiti. I titoli da noi consigliati sulla Bond Top List mostrano una sovracopertura sufficiente per tollerare perdite di valutazione. Gli emittenti preferiti da WMR vengono pubblicati periodicamente nelle pubblicazioni relative ai covered bond.

Claudia Sigl, Analista, UBS SA

La nostra raccomandazione

Manteniamo la nostra opinione negativa sui titoli di Stato e confermiamo la nostra raccomandazione di vendita per le obbligazioni a più lungo termine. Tali obbligazioni soffrono maggiormente per l’aumento dei tassi. Confermiamo la nostra raccomandazione di vendita per le obbligazioni greche e, a medio e a lungo termine, continuiamo a ritenere probabile una ristrutturazione. Confermiamo la nostra raccomandazione di vendita per le obbligazioni emesse o garantite da Portogallo o Spagna. Per i titoli di Stato irlandesi non abbiamo alcuna raccomandazione di vendita, ma le obbligazioni a più lungo termine dovrebbero essere evitate. Tuttavia, per gli investitori prudenti le obbligazioni irlandesi non sono adatte.

Rendimenti delle obbligazioni a 5 anni

Obbligazioni a 5 anni	EUR	USD	GBP	CHF
Government bonds	1.9%–2.0%	1.42%	2.01%	0.91%
Agencies, Covered Bonds	2.2%–3.1%	1.4%–2.8%	2.50%	0.9%–2.0%
Corporate Bonds Investment Grade	2.6%–4.1%	1.7%–3.8%	2.9%–3.6%	1.7%–2.8%
High Yield bonds	7.80%	7.80%	n.a.	n.a.
Emerging Markets	4.10%	5.70%	n.a.	n.a.

Source: UBS WMR, ranges based on bonds recommended on WMR’s top lists.

Obbligazioni selezionati

ISIN	Title	Coupon (%)	Maturity	Moody's Rating	S&P Rating	Price 24.11.10	Yield (%)	Duration	Min. Piece*
EUR Bonds									
XS0305189002	XSTRATA FINANCE CANADA	4.875	14.06.12	Baa2	BBB	104.5	1.9	1.5	50+1
XS0543110364	ING BANK NV	2.250	23.09.13	Aa3	A+e	99.9	2.3	2.8	50+1
DE000EH1AA66	EUROHYPO AG	2.000	30.06.14	Aaa	AAA	99.9	2.0	3.5	1+1
XS0538031211	SKANDINAVISKA ENSKILDA	2.500	01.09.15	A1	A	97.8	3.0	4.5	50+1
XS0541454467	GE CAPITAL EURO FUNDING	2.875	17.09.15	Aa2	AA+	99.7	2.9	4.5	1+1
FR0010955377	BNP PARIBAS PUB SEC SCF	2.250	22.10.15	Aaa	AAA	98.6	2.6	4.7	1+1
XS0551845265	RCI BANQUE SA	4.000	25.01.16	Baa2	BBB	100.2	3.9	4.8	1+1
XS0537686288	DNB NOR BOLIGKREDITT	2.375	31.08.17	Aaa	AAA	96.7	2.9	6.3	50+1
XS0548881555	SKANDINAVISKA ENSKILDA	2.625	16.10.17	Aaa		97.8	3.0	6.4	50+1
USD Bonds									
XS0527923550	CIE FINANCEMENT FONCIER	1.625	23.07.12	Aaae	AAA	101.0	1.0	1.6	100+100
US03523TAL26	ANHEUSER-BUSCH INBEV WOR	3.000	15.10.12	Baa2	BBB+	103.9	0.9	1.8	2+1
US961214BJ11	WESTPAC BANKING CORP	2.250	19.11.12	Aa1	AA	102.3	1.1	1.9	2+1
USC06840AU30	BANK OF NOVA SCOTIA	1.450	26.07.13	Aaa		101.1	1.0	2.6	100+1
US36962G4Q45	GENERAL ELEC CAP CORP	1.875	16.09.13	Aa2	AA+	100.7	1.6	2.7	1+1
XS0543243678	AUST & NZ BANKING GROUP	2.125	19.09.14	Aa1	AA	100.8	1.9	3.7	2+2
XS0541565379	BARCLAYS BANK PLC	2.500	21.09.15	Aaa	AAA	100.8	2.3	4.5	200+1
XS0554948272	BNP PARIBAS HOME LOAN	2.200	02.11.15	Aaa	AAA	99.4	2.3	4.7	100+1
US742718DS54	PROCTER & GAMBLE CO/THE	1.800	15.11.15	Aa3	AA-	100.2	1.8	4.8	2+1
CHF Bonds									
CH0105412693	ROYAL BK SCOTLND GRP PLC	2.250	09.10.12	Aa3	A+	101.1	1.6	1.8	5+5
CH0115457662	BMW AUSTRALIA FINANCE	1.000	16.09.13	A3	A-	99.8	1.1	2.8	5+5
CH0120167066	RCI BANQUE SA	2.250	09.12.13	Baa2e	BBBe	100.3	2.1	2.9	5+5
CH0111721442	SOCIETE GENERALE	1.875	20.10.14	Aa2	A+	101.5	1.5	3.8	5+5
CH0116767457	LLOYDS TSB BANK PLC	2.500	23.03.15	Aa3	A+	100.0	2.5	4.1	5+5
CH0113927575	BMW (UK) CAPITAL PLC	2.125	29.06.15	A3	A-	101.8	1.7	4.4	5+5
CH0118173837	PFANDBRIEF SCHWEIZ HYPO	1.000	15.10.15	Aaa		100.0	1.0	4.8	5+5
CH0109153160	LONZA GROUP AG	3.000	02.06.16			102.7	2.5	5.1	5+5
CH0116103489	CREDIT AGRICOLE COV BOND	1.750	27.07.17	Aaa	AAA	100.4	1.7	6.3	5+5

Source: UBS WM&SB

These bonds are a selection from the WMR Bond Top List which is available from your client advisor with daily updated pricing data.

* Minimum face value plus increment, e.g. 50 +1 means min. 50 000, but 51 000 possible.

e: The letter 'e' after the rating means, that the rating is expected, but the rating agency has not yet confirmed it for this bond.

This selection of recommended bonds from our daily updated Bond Top List is based on the relative attractiveness of a bond compared to others with similar characteristics. Besides the bond's credit risk and its remaining life, the selection also takes into account sufficient secondary market liquidity, a price near 100% or less and low accrued interest. Investors should always obtain current price indications before submitting an order to buy a bond.

Emissione in linea con la domanda

A causa dei tassi di crescita e di interesse scesi a valori minimi nei paesi sviluppati, quest'anno l'interesse per le obbligazioni dei paesi emergenti è stato forte. L'emissione di obbligazioni esterne è lievitata da quando governi e società dei paesi emergenti si affrettano a sfruttare costi di prestito ai minimi storici, e ha superato i livelli del 2007.

Come in gran parte dell'ultimo decennio, l'emissione esterna di titoli di debito rappresenta però l'1% del PIL per i mercati emergenti. Poi-

ché il PIL aggregato di tali paesi è più che raddoppiato nel frattempo, le loro obbligazioni dovrebbero acquistare un'importanza sempre maggiore. Non riteniamo vi sia un rischio marcato di una bolla obbligazionaria ai livelli attuali e ci attendiamo che le obbligazioni in questione offrano un potenziale di rendimento superiore ai titoli del Tesoro USA su un orizzonte di 12 mesi. La tabella che segue riassume le migliori obbligazioni dei mercati emergenti in valuta estera.

