

Mercati finanziari globali

Summit UE: ennesima ultima chance, ennesima occasione persa

- L'ultimo summit dell'UE era già il quinto summit "ultima chance" del 2011.
- Come con i summit precedenti, le decisioni prese questa volta potrebbero calmare i mercati per un po', magari fino all'inizio del 2012,
- ma resta il fatto che il summit non è stato in grado di risolvere le problematiche a lungo termine inerenti la sostenibilità fiscale e le questioni a breve termine riguardanti il finanziamento.
- Pertanto continuiamo a raccomandare di tenere una posizione cauta e di utilizzare eventuali riprese transitorie per eliminare i rischi derivanti dall'Europa periferica dal portafoglio.

Il summit europeo del 9 dicembre è stato il quinto del 2011 finalizzato a risolvere una volta per tutte la crisi dell'euro. Nessuno dei summit precedenti (11 marzo, 25 giugno, 21 luglio e 26 ottobre) è riuscito nell'obiettivo anzi, in particolare nel summit della fine di ottobre, si sono ulteriormente peggiorati i rischi di contagio all'interno dell'Eurozona. Gli investitori, quindi, attendevano con impazienza questo summit e i mercati speravano che questa volta le cose andassero per il verso giusto, proprio come avevano sperato per gli altri quattro summit.

La Banca centrale europea prima del summit

La Banca centrale europea (BCE) ha preso alcune decisioni importanti prima del summit:

- ha ridotto il suo principale tasso di rifinanziamento dello 0,25%, portandolo all'1% (decisione che non è stata unanime);
- ha deciso di concedere alle banche prestiti a tre anni qualora queste abbiano difficoltà a finanziarsi sui mercati monetari, quando in precedenza il massimo era di circa un anno;
- ha ampliato la gamma dei titoli che è disposta ad accettare come collaterale dalle banche che richiedono prestiti;
- ha allentato i requisiti di riserva per le banche.

Tutte queste misure mirano a proteggere gli intermediari finanziari dal contagio derivante dalla crisi del debito sovrano europea. Durante la conferenza stampa di giovedì indetta a seguito di queste decisioni, il presidente della BCE Mario Draghi ha inoltre chiarito che l'istituto di emissione non ha intenzione di aumentare alcun tipo di finanziamento per i paesi dell'Eurozona posti sotto stress, sia direttamente che indirettamente.

Andreas Höfert, PhD, Chief Economist, UBS AG
andreas.hoefert@ubs.com

Jürg de Spindler, economist, UBS AG
juerg.de-spindler@ubs.com

Dirk Faltin, economist, UBS AG
dirk.faltin@ubs.com

Thomas Wacker, CFA, analyst, UBS AG
thomas.wacker@ubs.com

Stress test per le banche prima del summit

Inoltre il giovedì prima del summit, l'Autorità Bancaria Europea (ABE) ha pubblicato le sue stime aggiornate sulle necessità di ricapitalizzazione delle banche. Il requisito di capitale totale stimato è aumentato fino a quota 114,7 mld di euro rispetto al precedente dato di settembre di 106 mld di euro.

Ora le autorità nazionali chiederanno alle singole banche di proporre dei piani entro il 20 gennaio 2012 definendo in dettaglio ciò che intendono fare per raggiungere gli obiettivi stabiliti. È stato inoltre confermato che alle banche verrà chiesto di definire un tamponamento eccezionale e temporaneo in modo che il rapporto di capitale Core Tier 1 raggiunga il 9% entro la fine di giugno 2012. L'ulteriore capitale di 8 miliardi di euro è principalmente attribuito alle banche tedesche, belghe e austriache. I risultati divulgati non cambiano la nostra opinione sul settore bancario: continuiamo a ritenere che le banche elimineranno il deficit di capitale gestendo i bilanci. A nostro parere il nuovo capitale effettivamente ottenuto nel mercato azionario comprenderà solo una parte del requisito di capitale di 114,7 mld di euro identificato dall'ABE.

È stato raggiunto un accordo, ma non un vero trattato

Il presidente del Consiglio Europeo Herman Van Rompuy ha definito il risultato del summit un "Fiscal Compact Treaty". Tuttavia non si tratta di un vero trattato concordato da tutti i paesi – si veda di seguito il caso del Regno Unito – ma di un trattato intergovernativo. Questa natura permette a molti paesi di bypassare i loro parlamenti. Si tratta senz'altro di una soluzione più efficiente, ma discutibile dal punto di vista democratico.

Il piano dovrebbe essere siglato al più tardi entro l'inizio di marzo, prima del prossimo summit europeo in programma. Questo partirà dalle iniziative prese negli scorsi 18 mesi: versione migliorata del Patto di Stabilità e Crescita, implementazione del Semestre europeo, nuova procedura sugli squilibri macroeconomici e Patto Euro Plus.

Le implicazioni a lungo termine dell'accordo

I firmatari si impegneranno a lavorare per una politica economica comune e per stabilire una norma fiscale in base alla quale i budget statali generali dovranno risultare in bilancio o mostrare un surplus mentre come regola il deficit strutturale annuale non dovrà eccedere lo 0,5% del PIL nominale. Gli Stati membri dovranno inserire questa norma nei loro sistemi legali nazionali e coloro che rientreranno nella procedura per i disavanzi eccessivi dovranno chiedere l'approvazione del Consiglio e della Commissione su un programma di partnership economica che indichi le riforme strutturali che intendono implementare.

Inoltre i firmatari rafforzeranno la procedura per i disavanzi eccessivi facendo scattare "conseguenze automatiche" per quei paesi che sforassero il tetto del 3%, a meno che una maggioranza qualificata di membri dell'area euro si opponga. È stato inoltre deciso che le proposte della Commissione sottoposte lo scorso mese sul monitoraggio e la valutazione dei piani di bilancio e il rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio saranno adottate il più presto possibile.

Le implicazioni a breve termine dell'accordo

Oltre alle riforme a lungo termine delineate sopra, i leader dell'Eurozona hanno deciso di implementare rapidamente la leva finanziaria del Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (EFSF) e di anticipare la data dell'entrata in

vigore del Meccanismo Europeo di Stabilità a luglio 2012. L'EFSF rimarrà attivo nei programmi di finanziamento sino a metà 2013.

A marzo 2012 il tetto complessivo di 500 mld di euro dell'EFSF/ESM verrà rivalutato ed entro i 10 giorni successivi l'Eurozona e altri Stati membri confermeranno l'accantonamento di altri 200 miliardi di euro per l'FMI attraverso prestiti bilaterali. Sono state espresse speranze circa l'adozione di un sistema simile al finanziamento europeo anche da parte di altri paesi. Tuttavia perlomeno gli Stati Uniti si sono già detti contrari.

Il summit ha inoltre deciso di rettificare il trattato ESM per chiarire che il coinvolgimento del settore privato si applica solo al debito greco ed è un caso "unico ed eccezionale".

I passi successivi

Vi è stata un po' di confusione sul numero di paesi al di fuori dell'Eurozona che avrebbero siglato il trattato intergovernativo. Van Rompuy non ha mostrato dubbi quando ha affermato: "Sono 26 i leader che hanno deciso di unirsi in questo sforzo". Tuttavia la dichiarazione originale dei capi di Stato o di Governo dell'Eurozona aveva sottolineato che Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania "hanno espresso la loro intenzione di prendere parte a tale processo", mentre la Repubblica Ceca e la Svezia avrebbero consultato i loro parlamenti. Una dichiarazione successiva ha riformulato la frase sostenendo che questi otto paesi più l'Ungheria "hanno espresso la possibilità di prendere parte a questo processo dopo avere consultato i loro parlamenti ove necessario".

Rimane ancora da capire se il Regno Unito (si veda oltre) rimarrà l'unico Stato membro a non aderire al nuovo trattato. A seconda dello schieramento delle forze parlamentari, almeno l'Ungheria, la Repubblica Ceca e la Svezia potrebbero ancora optare per rimanerne al di fuori.

Vi è stata inoltre una mancanza di chiarezza sulla modalità con cui il trattato sarebbe stato ratificato. Il primo ministro irlandese Enda Kenny ha affermato che avrebbe chiesto all'attorney general irlandese se a suo parere le modifiche necessitano di un referendum. Anche altri Stati membri cercheranno di capire le procedure da seguire.