Kilian Reber, Analista, UBS AG

Raccomandazioni sulle obbligazioni dei mercati emergenti

ISIN	Issuer	Curr.	Coupon (in %)	Maturity	Moody's Rating	S&P Rating	Price ²	Yield ² (in %)	Duration (in yrs)	Min. piece/ increment ³
Sovereign Bonds¹										
XS0145624432	Republic of Bulgaria	EUR	7.500	15.01.13	Baa3	BBB	109.9	2.7	1.9	1 / 1
US731011AS13	Republic of Poland	USD	3.875	16.07.15	A2	A-	104.4	2.8	4.2	1 / 1
CH0110741136	Republic of Poland	CHF	2.125	31.03.14	A2	A-	101.1	1.8	3.2	5 / 5
XS0504954180	Russian Federation	USD	3.625	29.04.15	Baa1	BBB	102.5	3.0	4.1	100 / 100
Corporate Bonds¹										
USG01198AC73	Agile Property	USD	10.000	14.11.16	Ba3	BB	108.5	7.0	4.1	100 / 1
CH0116317121	Bank of Moscow	CHF	4.500	10.09.13	Baa1	NA	102.5	3.5	2.7	5 / 5
USG1315RAC54	Braskem	USD	7.375	Perpetual	Ba1	BB+	100.1	7.5	4.1	100 / 1
USG2585XAA75	CSN	USD	7.000	Perpetual	Ba1	BBB-	99.1	7.1	4.1	100 / 1
USY70902AA21	PT Adaro Indonesia	USD	7.625	22.10.19	Ba1	NA	108.8	6.0	3.5	100 / 1
XS0543956717	Sberbank	USD	5.400	24.03.17	A3	NA	99.9	5.4	5.4	100 / 1
XS0524435715	Sberbank	USD	5.499	07.07.15	A3	NA	102.9	4.8	4.1	100 / 1
USC83912AC67	Sino-Forest	USD	10.250	28.07.14	Ba2	BB	115.0	5.7	3.1	2 / 1
XS0244105283	VTB	EUR	4.250	15.02.16	Baa1	BBB	100.9	4.1	4.6	50 / 1
USY9729AAC54	Yanlord Land	USD	9.500	04.05.17	Ba2	BB	105.6	8.2	4.4	100 / 1

Source: Bloomberg, UBS WMR, al 23 novembre 2010 – In ordine alfabetico.

¹ In ordine alfabetico

² Dati al 23 novembre 2010

³ Importo minimo di investimento più incremento, nella valuta di denominazione dell'obbligazione (migliaia).

Investire ora in valute asiatiche in rialzo

Nel 2010 le valute dell'Asia, escluso il Giappone, hanno guadagnato terreno sul dollaro USA, sostenute da importanti surplus delle partite correnti. Grazie alla liquidità derivata dalla nuova fase di allentamento quantitativo, ci aspettiamo che sempre più investitori ricerchino rendimenti nominali elevati nelle economie asiatiche. Nemmeno i probabili controlli sui capitali per contenere l'afflusso di capitali dovrebbero determinare un'inversione di tendenza nell'apprezzamento di tali valute.

Nel 2011 potremmo assistere a un altro apprezzamento del 5% nelle valute asiatiche escluso il Giappone rispetto al dollaro USA. Questo potrebbe quindi essere il momento giusto per un investimento in valute asiatiche a breve, medio o lungo termine, in base al tipo di investimento scelto.

Per un orizzonte a più breve termine, privilegiamo l'acquisto di SGD, valuta rifugio che spicca nel panorama asiatico, sostenuta da un governo forte che ha compiuto pochi passi falsi a livello politico o normativo. Un deciso rimbalzo nelle esportazioni ha portato a una solida crescita economica stimata al 15%, di gran lunga superiore a quella delle altre economie asiatiche. A seguito di crescenti pressioni inflazionistiche e dello stallo dell'occupazione, l'Autorità Monetaria di Singapore ha attuato una stretta monetaria in ottobre, consentendo una rapida rivalutazione del dollaro di Singapore per ridurre le pressioni sui prezzi dei prodotti importati. Il contratto in SGD long va finanziato

con USD o JPY, ancora sotto pressione a causa di politiche monetarie troppo accomodanti.

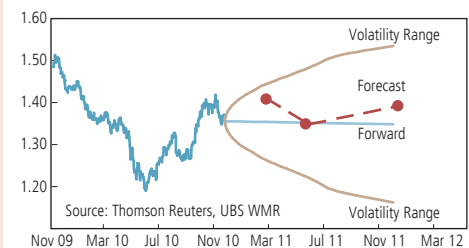
Chi è alla ricerca di opportunità a medio termine dovrebbe considerare l'acquisto di KRW, utilizzando come valuta di finanziamento il TWD. Entro sei mesi, il KRW dovrebbe guadagnare più del 5% sul TWD, passando dall'attuale livello KRW/TWD di 0,0268 a 0,0285. Grazie alle esportazioni ancora forti, il KRW è in grado di recuperare i guadagni di altre valute asiatiche e la ripresa dell'inflazione impone un apprezzamento della valuta per ridurre le pressioni sui prezzi. Al contrario, Taiwan è afflitta da un tasso di disoccupazione relativamente alto e pressioni inflazionistiche contenute che mantengono il TWD più debole a medio termine.

Una buona opportunità a lungo termine è invece l'acquisto di CNY tramite il mercato dei contratti a termine senza facoltà di consegna (NDF). I dati economici solidi e l'inflazione in rialzo fanno prevedere una prosecuzione della stretta monetaria cinese tramite aumenti di tassi e rivalutazione della moneta. A nostro avviso è troppo modesta la previsione implicita nei mercati NDF di un apprezzamento del 2,8% del CNY sul dollaro USA nei prossimi dodici mesi. Consigliamo la vendita di NDF USDCNY a 1 anno a livelli di 6,45, con un prezzo target di 6,25. La nostra pubblicazione del 22 novembre «Our most preferred Asian FX recommendations» fornisce maggiori informazioni sull'argomento.

Teck-Leng Tan, Analista, UBS SA

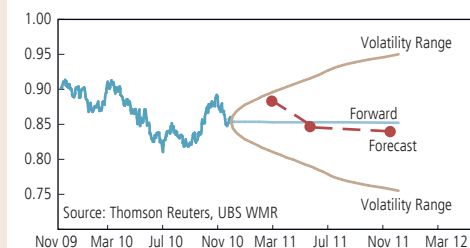
EURUSD

Di recente la crisi del debito europeo ha messo l'euro sotto pressione e a nostro avviso qualsiasi potenziale al rialzo è limitato per il resto dell'anno, dato che i politici hanno bisogno di tempo per trovare una soluzione. Prevediamo comunque una nuova pressione sull'USD non appena la Fed allenterà la sua politica monetaria nel 2011.



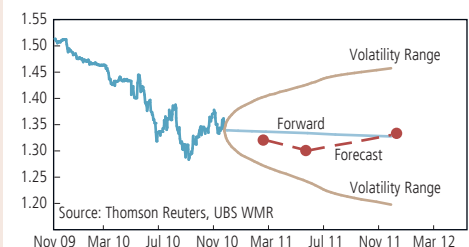
EURGBP

La Bank of England è pronta a sostenere l'economia in caso di forti indebolimenti. Tuttavia, con una crescita più robusta e un'inflazione ancora elevata, la probabilità di altre misure di allentamento quantitativo si è ridotta. I problemi di debito dell'Eurozona dovrebbero poi limitare il potenziale al rialzo dell'EURGBP nel breve periodo.



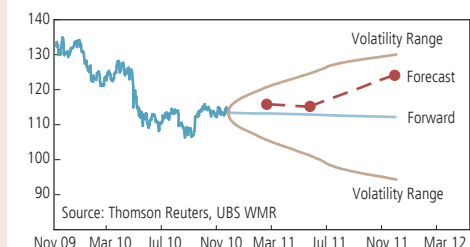
EURCHF

Con l'annuncio del pacchetto di salvataggio irlandese, EURCHF ha toccato il suo record in due settimane. I mercati presto potrebbero spostare la loro attenzione sul Portogallo e la tensione sui mercati finanziari dovrebbe essere positiva per il franco. Restiamo dell'opinione che EURCHF raggiungerà 1,30 entro sei mesi.