Il caso del Regno Unito

Leggendo gli articoli dei giornali del fine settimana sia dell'Europa continentale che del Regno Unito si ha l'impressione che il maggiore evento del summit sia stato il rifiuto del Regno Unito di unirsi alla decisione. Tale rifiuto mostra ancora una volta l'indipendenza del Regno Unito rispetto alla politica comune dell'UE, ma rispetto a quanto hanno fatto alcuni politici europei noi daremmo molta meno enfasi a tale notizia. Ci pare più una scusa finalizzata a lasciare nell'ombra questioni più importanti riguardanti l'accordo raggiunto.

David Cameron aveva chiarito che avrebbe accettato le modifiche ai trattati esistenti solo in cambio di alcune concessioni presentate dal Regno Unito per proteggere il settore dei servizi finanziari. Il Regno Unito aveva sostenuto che tali richieste non miravano a cambiare le decisioni che erano già state prese ma a mantenere lo status quo.

In particolare il Regno Unito ha fatto pressioni perché si raggiungesse l'unanimità sul trasferimento di poteri dal livello nazionale alle agenzie europee, sulle disposizioni di massima armonizzazione finalizzate a evitare che gli Stati membri imponessero ulteriori requisiti, sugli interessi fiscali degli Stati membri e sull'imposizione di imposte e tasse, sulla sede delle Autorità di Vigilanza Europee e sulla chiara definizione di un requisito riguardante i

poteri esecutivi delle Autorità di Vigilanza Europee senza impedire alle autorità competenti degli Stati membri l'esercizio di discrezionalità.

La maggior parte degli osservatori ha incolpato il Regno Unito per l'impasse che si è venuta a creare per le richieste che gli altri erano chiaramente non intenzionati ad accettare, ma alcuni hanno suggerito che i leader di Francia e Germania, Nicolas Sarkozy e Angela Merkel, non abbiano fatto abbastanza per raggiungere un compromesso con il Regno Unito.

Le implicazioni per il Regno Unito non sono chiare. La posizione di Cameron piacerà agli eurosceettici di molti paesi, ma Cameron non è riuscito a ottenere le tutele che desiderava per il settore finanziario e ha indubbiamente perso la simpatia di molti leader dell'UE. D'ora in poi sarà più difficile per lui costruire alleanze su altre questioni sensibili, quali il futuro finanziamento dell'UE e il mantenimento delle agevolazioni fiscali del Regno Unito, due argomenti che verranno trattati il prossimo anno. Resta poi da capire quanto il nuovo processo verrà implementato al di fuori delle procedure UE esistenti e quanto i partecipanti saranno in grado di fare affidamento su istituzioni quali la Commissione e la Corte di Giustizia europee. Detto questo è difficile in questa fase capire le conseguenze sul Regno Unito e sul suo settore finanziario.

Critica delle decisioni

Venendo alle decisioni del summit dell'UE, vorremmo sottolineare ciò su cui *non* si è ancora trovato un accordo: un'unione fiscale o un percorso chiaro per realizzarla. Riteniamo che questo aspetto sia stato spesso travisato nel mare di dichiarazioni politiche e articoli sul summit. Il comunicato ufficiale parla di una "unione economica rafforzata" e di una "unione fiscale per la stabilità". A nostro parere espressioni quale "unione fiscale" sono state utilizzate solo per far credere agli osservatori che tali decisioni rappresentino un punto di svolta verso l'opzione preferita dalla maggior parte della comunità degli investitori, che ritengono che un'unione fiscale sia la soluzione migliore per un rally a breve termine di titoli e obbligazioni.

Noi non condividiamo questa preferenza per un'unione fiscale, come abbiamo spiegato in dettaglio nel nostro *UBS research focus* sulla crisi del debito. Inoltre, un'unione fiscale richiede due pietre miliari che a nostro parere risultano politicamente inconcepibili data la storia dell'Europa.

Il primo requisito è che ogni Stato membro ceda la propria sovranità fiscale a un'istituzione europea centrale. Tale istituzione potrebbe quindi effettivamente imporre modifiche ai piani di budget nazionali e imporre sanzioni ai governi nazionali che non rispettano le regole di budget.

Il secondo requisito è un sistema di perequazione fiscale in cui grazie a degli aiuti economici verrebbero eliminate le disuguaglianze tra paesi e si eviterebbe che i paesi più deboli accumulino un debito insostenibile nei loro settori privato e pubblico. Oltre alla riluttanza di molti Stati membri a far parte di una "transfer union", a nostro parere tale sistema sarebbe praticamente impossibile da finanziare poiché richiederebbe ai paesi più forti importi che ci paiono ingestibili.

La proposta del summit della scorsa settimana è semplicemente una versione rivista delle regole di Maastricht esistenti. Le misure rappresentano ciò che è politicamente fattibile e non ciò che è auspicabile o sufficiente per arrestare la crisi. Riteniamo che le nuove norme non siano realmente applicabili, come il Patto di Stabilità e Crescita esistente e che un paese che viola i criteri di stabilità debba unicamente ideare un piano per ridurre nuovamente il suo disavanzo. Non vi sono sanzioni dolorose, nessuna riduzio-

ne dei diritti di voto e nessuna minaccia di esclusione dall'Eurozona. Comprendiamo che quest'ultima renderebbe nervosi i mercati per un'eventuale esclusione dei paesi periferici e una loro successiva immediata inadempienza, ma la mancanza di tale minaccia indica che l'Eurozona va avanti come in passato: i paesi che accumulano un debito eccessivo ricevono una lettera dalla Commissione e in risposta propongono un piano di consolidamento pluriennale, punto e basta.

Che cosa significa "strutturale"?

Nella costituzione o a un livello simile di legislazione ci sarà una norma fiscale custodita gelosamente. La norma prevede che "il disavanzo strutturale annuo non superi lo 0,5% del PIL nominale". Essa si incentra sul disavanzo strutturale e non su quello complessivo. Il vantaggio è che questo consentirà agli stabilizzatori automatici di funzionare in un periodo di flessione. Pertanto la norma è flessibile, il che rappresenta però anche uno svantaggio: non è chiaro cosa sia strutturale e cosa ciclico. In un periodo di flessione i governi possono semplicemente cambiare la definizione per consentire disavanzi maggiori senza infrangere la norma di budget. Cosa ancora più importante, va sottolineato che l'Italia, la Spagna e l'Irlanda si sarebbero totalmente conformate a queste norme di disavanzo fino al 2008, e a quel punto il freno all'indebitamento avrebbe consentito un'eccezione per contrarre maggior debito al fine di affrontare la particolare situazione della crisi finanziaria.

Il piano di stabilità sostiene che un paese che al momento supera il limite del 60% nel rapporto debito/PIL deve ridurre il suo debito in eccesso del 5% all'anno (norma 1/20). Ciò è possibile in paesi con livelli d'indebitamento intorno all'80% del PIL, ma riteniamo che per l'Italia in particolare sia difficile ridurre il suo indebitamento partendo da oltre il 120% date le previsioni di crescita economica al di sotto della media.

EFSF/ESM: troppo limitati per fare ciò che è necessario

Per quanto riguarda i meccanismi di supporto si è programmato di attivare l'ESM un anno in anticipo, entro luglio 2012, il che è ancora soggetto alle approvazioni nazionali e a un pagamento anticipato del necessario contributo in contanti da parte di ogni Stato membro. La maggioranza di voto richiesta per i nuovi programmi di supporto ESM dovrebbe essere abbassata all'85%, il che di fatto esclude l'opposizione della Finlandia e della Slovacchia, che si sono opposte alle decisioni passate e potrebbero non voler contribuire all'ESM in tali circostanze.

Questioni cruciali come la probabilità che il programma sia troppo limitato (500 mld di euro) e le fonti di finanziamento per l'ESM, sono state rimandate a marzo 2012. Riteniamo che un altro problema sarà la posizione della BCE che non può finanziare direttamente l'EFSF o l'ESM perché questo verrebbe interpretato come un finanziamento statale, il che non è consentito alla banca centrale. Riteniamo che l'EFSF necessiti di emettere almeno 45 mld di euro di obbligazioni il prossimo anno per coprire i programmi di supporto attualmente pianificati. Tale importo è grande quanto il finanziamento a termine previsto per i Paesi Bassi e dubitiamo che possa essere effettuato senza intoppi, soprattutto se S&P dovesse declassare l'EFSF insieme ad altri paesi europei una volta conclusa la sua attuale revisione dei rating.