EURJPY

EURJPY non è riuscito a mantenere i punti guadagnati oltre il livello di 115, con l'EUR sottoposto ad un'ampia pressione a causa dei problemi bancari dell'Irlanda. Prevediamo che l'EURJPY rimarrà sotto pressione nelle prossime settimane, visti i timori che i problemi del debito irlandese scatenino un più ampio contagio nell'Eurozona.



Il rally dei metalli preziosi continua

I presupposti per i metalli preziosi non potrebbero essere più rosei. Gran parte delle banche centrali nei paesi sviluppati sta tenendo gli interessi reali in territorio negativo. Dal momento che questi paesi sono anche fortemente indebitati, le preoccupazioni sul debito sovrano e i rischi valutari (USD ed EUR) continueranno a occupare la scena dei mercati finanziari nei prossimi mesi, accanto alle questioni geopolitiche. In aggiunta poi alla solida domanda finanziaria, anche il consumo di gioielli e oro industriale sta risolvendo. Nel frattempo, la pressione inflazionistica è in aumento nelle economie emergenti asiatiche, sostenendo così l'oro e gli altri metalli preziosi.

Le ultime statistiche sulla domanda del World Gold Council non hanno svelato nulla di nuovo. Nel 3T 2010, la domanda d'investimento è aumentata del 19% rispetto a un anno fa (domanda industriale: +13%, domanda orafa: +8%). Nel complesso, la domanda di oro ha raggiunto le 922 tonnellate nel 3T. In prospet-

tiva, la domanda d'oro in termini di USD è aumentata di oltre il 43% nel 3T 2010 rispetto allo scorso anno.

La propensione degli investitori a pagare premi maggiori per il metallo giallo riveste un ruolo fondamentale e ciò vale anche per altri metalli preziosi. Il forte consumo d'argento cinese, che si riflette nelle esportazioni decisamente inferiori, è la conseguenza della maggiore domanda d'investimento. Nel 2010, le importazioni d'argento nette della Cina dovrebbero crescere e superare l'intera domanda per la fabbricazione industriale del 2009. Per il palladio e il platino, la domanda è trainata anche dai conti finanziari.

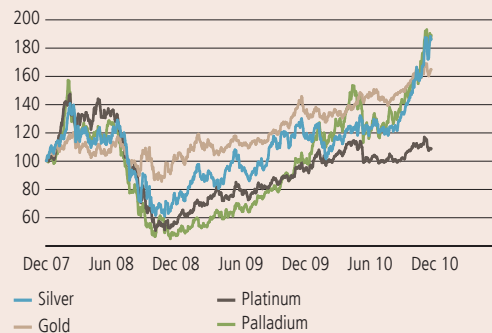
Questi fattori di domanda dovrebbero proseguire anche nel 2011 e intravediamo ancora spazio per un ulteriore aumento dei prezzi di oro e platino. L'anno prossimo l'oro dovrebbe scambiare sopra i 1500 USD/oncia e il platino oltre i 1725 USD/oncia; livelli d'oro inferiori a 1300 USD/oncia e livelli di platino prossimi a 1500 USD/oncia rappresentano chiare opportunità d'acquisto.

Da un punto di vista di portafoglio, ci sembra ragionevole un'esposizione in oro del 5-10%. La sola esposizione in platino dovrebbe essere inferiore al 5%. I prezzi elevati di argento e palladio sembrano tenere conto di una notevole stretta del mercato. Ma se la crescita della domanda da parte dei mercati emergenti delude le attese e l'offerta si rivela adeguata, i prezzi potrebbero subire pressioni. Crediamo che gli investitori sottovalutino la carenza di liquidità nei mercati dell'argento e del palladio.

Dominic Schnider, Analista, UBS SA

Prezzi dei metalli preziosi

Valori ribassati, 2007 = 100



Source: Bloomberg

Greggio

I prezzi si attestano ancora a 70/85 USD/barile e gli indicatori globali della domanda di greggio continuano a registrare un trend rialzista. La capacità residua dell'OPEC è pari al 6,4% della domanda attesa 2010 e anche con un aumento della domanda, la capacità residua potrebbe soddisfare gli aumenti incrementali. Se la capacità residua scende sotto il 5% (non prima della seconda metà del 2011), potrebbe verificarsi un brusco apprezzamento; in caso contrario, nel breve termine i prezzi dovrebbero consolidarsi. Livelli di prezzo inferiori a USD 75/barile possono essere sfruttati per posizioni long.

23.11.2010 USD/bbl 81.5	Prospettive 3 mesi →	Prospettive 9-12 mesi →
----------------------------	-------------------------	----------------------------

Grano

La recente correzione del prezzo del grano è stata trainata dalla liquidazione di posizioni speculative più che da fattori fondamentali. Riteniamo che il quadro dell'offerta 2010/11 sia piuttosto chiaro e non prevediamo modifiche significative nei prossimi mesi. Sarà invece la domanda a farla da padrone. L'implementazione del tasso misto del 15% negli USA sarà un fattore chiave nella domanda. Siamo orientati al rialzo per il grano, considerando il rapporto scorte/consumo strutturalmente basso. Livelli di prezzo prossimi a 4,5 USD/bu possono essere sfruttati per posizioni long.

23.11.2010 USD/bushel 515	Prospettive 3 mesi ↗	Prospettive 9-12 mesi ↗
------------------------------	-------------------------	----------------------------

Rame

Dall'inizio del 2010 a oggi, la domanda globale è stata robusta e dovrebbe superare il livello pre-crisi del 2008 di 18 m. La crescita dell'offerta è stata limitata a causa delle interruzioni delle miniere e prevediamo un ammanco di 0,5 m nel 2011. Lo sciopero di Collahuasi in Cile, le preoccupazioni sulla domanda e sull'inflazione cinese sono fattori chiave che influiranno sui prezzi nel breve periodo. Riteniamo che la recente correzione dei prezzi sia stata eccessiva, visto il quadro fondamentale favorevole. La nostra previsione a lungo termine è di USD 8200/m.

23.11.2010 USD/mt 8220	Prospettive 3 mesi →	Prospettive 9-12 mesi →
---------------------------	-------------------------	----------------------------

Zucchero

Ultimamente lo zucchero si è rivelato una delle materie prime più volatili. I prezzi sono crollati del 20% circa in due settimane dai record sui 30 anni a livello di prese di beneficio e di politica monetaria restrittiva in Cina. L'offerta indiana è uno dei fattori principali per il mercato. Se l'India darà il via libera alle esportazioni, la stretta globale dell'offerta si allenterà. In caso contrario, l'offerta sarà scarsa fino all'ingresso sul mercato dello zucchero brasiliano. Il mercato dovrebbe stabilizzarsi quando l'India chiarirà la sua posizione sulle esportazioni. Un livello di prezzo di circa USD 0,20/lb è interessante per creare posizioni long.

23.11.2010 USD/lb 26.95	Prospettive 3 mesi →	Prospettive 9-12 mesi ↘
----------------------------	-------------------------	----------------------------

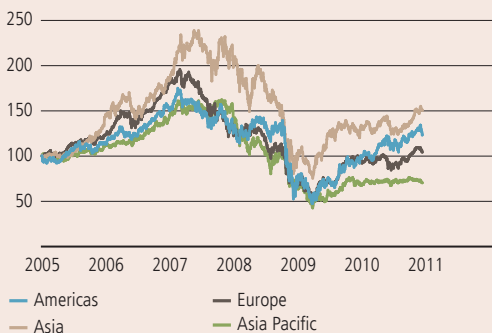
Pausa per i titoli immobiliari globali

In ottobre, il comparto ha registrato una perdita del 3% sulla scia dei timori per la stretta monetaria cinese e la crisi del debito sovrano europeo, tornato in prima pagina con il debito pubblico irlandese e quello delle banche irlandesi. In novembre, il comparto ha sottoperformato l'azionario globale del 3,6%. Nel 2010, i titoli immobiliari globali hanno registrato un rendimento del 13%, di gran lunga superiore al 5% segnato dagli azionari globali.