Rimangono molte difficoltà

Oltre a questa futura decisione sui rating, siamo preoccupati per alcune necessità di rifinanziamento a breve termine, in particolare quelle dell'Italia. Il paese necessita di rifinanziare al mese circa 15 mld di euro in buoni del Tesoro, e 36 mld di euro in finanziamento a termine a febbraio, nonché 27 mld di euro a marzo e 28 mld di euro ad aprile. In assenza di un massiccio supporto da parte della BCE, che Draghi ha di nuovo escluso la scor-

sa settimana, questo rifinanziamento può essere difficile in un contesto in cui l'Europa è in recessione, la Grecia potrebbe risultare insolvente e il Portogallo potrebbe dover negoziare un pacchetto di supporto più ampio e prolungato. L'argomento dell'emissione di eurobond a garanzia congiunta non è stato toccato nella comunicazione del summit e riteniamo che su tali strumenti non verrà raggiunto un accordo neanche entro il 2012, nonostante siano stati ripetutamente proposti dai funzionari dell'UE e dai governi dei paesi periferici.

A breve termine, il trattato internazionale deve essere definito entro marzo 2012. Tuttavia vi sono molti ostacoli che potrebbero portare a notizie negative. La campagna elettorale francese è uno di questi, con i socialisti, dati per vincenti, che desiderano rinegoziare alcuni elementi.

In molte pubblicazioni abbiamo inoltre suggerito che uno dei principali rischi di coda per la crisi del debito dell'Eurozona è rappresentato da un eventuale declassamento del rating creditizio della Francia, perché questo potrebbe cambiare le carte in tavola. Per ragioni elettorali il presidente francese Sarkozy potrebbe fare dietrofront rispetto alla sua attuale politica di seguire passo per passo la Germania e diventare invece il difensore dei paesi "deboli" del Mediterraneo. Un contrasto tra Francia e Germania ostacolerebbe sicuramente l'attuale piano. Altri paesi, come la Finlandia, potrebbero avere difficoltà ad approvare le misure.

Consigli per gli investimenti

È meglio pensare che l'ultimo summit dell'"ultima chance" non sia l'ultimo. Le reazioni dei mercati venerdì, subito dopo il summit, sono state neutrali o negative, come già avvenuto per i vari ultimi summit. Probabilmente ci vorrà un po' di tempo perché il mercato riesca a valutare le conseguenze di tutte le decisioni prese.

La notizia positiva è che la BCE si è impegnata ad aiutare a risolvere i problemi di liquidità degli intermediari finanziari europei e i leader dell'Eurozona hanno deciso (almeno sulla carta) di prendere più seriamente i loro problemi di debito a lungo termine.

La notizia negativa è che non è stato fatto alcun progresso sulla modalità con cui risolvere la questione a breve termine del finanziamento e arrestare il contagio nel caso riprendesse. Come reagirà la BCE se, ad esempio, i tassi d'interesse italiani dovessero superare di molto il 7% questa settimana? Inoltre, per implementare le soluzioni a lungo termine ci vorrà tempo e a nostro parere queste non sono ancora sufficienti.

Per tali ragioni continuiamo a raccomandare di utilizzare eventuali riprese transitorie per eliminare i rischi derivanti dall'Europa periferica dal portafoglio. E per ora manteniamo un complessivo atteggiamento conservativo.

Le banche europee rimarranno sotto pressione

Tra i principali fattori che determinano il nostro continuo atteggiamento negativo sui titoli delle banche europee vi sono la prevalente incertezza riguardo alle difficoltà di finanziamento dei paesi dell'Eurozona, la minaccia di un'altra ondata di declassamenti del rating sovrano da parte di S&P, con una riduzione di molti paesi che attualmente godono di un rating AAA, l'imminente insolvenza della Grecia, il contesto economico di recessione e l'aumento della pressione sui detentori di obbligazioni per l'introduzione dei regimi di risoluzione delle banche in Europa. Riteniamo inoltre che i rischi legati alla raccolta di capitale rimarranno alti nei prossimi sei mesi, con un aumento del rischio di diluizione degli azionisti. Inoltre le stime sugli utili di consenso non sono ancora state incorporate nei maggiori accanto-

namenti che probabilmente le banche dovranno affrontare se l'Europa dovesse entrare in recessione.