Le differenze regionali sono tuttora elevate. Europa e Oceania sono in ritardo. Mentre il primo mercato ha guadagnato l'8,1%, il secondo ha perso il 3,4% da inizio anno. L'Asia, che non è stata toccata dal recente nervosismo del mercato, ha guadagnato più dell'11% da inizio anno, rendimento che dovrebbe essere vicino al normale valore annuo che un investitore si può aspettare. Con un guadagno complessivo superiore al 20%, il protagonista indiscusso di quest'anno è stato il mercato statunitense, il cui andamento ha trainato i titoli immobiliari globali.

Forti guadagni passati erosi dall'aumento dei timori di mercato

Rendimento totale in % (monete locali)



Source: Bloomberg, GPR, UBS WMR, 18.11.2010

Il mercato statunitense rappresenta oltre il 35% della capitalizzazione del comparto immobiliare globale.

Il contesto, caratterizzato da tassi d'interesse bassi e dalla concentrazione sul rendimento, si mantiene favorevole. Le stime di consenso sugli utili rimangono conservative, questo potrebbe implicare un potenziale aumento degli utili in Asia, Giappone escluso, dove si rileva la crescita degli affitti, principalmente nel segmento uffici e retail. Anche il Regno Unito presenta un potenziale di crescita su cui pesano tuttavia le perplessità concernenti il consolidamento fiscale. Le buone notizie riguardano l'afflusso di fondi globali da investitori istituzionali, che sembra in ripresa. Anche l'aumento nella raccolta di capitali e nelle attività di M&A dovrebbe rafforzare i prossimi trimestri.

Thomas Veraguth, economista, UBS SA

Mercati immobiliari globali

	1 month	YTD	1 year	Volat. 260D
Global	-3.0	13.3	17.0	15.9
Americas	-3.2	21.0	29.1	26.2
USA	-3.3	20.7	28.6	28.1
Asia	-0.7	11.5	16.9	17.0
Hong Kong	0.9	26.3	30.0	18.3
Japan	-0.7	6.0	11.9	23.2
Singapore	-3.6	3.0	9.9	13.3
Europe	-4.8	8.1	4.3	19.6
United Kingdom	-3.0	1.0	-2.9	21.7
Switzerland	-5.8	22.9	23.7	12.3
Asia Pacific	-5.3	-3.4	-1.6	17.8
Australia	-5.3	-3.2	-1.5	18.1
Global Government Bonds (JP Morgan)	-1.3	5.1	4.6	2.5
Global Equities (MSCI)	0.6	5.3	7.1	14.9

Source: Bloomberg, GPR, JP Morgan, MSCI, UBS WMR, 18.11.2010
Total returns (dividend/coupon reinvested)

Svizzera

Dopo essere state alle stelle per tutto il 2010, le azioni immobiliari svizzere sono ridiscese a terra, toccando, il mese scorso, il 5,8%, ovvero uno dei peggiori risultati del settore a livello globale. Riteniamo che questo calo rifletta l'aumento della fiducia degli investitori svizzeri, ora orientati verso titoli più ciclici. Gli utili del 24% di quest'anno sono circa quattro volte il livello normale dei rendimenti annali che gli investitori in franchi svizzeri possono attendersi dalle azioni immobiliari svizzere. Sugeriamo quindi di non accumulare tali titoli al momento, anche se gli investitori di lungo termine possono mantenere i propri investimenti.

Zona Euro

Il gap sempre più ampio tra il centro e la periferia dell'Europa continua a forgiare le opportunità di investimento. La rinata crisi del debito sovrano ha penalizzato l'immobiliare quotato, che in un mese è scivolato a 4,8%. Ma alcuni nomi sono supportati da dividendi interessanti e rendimenti dei flussi di cassa. E piccole correzioni di prezzo hanno ridotto i premi che negoziano grandi nomi. Le locazioni dovrebbero riprendersi nel settore degli spazi commerciali, in particolare a Londra e a Parigi, dove l'offerta è relativamente limitata. Il mercato quotato UK è uno dei peggiori di quest'anno ma a nostro avviso i dati fondamentali sottostanti potrebbero portare a sorprese di crescita.

Stati Uniti

Dopo vari mesi brillanti, l'immobiliare USA ha prestato il fianco alle prese di beneficio. Sull'andamento hanno pesato il rallentamento nella crescita del credito in Cina e il riaffiorare della crisi del debito sovrano europeo. La nuova immissione di liquidità della Fed, AQ2, già scontata dai mercati, non ha determinato un rimbalzo. Il contesto, caratterizzato da tassi d'interesse bassi, continua però a sostenere i valori e gli affitti per immobili di qualità dovrebbero aver toccato il fondo. La crescita debole differenzia nettamente gli immobili di qualità da quelli di seconda scelta. Nonostante la recente modesta correzione dei prezzi, la parola d'ordine è ancora selettività.

Asia

La performance asiatica è inciampata sulle preoccupazioni legate alla stretta monetaria cinese. Rimaniamo cauti sul settore residenziale a Hong Kong, Singapore e Cina, visto che i prezzi del mercato sono alti e le valutazioni degli sviluppatori costose. Preferiamo gli immobili commerciali dove la domanda è in ripresa e l'offerta limitata. In Giappone gli uffici vacanti hanno raggiunto il picco massimo; il mercato direzionale offre spread di rendimento elevati rispetto a investimenti simili e all'attrattiva degli sviluppatori immobiliari. Nonostante alcune eccezioni, l'Australia ha registrato una delle peggiori performance mondiali, ma con spicchi di miglioramento nel medio termine.

Le strategie azionarie a breve/lungo termine possono sovraperformare

Negli ultimi due mesi le attività rischiose hanno espresso un marcato rialzo: dati macroeconomici sorprendentemente buoni e la rinascita dei Repubblicani hanno, infatti, sostenuto i corsi azionari. La ripresa è stata favorita anche da un'altra serie di correzioni al rialzo degli utili. Restiamo positivi sulle azioni, preferendo gli hedge fund con strategie azionarie a breve/lungo termine e orientate verso il net-long.

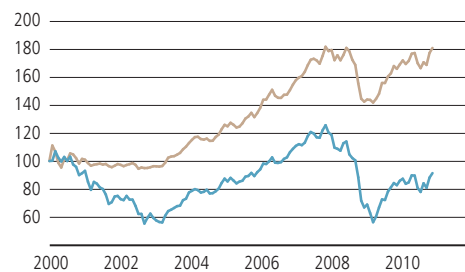
È molto probabile che a breve il mercato continuerà a muoversi all'interno di una determinata fascia o potrà persino rinunciare ad alcuni dei suoi recenti rialzi. Dopo una stagione di forti utili e previsioni societarie forse eccessivamente ottimistiche per il 2011, le sorprese potrebbero divenire più proporzionate e comprendere anche qualche delusione. I fondi comuni di investimento, direzionali per natura, tendono a sottoperformare gli hedge fund durante periodi di volatilità o di disorientamento dei mercati.

Il contesto macroeconomico dovrebbe inoltre offrire una miniera di opportunità per gestori azionari a breve/lungo termine. In Europa, ad esempio, vi sono molte regioni guidate da variabili differenti, le quali possono riflettere la debolezza della domanda o l'eccesso di leva finanziaria, un rialzo da una ripresa ciclica o della produzione industriale in Asia, ecc.

Riteniamo che questo sia il momento giusto perché i gestori di fondi a breve/lungo termine esprimano performance superiori al mercato scegliendo i titoli giusti da entrambi i punti di vista.

Cesare Vallengia, Analista, UBS SA

Indice azionario MSCI World e Dow Jones CS Long Short



— MSCI World Index
— Dow Jones CS Long Short Equity Index

Source: Bloomberg, Thomson Reuters

Stock recommendation system

Gli analisti forniscono 3 rating (Most Preferred, Least Preferred or Neutral View). Azioni importanti per i clienti WM ma non selezionati come «Most Preferred» o «Least Preferred» sono implicitamente definiti «Neutral View».

Most Preferred (Favoriti):

Prevediamo che l'azione performi meglio dell'indice di riferimento e che si apprezzi in termine assoluto.

Least Preferred (Sconsigliati):

Prevediamo che l'azione performi peggio dell'indice di riferimento e che si deprezzi in termine assoluto.

Neutral View (Opinione neutra):

Prevediamo che l'azione performi sostanzialmente come l'indice di riferimento e che non si apprezzi o deprezzi significativamente in termine assoluto.

Under review

Nel caso in cui eventi speciali richiedano un'ulteriore analisi, il rating può riportare la dicitura «in corso di revisione» da parte dell'analista.

Suspended

Se i dati non sono più validi, il rating può essere «sospeso» dall'analista.

Restricted

La pubblicazione di ricerche su una determinata società da parte di WMR può essere soggetta a restrizioni per motivi legali, normativi, contrattuali o di buona prassi solitamente derivanti dal coinvolgimento di UBS Investment Bank in un'operazione relativa a tale società in veste di banca d'investimento.

Attuale distribuzione del rating globale WMR (alla fine dell'ultimo mese)

Most Preferred	65%	(51%)*
Least Preferred	20%	(42%)*
Neutral View	15%	(68%)*

* Percentuale delle società all'interno di questo rating per cui i servizi di investment banking sono stati forniti da (UBS AG o UBS Securities LLC) o da sue affiliate negli ultimi 12 mesi.

Source: UBS WMR, 1 Novembre 2010

Descrizione dei credit rating di Moody's/S&P

Moody's	S&P	Definizione
Aaa	AAA	L'emittente / Le obbligazioni hanno una qualità di credito straordinariamente elevata. AAA è la miglior qualità di credito.
Aa1 / Aa2 / Aa3	AA+ / AA / AA-	L'emittente / Le obbligazioni hanno una qualità di credito elevatissima.
A1 / A2 / A3	A+ / A / A-	L'emittente / Le obbligazioni hanno una qualità di credito elevata.
Baa1 / Baa2 / Baa3	BBB+ / BBB / BBB-	L'emittente / Le obbligazioni hanno una qualità di credito adeguata. Questa è la categoria più bassa di Investment Grade.

La presente lista, classificata in ordine alfabetico, è una selezione delle azioni preferite e non preferite da WMR per questa regione. A questo elenco viene aggiunto un titolo azionario se WMR ne prevede una performance superiore o inferiore a quella delle altre azioni della regione. Un'azione viene rimossa da tale lista, se WMR non prevede per il titolo né una sovraperformance né una sottoperformance. L'inserimento o la cancellazione dalla presente lista non implica necessariamente un cambiamento del rispettivo rating del titolo, ma indica piuttosto un cambiamento nell'opinione di WMR per il rispettivo titolo di questa regione.

Si ricorda che la presente costituisce una selezione delle EPL e che potrebbe essere già obsoleta. Per i rating effettivi e ulteriori dettagli sulle raccomandazioni relative a titoli azionari fornite da WMR e sugli analisti responsabili delle selezioni fare riferimento alla rispettiva EPL disponibile sul portale UBS Quotes/WMR oppure rivolgersi al proprio consulente clientela.

Le EPL non sono un modello per la creazione di portafogli di investimento. Gli investitori devono sempre discutere le decisioni di investimento con i propri consulenti UBS.

Emittente

3M Co 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, Acer Inc 4, Adaro Energy Tbk Pt 11, Adecco SA 3, 4, 8, 9, Adidas AG 3, 4, 6, 7, Agile Property Holdings Ltd 11, Allianz SE 3, 4, 8, 9, 10, 12, 13, Anadarko Petroleum Corp 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 12, 13, Anheuser-Busch InBev NV 2, 4, 10, Apache Corp 2, 4, 6, 7, 12, 13, Arysta AG 3, 13, 14, Australia & New Zealand Banking Group Ltd 4, 8, 12, 13, 14, 15, BAE Systems PLC 3, 4, 13, 16, Baloise Holding AG 3, 9, 13, 17, Bank Nederlandse Gemeenten 3, 13, 14, Bank of East Asia Ltd 4, 13, 18, 19, Bank of Moscow OJSC 13, 14, Bank of Nova Scotia 3, 4, 6, 7, 12, 13, 14, 20, 21, Barclays PLC 3, 4, 6, 7, 10, 12, 13, 14, Bayer AG 4, 4, 8, 9, 9, 10, 13, 16, Bayerische Motoren Werke AG 3, 4, 6, 7, 9, 10, 13, 14, 21, BHP Billiton PLC 3, 4, 10, 13, BNP Paribas 4, 6, 7, 10, 13, 14, BP PLC 3, 4, 10, 12, 13, 14, 16, Braskem SA 4, British American Tobacco PLC 3, 4, 10, 13, 16, 22, Burberry Group PLC 4, Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale 3, 13, 14, Carnival Corp 2, 4, 5, 16, Carrefour SA 3, 4, 10, 13, 23, Centrica PLC 3, 4, 10, 13, 16, China COSCO Holdings Co Ltd 4, 18, 24, China Overseas Land & Investment Ltd 18, Cía Siderúrgica Nacional SA 3, 4, Cie de Financement Foncier 13, 14, Cie Financiere Richemont SA 3, 4, 8, 9, 25, Cisco Systems Inc 1, 2, 4, 5, 6, 7, 8, 12, 13, Citigroup Inc 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 12, 13, 14, CNOOC Ltd 4, 18, Coca-Cola Co/The 1, 2, 4, 5, 6, 7, 12, 13, Colgate-Palmolive Co 4, 6, 7, Commerzbank AG 3, 4, 6, 7, 10, 13, 14, 16, Commonwealth Bank of Australia 3, 13, 14, 15, Cooper Industries PLC 2, 3, 4, Credit Agricole SA 3, 4, 10, 13, 14, Credit Suisse Group AG 3, 4, 6, 7, 8, 9, 10, CSX Corp 3, 4, 6, 7, 12, 13, 14, Danske Bank A/S 3, 4, 6, 7, 13, 14, DBS Group Holdings Ltd 4, 26, 27, Delta Air Lines Inc 3, 4, 8, 12, 13, 14, Deutsche Bank AG 3, 4, 6, 7, 8, 9, 12, 13, 14, Deutsche Lufthansa AG 4, 8, 9, 13, Deutsche Post AG 4, 10, DnB NOR ASA 10, 13, 14, Dow Chemical Co/The 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 13, EFG International AG 3, 4, El du Pont de Nemours & Co 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 12, 13, 14, Enel SpA 3, 4, 10, 13, Flughafen Zuerich AG 3, Freeport-McMoran Copper & Gold Inc 4, 8, Gategroup Holding AG 3, 8, 28, GE Group AG 4, General Electric Capital Corp 4, 10, 13, General Electric Co 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 10, 12, 13, 29, Georg Fischer AG 3, 8, 9, Gilead Sciences Inc 4, GlaxoSmithKline PLC 3, 4, 13, 16, Goldman Sachs Group Inc/The 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 12, 13, 14, Google Inc 1, 2, 4, 5, 6, 7, 9, 10, 13, 14, Eurotunnel SA 3, HeidelbergCement AG 8, Hess Corp 4, 8, 10, Hewlett-Packard Co 1, 3, 4, 5, 6, 7, 12,