Gli interessi europei potrebbero di nuovo divergere, con un rally dei Bund

La scorsa settimana, subito dopo il summit, i Bund sono tornati a essere un porto sicuro. La fuga verso la qualità è iniziata dopo il successo dell'asta dei bund del 7 dicembre. Dopo il panico suscitato dalla precedente asta della fine di novembre, l'asta di 2016 Bund con un rendimento medio dell'1,1% è stata un successo, con sottoscrizioni superiori di 1,73 volte rispetto a 1,2 volte di quella di novembre.

I risultati del summit dovrebbero supportare i Bund: almeno nel breve termine, gli eurobond sono stati esclusi e nel lungo termine è la norma fiscale dei future di "tipo tedesco" che rende interessanti i Bund rispetto alle obbligazioni del Tesoro USA e ai Gilt britannici. Non si può dire lo stesso delle altre obbligazioni dell'Eurozona. Le nuove linee di credito per gli intermediari finanziari europei potrebbero indurli ad acquistare più obbligazioni dei paesi periferici dell'Europa, o perlomeno a smettere di venderle, ma è tutto da vedere. Nel frattempo, date le necessità di finanziamento a breve termine di questi paesi, non raccomandiamo tali obbligazioni.

Futuro indebolimento dell'euro

Rimaniamo inoltre cauti sull'euro (e sul franco svizzero perché è ancora-tò all'euro). Anche se l'ultimo summit avesse risolto la crisi, il fatto che l'Eurozona stia entrando in recessione mentre il resto del mondo cresce è sufficiente per non preferire la moneta comune per i prossimi due mesi.

Conclusione generale

È probabile che le decisioni prese nell'ultimo summit "ultima chance" non siano sufficienti, anzi probabilmente non riusciranno neanche a evitare l'attuale crisi. L'Unione Monetaria Europea non funziona come una vera unione monetaria. Manca di convergenza e dei meccanismi per superare tale mancanza. La storia e la teoria economica ci dicono che esiste solo un modo per salvare l'UME nel lungo termine: un'unione fiscale e politica a pieno titolo. Ciononostante, tutto indica che questa non verrà effettuata. Pertanto nel lungo periodo l'UME rimarrà instabile e soggetta a crisi ricorrenti. Come affermato in molte pubblicazioni rimaniamo del parere che l'UME si disgregherà in un modo o nell'altro, anche se potrebbe accadere tra molti anni.

Appendice

Global Disclaimer

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. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. Alcuni prodotti e servizi sono soggetti a restrizioni legali e non possono essere offerti in tutto il mondo in modo incondizionato e/o potrebbero non essere idonei alla vendita a tutti gli investitori. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili e in buona fede, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita per mancanza di accuratezza o completezza (a 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. Le opinioni qui espresse possono discostarsi o essere contrarie alle opinioni espresse da altre aree di attività o divisioni di UBS a seguito dell'utilizzo di presupposti e/o criteri diversi. In ogni momento UBS AG 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 a 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 in seno a UBS o in altre aree, unità, divisioni o affiliate di UBS. Operazioni su futures e opzioni sono particolarmente rischiose. Il risultato passato di un investimento non rappresenta alcuna garanzia della sua futura evoluzione. Alcuni investimenti possono essere soggetti a improvvisi e consistenti perdite di valore e allo smobilizzo dell'investimento è anche possibile ricevere una somma inferiore a quella inizialmente investita o dover effettuare un versamento integrativo. Le variazioni dei corsi di cambio possono avere un effetto negativo sul prezzo, sul valore o sul rendimento di un investimento. 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 rivolgervi 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. 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 e il trasferimento per qualsiasi ragione di questo documento a parti terze. UBS non si riterrà responsabile per reclami o azioni legali di parti terze derivanti dall'uso o dalla distribuzione di questo documento. Questo documento è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dal diritto applicabile.