13, 14, Honda Motor Co Ltd 4, 6, 7, Hongkong Land Holdings Ltd 3, 13, 14, HSBC Holdings PLC 3, 4, 6, 7, 12, 13, 14, 18, Kingfisher PLC 3, 4, 16, Kloeckner & Co SE 30, Komatsu Ltd 4, Koninklijke Ahold NV 4, 10, Kuoni Reisen Holding AG 3, 9, 13, Linde AG 3, 10, Lloyds Banking Group PLC 3, 4, 6, 7, 10, 12, 13, 14, 16, 31, Lanza Group AG 3, 4, 9, 13, 14, LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA 4, Merck & Co Inc 1, 2, 4, 5, 6, 7, 12, 13, 27, Microsoft Corp 1, 2, 4, 5, 6, 7, 10, 12, 13, 14, Mitsubishi Corp 4, 6, 7, 13, 16, Mitsubishi UFJ Financial Group Inc 3, 4, 10, 13, 14, Muenchener Rueckversicherungs AG 3, 4, 9, 10, 13, Navistar International Corp 4, 12, 13, Nestle SA 3, 4, 6, 7, 9, 13, 14, New Oriental Education & Technology Group 4, Nidec Corp 4, Nippon Yusen KK 4, Novartis AG 3, 4, 8, 9, 10, 12, 13, 14, NTT DoCoMo Inc 4, 10, 13, 16, ORIX Corp 3, 4, 6, 7, 12, 13, 14, Partners Group Holding AG 3, 13, PetroChina Co Ltd 3, 4, 11, 13, 18, 32, Pfandbriefbank der schweizerischen Hypothekaristen 3, Procter & Gamble Co/The 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 12, 13, 14, Rabobank Nederland 3, 13, 14, Reed Elsevier NV 4, 10, Reed Elsevier PLC 3, 4, 10, 13, 16, Renault SA 3, 10, Republic of Poland 13, 14, Rio Tinto PLC 3, 4, 12, 13, 14, Roche Holding AG 3, 4, 8, 9, 10, Rockwell Collins Inc 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 12, 13, Royal Bank of Scotland Group PLC 3, 4, 10, 12, 13, 14, 16, 20, 33, 34, 35, 36, Royal Dutch Shell PLC 3, 4, 9, 13, RSA Insurance Group PLC 3, SABMiller PLC 4, Safran SA 3, 4, 13, Salzgitter AG 3, Samsung Electronics Co Ltd 4, 37, 38, 39, SAP AG 3, 4, 6, 7, 9, Sberbank of Russia 3, 4, 13, SBM Offshore NV 4, Shire PLC 4, Skandinaviska Enskilda Banken AB 3, 10, 13, 14, Societe Generale 3, 4, 6, 7, 10, 13, 14, Sulzer AG 3, 8, 9, Sun Hung Kai Properties Ltd 4, 18, Swatch Group AG/The 3, Swiss Reinsurance Co Ltd 3, 4, 8, 9, 13, 14, 40, Syngenta AG 3, 4, 6, 7, 8, 9, 13, 41, Takeda Pharmaceutical Co Ltd 4, Tata Steel Ltd 13, Tesco PLC 3, 4, 6, 7, 10, ThyssenKrupp AG 9, 10, Tiffany & Co 4, TNT NV 4, 6, 7, 10, Toshiba Corp 3, 4, 13, Total SA 3, 4, 8, 12, 13, 14, 31, Travelers Cos Inc/The 1, 3, 4, 5, 6, 7, 12, 13, 14, 42, Unilever PLC 3, 4, 10, 13, 16, 31, 43, United Technologies Corp 4, 6, 7, 12, 13, Valora Holding AG 3, 9, 11, Vinci SA 3, 4, 6, 7, 10, 31, Vodafone Group PLC 3, 4, 8, 9, 13, 14, 31, Vontobel Holding AG 3, 9, VTB Bank OJSC 3, Westpac Banking Corp 3, 4, 8, 12, 13, 15, Whitbread PLC 4, 8, Xstrata PLC 3, 4, Yum! Brands Inc 4, Zurich Financial Services AG 3, 4, 8, 9, 13.

Nota

1. A questa società/entità, che è attualmente o negli ultimi 12 mesi è stata cliente di UBS Securities LLC, sono stati o vengono erogati servizi su titoli in ambito non investment banking.
2. A questa società/entità, che è attualmente o negli ultimi 12 mesi è stata cliente di UBS Securities LLC, sono stati o vengono erogati servizi che non riguardano titoli.
3. UBS SA, le sue consociate o controllate si aspettano di ricevere da o intendono chiedere a questa società/entità compensi per servizi di investment banking nei prossimi tre mesi.
4. UBS Securities LLC opera con titoli e/o ADR di questa società.
5. Nel corso degli ultimi 12 mesi, UBS Securities LLC ha ricevuto da questa società/entità compensi per prodotti e servizi diversi da servizi di investment banking.
6. A questa società/entità, che è attualmente o nel corso degli ultimi 12 mesi è stata cliente di UBS Financial Services Inc, sono stati o vengono attualmente erogati servizi su titoli in ambito non-investment banking.
7. Nel corso degli ultimi 12 mesi, UBS Financial Services Inc ha ricevuto da questa società compensi per prodotti e servizi diversi da servizi di investment banking.
8. UBS SA, le sue consociate o controllate, erano proprietari beneficiari dell'1% o più di una classe di azioni ordinarie di questa società alla fine del mese scorso (o alla fine del mese precedente se questo report è datato meno di 10 giorni dopo la fine del mese più recente).
9. UBS SA, le sue consociate o controllate hanno emesso un warrant, il cui valore si basa su uno o più strumenti finanziari di questa società.
10. UBS SA, le sue consociate o controllate, detenevano altri interessi finanziari significativi in questa società/entità alla fine del mese scorso (o alla fine del mese precedente se questo report è datato meno di 10 giorni lavorativi dopo la fine del mese più recente).
11. UBS AG, le sue consociate o controllate, erano proprietari beneficiari di oltre il 3% del totale capitale azionario emesso di questa società.
12. A questa società/entità, che è al momento o negli ultimi 12 mesi è stata cliente di UBS Securities LLC, sono stati o vengono erogati servizi di investment banking.
13. Negli ultimi 12 mesi, UBS SA, le sue consociate o controllate hanno ricevuto compensi per servizi di investment banking da questa società/entità.
14. UBS SA, le sue consociate o controllate hanno agito in qualità di manager/co-manager nella sottoscrizione o nel collocamento di titoli di questa società/entità, o sue consociate, nel corso degli ultimi 12 mesi.
15. UBS SA, sede australiana o una consociata, si aspettano di ricevere da o intendono richiedere a questa società/entità compensi per servizi di investment banking entro i prossimi tre mesi.
16. UBS Limited agisce come agente di cambio per questa società.
17. UBS SA agisce in qualità di agente in relazione all'annuncio programma di riacquisto azioni di Baloise.
18. UBS Securities (Hong Kong) Limited è market maker per i titoli di questa società quotati alla Borsa di Hong Kong.
19. UBS AG, le sue aff. o consoc. possedevano oltre il 3% del capitale azionario emesso dei titoli di questa soc.
20. UBS Securities LLC funge da advisor di Royal Bank of Scotland nell'annuncio annuncio concernente la vendita delle sue attività bancarie corporate e commerciali in Cile a The Bank of Nova Scotia.
21. Negli ultimi 12 mesi UBS Securities Canada Inc o una sua consociata hanno ricevuto compensi per servizi di investment banking da questa società/entità.
22. UBS South Africa (Pty) Limited funge da sponsor JSE per questa società.
23. UBS Limited funge da consulente di Carrefour nella vendite delle sue operazioni in Thailandia a Big C Supercentre

24. UBS AG, le sue consociate o controllate, erano proprietari beneficiari di oltre il 5% del totale capitale azionario emesso di questa società.
25. UBS SA agisce in qualità di agente in relazione all'annuncio programma di riacquisto azioni di Richemont.
26. L'analista azionario che si occupa di questa società, un membro del suo team o un componente delle rispettive famiglie è un funzionario, amministratore o membro del comitato consultivo di questa società.
27. L'analista di reddito fisso che si occupa di questa società, un membro del suo team, o un componente delle rispettive famiglie ha una posizione lunga sulle azioni ordinarie in questa società.
28. UBS SA, le sue consociate o controllate, erano proprietari beneficiari di oltre il 3% del totale delle azioni emesse da questa società.
29. UBS Securities LLC agisce in qualità di advisor per Comcast in relazione al suo accordo annunciato per l'acquisizione di una partecipazione azionaria del 51% in NBC Universal da General Electric.
30. In Germania, UBS Limited ha stipulato un accordo per agire in qualità di gestore di ordinativi (Designated Sponsor) degli strumenti finanziari di questa azienda.
31. Amministratori o dipendenti di UBS AG, sue consociate o controllate sono amministratori di questa società.
32. UBS Securities Co. Limited agisce come manager/co-manager, sottoscrittore o agente di collocamento in merito a un'offerta di titoli di questa società/entità o di una delle sue consociate.
33. UBS Limited agisce come consulente di Royal Bank of Scotland Group in merito alla vendita proposta di un portafoglio di asset di finanza di progetto.
34. UBS Limited funge da consulente di Royal Bank of Scotland Group nella vendita di parte delle proprie attività bancarie in UK comprendenti talune filiali, clienti PMI e infrastrutture di supporto
35. UBS Limited funge da consulente di Royal Bank of Scotland nella vendita della divisione Global Merchant Services (GMS).
36. UBS Securities LLC funge da advisor di Royal Bank of Scotland nell'accordo annunciato concernente la vendite delle proprie operazioni di wholesale banking a Banca Comafi SA.
37. UBS Securities Pte. Ltd., sede di Seoul, è un fornitore di liquidità per i warrant equity linked della presente società ed era proprietario beneficiario di 3.400.000 unità di DAISHIN SECURITIES ELW 0E55 (call warrants di Samsung Electronics) al 24 novembre 2010.
38. UBS Securities Pte. Ltd., sede di Seoul, è un fornitore di liquidità per i warrant equity linked della presente società ed era proprietario beneficiario di 3.400.000 unità di HANWHASECURITIES ELW 0065 (call warrants di Samsung Electronics) al 24 novembre 2010.
39. UBS Securities Pte. Ltd., sede di Seoul, è un fornitore di liquidità per i warrant equity linked della presente società ed era proprietario beneficiario di 3.566.850 unità di DAISHIN SECURITIES ELW 0C17 (call warrants di Samsung Electronics) al 24 novembre 2010.
40. L'esperto di strategie di UBS Wealth Management, un membro del suo team, o un componente delle rispettive famiglie, ha una posizione lunga sulle azioni ordinarie in questa società.
41. UBS SA agisce in qualità di agente in relazione all'annuncio programma di riacquisto azioni di Syngenta.
42. UBS Securities LLC agisce come manager/co-manager, sottoscrittore, agente di collocamento o di vendita in merito a un'offerta di titoli di questa società/entità o di una delle sue consociate.
43. UBS Limited agisce per conto di Unilever Plc nella sua acquisizione di Alberto Culver Inc

Editore UBS SA, Wealth Management Research, P.O. Box, CH-8098 Zurich

Redazione Andreas Höfert (Caporedattore), Loris Centola, Simone Hofer, Cesare Valeggia

Product Management Christian Burger

Traduzioni Z4translate.ch

Design Concept Yesway AG, Zurich

Desktop Publishing Werner Kuonen, Rolf Müller, Margrit Oppliger, Linda Sutter

Stampa Neidhart+Schön AG, Zurich

Contatto UBS-Research@ubs.com

Chiusura redazionale Il giovedì antecedente la pubblicazione, alle ore 15:00

Soluzioni organizzative per prevenire ed evitare conflitti di interessi

UBS ha delle barriere informative per controllare il flusso delle informazioni sia all'interno di UBS che tra aree, unità e società appartenenti al Gruppo UBS e prevenire i conflitti di interessi. Il compenso degli analisti che si occupa della preparazione di questo documento è determinato esclusivamente da UBS Research e da UBS Wealth Management (che non include il settore di servizi di investment banking). Il compenso degli analisti non si basa sui rendimenti dei prezzi di Investment Banking, anche se il compenso può in qualche modo essere correlato al rendimento generale di UBS Global Wealth Management and Business Banking, dei quali i servizi di Investment Banking e costituiscono una parte. UBS si è dotata di procedure che regolano i flussi informativi e i conflitti di interesse. Per avere una completa comprensione delle nostre policies e procedure Vi invitiamo a consultare il documento WMR General Guidelines disponibile sul website di UBS www.ubs.com/research, nel link «Independence of Financial Research».

Wealth Management Research è pubblicato da Wealth Management & Swiss Bank e Wealth Management Americas, Divisioni d'affari di UBS AG (UBS) o da una sua affiliata. In alcuni paesi, UBS AG viene indicata come UBS SA. Questa pubblicazione viene distribuita al solo fine informativo e non rappresenta né un'offerta né una sollecitazione di offerta diretta alla compravendita di prodotti di 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 documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili ed in buona fede, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita per mancanza di accuratezza o completezza (ad eccezione delle divulgazioni d'informazione relative a UBS e alle sue affiliate). 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 da parte nostra. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. Le opinioni qui espresse possono differire dalle nostre espresse da altre aree di attività o divisioni di UBS a seguito dell'utilizzo di presupposti e/o criteri diversi. In ogni momento UBS e altre società del gruppo UBS (o dipendenti di queste società) possono avere posizioni lunghe o corte in questi strumenti finanziari o effettuare operazioni in conto proprio o in conto terzi o fornire consulenza o altri servizi all'emittente di questi strumenti finanziari o di un'altra società collegata all'emittente. 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 ostacoli all'informazione per controllare il flusso di informazioni contenute in una o più aree, unità, divisioni o filiali di UBS. Operazioni sui futures e opzioni sono particolarmente rischiose. Il risultato passato di un investimento non rappresenta alcuna garanzia della sua futura evoluzione. Ulteriori informazioni verranno fornite su richiesta. Alcuni investimenti possono essere soggetti ad improvvise e grosse 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 reddito di un investimento. Il compenso dell'analista (degli analisti) che si occupa della preparazione di questo resoconto è determinato esclusivamente dalla direzione generale ricerche e dall'alta direzione (che non include il settore dei servizi bancari di investimento). Il compenso dell'analista (degli analisti) non si basa sui rendimenti dei servizi bancari di investimento, anche se il compenso può in qualche modo essere correlato al rendimento generale di UBS Wealth Management & Swiss Bank, del quale i servizi bancari di investimento e di intermediazione costituiscono una parte. Considerata la nostra impossibilità di tenere conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria e delle esigenze particolari di ogni singolo cliente, vi raccomandiamo di rivolgerci a un consulente finanziario e/o fiscale per discutere le implicazioni, comprese quelle fiscali, dell'investimento in uno qualunque dei prodotti menzionati nel presente documento. Per gli strumenti finanziari strutturati ed i fondi il prospetto di vendita è legalmente vincolante. Se interessati potete richiederne una copia tramite UBS o un'associata di UBS. Questo documento non può essere riprodotto e copie di questo documento non possono essere distribuite senza la preventiva autorizzazione di UBS o di un'associata di UBS. UBS proibisce espressamente la distribuzione ed il trasferimento per qualsiasi ragione di questo documento a parti terze. UBS non si riterrà pertanto responsabile per reclami a azioni legali di parti terze derivanti dall'uso o la distribuzione di questo documento. Questo documento è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dalla legge applicabile.