Australia: 1) **Clienti di UBS Wealth Management Australia Ltd:** Il presente avviso viene distribuito ai clienti di UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (titolare della Australian Financial Services Licence n. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, da UBS Wealth Management Australia Ltd. Il presente Documento contiene informazioni e/o raccomandazioni di carattere generale e non costituisce una consulenza personale in materia di prodotti finanziari. Il contenuto del Documento è stato pertanto preparato senza tenere conto degli obiettivi, della situazione finanziaria o delle esigenze di alcun destinatario specifico. Prima di qualsiasi decisione di investimento, un destinatario dovrebbe richiedere consulenza personale sui prodotti finanziari a un consulente indipendente e prendere in considerazione qualsiasi documento di offerta pertinente (compresa qualsiasi informativa sul prodotto), qualora venga presa in considerazione l'acquisizione di prodotti finanziari. 2) **Clienti di UBS AG:** Il presente avviso viene emesso da UBS AG ABN 47 088 129 613 (titolare della Australian Financial Services Licence n. 231087): il presente Documento viene emesso e distribuito da UBS AG, nonostante eventuali indicazioni diverse nel Documento. Il Documento è destinato all'utilizzo esclusivo da parte di «Clienti Wholesale» secondo la definizione della Sezione 761G («Wholesale Clients») del Corporation Act 2001 (Cth) («Corporations Act»). In nessun caso UBS AG potrà mettere il Documento a disposizione di un «Client Retail» secondo la definizione della Sezione 761G del Corporations Act. I servizi di ricerca di UBS AG sono offerti unicamente ai Clienti Wholesale. Il Documento è costituito da informazioni di carattere generale e non tiene conto degli obiettivi di investimento, finanziari né della situazione fiscale o di particolari esigenze di alcuna persona. **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». **Bahrain:** UBS SA è una banca svizzera non autorizzata, né sottoposta a vigilanza o regolamentata nel Bahrain dalla Banca Centrale del Bahrain e non intrattiene attività bancarie o di investimento nel Bahrain. Per questo motivo, i Clienti non godono di alcuna protezione relativamente alle leggi e ai regolamenti locali sui servizi bancari e di investimento. **Belgio:** La presente pubblicazione non costituisce né un'offerta pubblica né una sollecitazione di offerta ai sensi del diritto belga, ma può essere messa a disposizione, a scopi informativi, di clienti di UBS Belgium NV/SA, una banca sottoposta al controllo della «Commission Bancaire, Financière et des Assurances», alla quale la presente pubblicazione non è stata sottoposta per approvazione. **Canada:** In Canada, la presente pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Wealth Management Canada da UBS Investment Management Canada Inc.. **Dubai:** Research è pubblicato da UBS AG Dubai Branch all'interno del DIFC; è inteso unicamente per clienti professionali e non per un'ulteriore 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», l'«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 «Consob» e della «Banca d'Italia». **Jersey:** UBS SA, filiale di Jersey, è regolata e autorizzata dalla Commissione per i servizi finanziari 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. **Messico:** Questo documento è stato distribuito da UBS Asesores México, S.A. de C.V., ente non soggetto alla supervisione della Commissione Nazionale per la Banca e la Borsa Valori. UBS Gruppo Financiero, S.A. de C.V. non fa parte di nessun altro gruppo finanziario messicano e le proprie obbligazioni non sono garantite da nessuna terza parte. UBS Asesores México, S.A. de C.V. non garantisce nessun rendimento. **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 provengano da paesi esterni al Regno Unito, gli stessi non saranno coperti dalla legislazione del Regno Unito o dal Financial Services Compensation Scheme. **Singapore:** Per qualsiasi questione derivante da o in connessione con l'analisi e il 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. 19) sottoposta alla vigilanza della Monetary Authority of Singapore. **Spagna:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Bank, S.A. da UBS Bank, S.A., banca registrata presso la «Banca di Spagna». **USA:** Distribuita alle cosiddette «US person» da UBS Financial Services Inc. UBS Securities LLC è una succursale di UBS AG e un'affiliate di UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. è responsabile del contenuto di una relazione elaborata da un'affiliate non statunitense quando distribuisce relazioni alle «US person». Tutte le transazioni effettuate da una «US person» e riguardanti i titoli citati in questa relazione devono essere eseguite da una società di negoziazione titoli registrata negli Stati Uniti e affiliata a UBS, e non da un'affiliate non statunitense.

Versione 05/2011. © UBS 2011. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.