Austria: Distribuito da UBS Wealth Management Australia Ltd (detentrica della licenza «Australian Financial Services» n. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, 2000. **Austria:** Questa pubblicazione non costituisce né un'offerta pubblica né una sollecitazione di offerta ai sensi del diritto austriaco e sarà utilizzata esclusivamente in situazioni non equivalenti a quelle di un'offerta pubblica di titoli in Austria. Il documento può essere utilizzato esclusivamente dal destinatario diretto di tali informazioni e non può essere ceduto in alcun caso ad altri investitori. **Bahamas:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti privati di UBS (Bahamas) Ltd e non può essere distribuita a persone definite come cittadini bahamensi o residenti dalle «Bahamas Exchange Control Regulations». **Canada:** Le informazioni riportate nel presente documento non costituiscono e in nessun caso devono essere interpretate come un prospetto, una pubblicità, un'offerta pubblica di acquisto, un'offerta di vendita dei valori mobiliari ivi descritti o un sollecito di un'offerta di acquisto degli stessi, in Canada o in qualsiasi provincia o territorio canadese. Qualsiasi offerta o vendita in Canada dei valori mobiliari descritti nel presente documento sarà effettuata esclusivamente con osservanza dell'obbligo di presentazione di un prospetto presso i regolatori canadesi dei valori mobiliari e soltanto tramite un dealer debitamente registrato ai sensi delle leggi applicabili in materia di valori mobiliari o con modalità alternative in seguito a un'esenzione dall'obbligo di registrazione del dealer nella rispettiva provincia o territorio canadese in cui si svolge detta offerta o vendita. In nessun caso le informazioni contenute nel presente documento sono da interpretarsi come consulenza di investimento in province o territori canadesi; inoltre, esse non sono commisurate alle esigenze dei loro destinatari. Nella misura in cui le informazioni contenute nel presente documento si riferiscono a valori mobiliari di un emittente registrato, costituito o creato ai sensi delle leggi del Canada o di una provincia o territorio canadese, eventuali negoziazioni in tali titoli devono essere condotte tramite un dealer registrato in Canada o con modalità alternative in seguito a un'esenzione dall'obbligo di registrazione del dealer. Questa documentazione, le informazioni ivi contenute o i preghi dei titoli ivi descritti non sono stati in alcun modo esaminati o sottoposti al giudizio di alcuna commissione di vigilanza sui valori mobiliari o altra autorità regolatoria canadese analogica e qualsiasi dichiarazione contraria costituisce un illecito. Il Ministro delle Finanze del Canada ha esposto che gli emendamenti inerenti all'imposizione fiscale di investimenti in entità di investimento straniere («FIE») sono applicati agli anni fiscali successivi al 2006 (gli «emendamenti proposti»). Nel bilancio federale proposto il 27 gennaio 2009, è stato stabilito che, prima di procedere con tali misure, il governo riesaminerà gli emendamenti proposti alla luce di alcuni suggerimenti presentati. In linea generale, in base alla versione attuale degli emendamenti proposti, un investitore che abbia acquistato una «partecipazione» che non sia un «interesse esente» (secondo la definizione di cui agli emendamenti proposti) in una FIE, potrebbe essere tenuto a includere ogni anno nel reddito imponibile ai fini dell'imposta sul reddito (o un importo pari alla percentuale prescritta del costo stabilito della sua partecipazione nella FIE; (ii) in circostanze limitate, il profitto realizzato sulla sua partecipazione nella FIE, contabilizzato al valore di mercato, indipendentemente dal fatto che tale profitto sia stato realizzato; o (iii) in circostanze limitate, la sua quota proporzionale del profitto (o della perdita) della FIE calcolata applicando la normativa fiscale canadese. Di conseguenza, se un investitore è soggetto agli emendamenti proposti, potrebbe essere tenuto a includere nel reddito imponibile gli importi da lui non guadagnati o percepiti. La sintesi che precede riporta una descrizione generale degli emendamenti proposti e non deve essere interpretata come una consulenza a un determinato investitore sulle implicazioni degli emendamenti proposti relativamente alle circostanze dell'investitore. Si invitano gli investitori a rivolgersi ai propri consulenti fiscali per quanto attiene all'applicazione e all'impatto degli emendamenti proposti sulle loro rispettive situazioni. Se un investitore canadese del Fondo acquisto o detiene oltre il 10% di qualsiasi classe di azioni di un determinato Fondo, deve darne immediata comunicazione a UBS in Canada, la presente pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Wealth Management Canada Inc. **Dubai:** Research è pubblicato da UBS AG Dubai Branch all'interno del DFIC, è inteso unicamente per clienti professionali e non per l'utero distribuzione negli Emirati Arabi Uniti. **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 Banca Centrale degli EAU oppure la «Dubai Financial Services Authority», la «Emirates Securities and Commodities Authority», il «Dubai Financial Market», il «Abu Dhabi Securities Market» o qualsiasi altra borsa degli EAU. **Francia:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti attuali e potenziali di UBS (France) SA, «société anonyme» francese con capitale sociale di € 125.726.944, 69, boulevard Haussmann F-75008 Parigi, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA è un fornitore di servizi di investimento debitamente autorizzato secondo i termini del «Code Monétaire et Financier» francese e regolato dalle autorità bancarie e finanziarie francesi quali la «Banque de France» e la «Autorité des Marchés Financiers». **Germania:** La presente pubblicazione è distribuita ai sensi della legge tedesca da UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG è autorizzata e regolata dalla «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Hong Kong:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS AG Filiale di Hong Kong da UBS AG Filiale di Hong Kong, banca autorizzata ai sensi della «Hong Kong Banking Ordinance» e istituto registrato ai sensi della «Securities and Futures Ordinance». **Indonesia:** La presente ricerca o pubblicazione non è intesa come offerta pubblica di titoli ai sensi della Legge indonesiana sui mercati dei capitali e delle sue disposizioni esecutive. I titoli menzionati in questo materiale non sono stati e non saranno registrati secondo la Legge indonesiana sui mercati dei capitali e le sue disposizioni. **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 di investimento dalla «Banca d'Italia» e sottoposta alla supervisione della «Banca d'Italia». **Jersey:** UBS SA, filiale di Jersey, è regolata ed autorizzata dalla Commissione di Jersey al fine di svolgere attività bancarie, di 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., una banca regolata e sotto la supervisione della «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), alla quale la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Regno Unito:** Approvata da UBS AG, autorizzata e regolata nel Regno Unito dalla «Financial Services Authority». Membro della Borsa Valori di Londra. Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Londra nel territorio del Regno Unito. Laddove i prodotti o i servizi forniti provengono da paesi esteri nel Regno Unito, gli stessi non saranno coperti dalla legislazione del Regno Unito e dal Financial Services Compensation Scheme. **Singapore:** Per qualsiasi questione derivante da o in connessione con l'analisi ed i report, siete pregati 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. 109) sottoposta alla vigilanza della «Monetary Authority of Singapore». **Spagna:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Bank, S.A., banca registrata presso la «Banca di Spagna». **USA:** Questa pubblicazione non potrà essere diffusa nel territorio degli Stati Uniti d'America, né potrà essere distribuita a persone di nazionalità statunitensi. UBS Securities LLC è una succursale di UBS AG e un'afilata di UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services è una succursale di UBS AG.

Versione aggiornata a gennaio 2010.

© UBS 2010. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.