



Christian Nolting  
CIO Globale

## Considerazioni sui tassi d'interesse

Individuare i fattori all'origine dell'aumento del tasso d'interesse negli Stati Uniti è relativamente semplice, ma prevederne gli effetti sugli investimenti internazionali è una questione più complessa. Alcuni Paesi emergenti già si trovano in difficoltà.

1

Continua la divergenza tra l'aumento dei rendimenti delle emissioni del Tesoro statunitense e i tassi d'interesse europei.

2

L'ascesa dei rendimenti favorisce le obbligazioni aziendali e le azioni cicliche rispetto a quelle difensive.

3

Il rialzo del tasso d'interesse negli Stati Uniti, che sostiene il dollaro, non è senza conseguenze per i Paesi emergenti.

① Dall'inizio dell'anno il rendimento dell'obbligazione governativa statunitense (Treasury) decennale è aumentato di 59 punti base, ma l'incremento dei rendimenti non riguarda solo il segmento a lunga scadenza della curva. Come approfondiamo a pagina 2, l'aumento del tasso d'interesse negli Stati Uniti è alimentato dall'accelerazione della crescita economica statunitense, dal graduale ritorno dell'inflazione e infine dal mutato rapporto tra domanda e offerta dei titoli del Tesoro statunitense in seguito all'aumento del debito pubblico. Invece dall'Europa non giungono segni di variazione del tasso d'interesse di riferimento; verosimilmente la BCE prenderà questa decisione solo a 2019 avanzato, mentre nella riunione dello scorso giovedì 10 maggio il Comitato di politica monetaria della Banca d'Inghilterra ha deciso di lasciare il tasso d'interesse invariato. Notiamo inoltre che i differenziali di rendimento tra le emissioni biennali e decennali statunitensi e tedesche sono al massimo storico dal 1999, anno dell'introduzione dell'euro.

② Dunque a quali investimenti andranno le nostre preferenze? Come approfondiamo a pagina 2, se alla fine del 2018 il rendimento del Treasury decennale raggiungesse il 3,25%, il rendimento totale di quest'emissione rimarrebbe attestato allo 0,80% per l'anno in corso. Questa considerazione suggerisce di privilegiare obbligazioni del tipo *investment grade, high yield e Floating Rate Notes*, grazie ai loro rendimenti più alti ed il margine di diminuzione dello spread. Nel mercato azionario, a parità degli altri fattori, l'aumento del tasso d'interesse alimentato dalla crescita economica tende a favorire i settori ciclici rispetto a quelli difensivi che privilegiano il rendimento.

③ L'aumento del tasso d'interesse negli Stati Uniti influisce sull'andamento del dollaro e quindi anche sugli investimenti. Il recente apprezzamento del dollaro ha già messo in difficoltà alcuni Paesi emergenti da tempo agitati da problematiche politiche interne, a cominciare dall'Argentina e dalla Turchia. I mercati sono stati innervositi dalle possibili priorità strategiche del nuovo governo malese, eletto lo scorso giovedì. Oggi i fondamentali più solidi e valute locali più deboli dovrebbero permettere ai Paesi emergenti di far fronte alla situazione attuale meglio di quanto riuscirono a fare durante la crisi obbligazionaria del 2013, ma il rischio di errori politici è sempre presente.

## All'interno del Bulletin

Lettera dalle aree geografiche	2
View per asset class	5
Previsioni	9
One-pager mercati	10
Analisi dei fondamentali	11
Calendario	12
Glossario	13



Prospettive  
Lettera dalle aree geografiche  
View per asset class  
Previsioni  
One-pager mercati  
Analisi dei fondamentali  
Calendario  
Glossario

## Rischio di rendimenti governativi in rialzo

### STATI UNITI

Larry V Adam  
CIO and Chief Investment Strategist – WM Americas

Quest'anno uno dei temi cruciali per i mercati, che dall'inizio dell'anno influisce sulle performance dei vari tipi d'investimento, è la costante ascesa del tasso d'interesse. Il rendimento del Treasury decennale, risalito di 164 punti base dal minimo di luglio 2016 e di 59 punti base dall'inizio dell'anno, ora è attestato al massimo da gennaio 2014 e oscilla attorno alla soglia psicologica del 3%. L'impennata dei rendimenti non si limita al segmento a lunga scadenza della curva: infatti negli stessi periodi il rendimento del Treasury biennale è salito rispettivamente di 198 e 65 punti base e ora è attestato al 2,52%, il valore massimo dal 2008. Nei prossimi 12 mesi prevediamo un modesto aumento dei rendimenti e riteniamo che entro marzo 2019 quello del Treasury decennale dovrebbe salire al 3,25%. Tra i fattori propizi all'ascesa dei rendimenti ricordiamo:

- 1. L'accelerazione della crescita economica** – Anche se il +2,30% di espansione economica nel primo trimestre è stato inferiore all'obiettivo del presidente Trump del +3%, si tratta di un risultato solido e ampiamente superiore alla media dello +0,10% relativa ai primi trimestri del decennio precedente.
- 2. L'inflazione torna a fare capolino** – L'inflazione si riaffaccia gradualmente nell'economia sull'onda dell'accelerazione della crescita, della forza del mercato del lavoro (per la prima volta dal 2000 la disoccupazione è scesa sotto il 4%) e dell'impennata del prezzo del greggio (la qualità WTI costa più di 71 USD al barile). L'aumento dell'1,90% a/a della spesa per i consumi personali (esclusi i generi alimentari e prodotti energetici) è il più consistente da oltre un anno, tanto da indurre la Federal Reserve a esprimere in un recente comunicato la previsione del ritorno dell'inflazione in tempi brevi a una quota "vicina" al 2% auspicato. La recente accelerazione dell'inflazione è dimostrata anche dal cosiddetto 10-year breakeven, ossia il differenziale di rendimento tra l'emissione decennale a tasso fisso e i titoli indicizzati all'inflazione, che è il più ampio dal 2014. Un aumento contenuto dell'inflazione dovrebbe consentire alla Federal Reserve di attuare tre strette monetarie nei prossimi 12 mesi, creando una situazione propizia a un modesto aumento dei tassi d'interesse.
- 3. Variazione del rapporto tra domanda e offerta** – Visto il rapido aumento del debito pubblico causato dalla riforma tributaria, nei prossimi anni si prevede un massiccio aumento delle aste di titoli di Stato, la cui offerta potrebbe addirittura raddoppiarsi o triplicarsi rispetto al 2017. In effetti, nell'asta della scorsa settimana il Tesoro ha cercato di stimolare la domanda del titolo decennale offrendo una cedola del 2,995%, la più cospicua da luglio 2011 a oggi. Probabilmente il ricorso ad aste più massicce, contestualmente alla minore domanda da parte della Federal Reserve, ridurrà ulteriormente il rapporto di copertura tra titoli offerti e richiesti e farà aumentare i tassi d'interesse.
- 4. Debole resistenza tecnica** – La resistenza del rendimento del Treasury decennale a quota 3.04% si mantiene insuperata da molto tempo. Pur avendo retto ai recenti assalti, il superamento di questa quota porrebbe la nuova resistenza chiave a circa il 3,60%, molto superiore alla nostra previsione del 3,25%.

Un'ulteriore impennata dei rendimenti dei Treasury influirebbe notevolmente sulle prospettive dei nostri investimenti:

- **Mercato obbligazionario** — Se alla fine del 2018 il rendimento del Treasury decennale raggiungesse il 3,25%, il rendimento totale di quest'emissione rimarrebbe attestato a -0,80% per l'anno in corso. Per questo motivo confermiamo la nostra preferenza per le obbligazioni aziendali (*floating rate notes, investment grade e high yield*), poiché i loro rendimenti più alti e il margine di diminuzione dello spread dovrebbero permettere di ottenere performance più soddisfacenti.
- **Mercato azionario** — L'aumento del tasso d'interesse, alimentato dalla crescita economica, favorisce i settori ciclici (tecnologia, finanza, consumi voluttuari, industria) e tende a pregiudicare quelli difensivi e che privilegiano il rendimento (telefonia ed erogatori di servizi pubblici). Per questo motivo preferiamo i settori ciclici a quelli difensivi.
- **Dollaro e Materie prime** — La preferenza dei capitali per le economie che offrono tassi d'interesse maggiori è uno dei motivi per cui confermiamo la previsione di un ulteriore apprezzamento del dollaro. Invece l'aumento del tasso d'interesse tendenzialmente pregiudica gli investimenti in beni infruttiferi, come l'oro.



Prospettive  
Lettera dalle aree geografiche  
View per asset class  
Previsioni  
One-pager mercati  
Analisi dei fondamentali  
Calendario  
Glossario

## Eurozona, Gran Bretagna e Turchia

### EMEA

Stéphane Junod  
CIO EMEA and Head of WD EMEA

#### L'eurozona si stabilizza

Dopo un fiacco inizio dell'anno, caratterizzato da una raffica di dati economici deludenti, il quadro macroeconomico dell'eurozona invia segnali di stabilizzazione. A marzo la produzione industriale tedesca ha superato le attese, mettendo a segno un +1% m/m invece del previsto +0,80% e accumulando un apprezzabile 3,20% di incremento annuo. Quest'aumento, pur non compensando interamente il calo dell'1,70% registrato a febbraio e lasciando la produzione dei primi tre mesi a -0,20 rispetto al quarto trimestre del 2017, inverte la tendenza negativa in corso dall'inizio dell'anno e conferma la nostra previsione di una prosecuzione dell'espansione economica a ritmi superiori alla media, principalmente grazie al consistente aumento dei redditi e alla disponibilità di finanziamenti a buon mercato. È opportuno notare che dopo il +2,50% del PIL registrato nell'eurozona nel 2017 (il maggiore dell'ultimo decennio), sarà difficile mantenere lo stesso ritmo nel 2018. Attualmente il quadro nell'eurozona resta diseguale. A marzo la produzione industriale spagnola è aumentata del 5,10% a/a, superando ampiamente il previsto +3,30%, mentre in Francia è inaspettatamente diminuita dello 0,40%. Nello stesso periodo, ossia dall'inizio dell'anno fino a marzo, in Italia le vendite al dettaglio sono aumentate del 2,90%, mentre la produzione industriale a marzo è salita più del previsto (+1,20% m/m). Data la dipendenza dell'eurozona dalle esportazioni, un possibile ostacolo potrebbe essere l'inasprimento delle controversie commerciali in corso. La Germania è particolarmente vulnerabile a turbative del commercio internazionale.

#### La Banca d'Inghilterra non aumenta il tasso d'interesse

Fuori dell'eurozona, nella riunione di giovedì 10 maggio il Comitato di politica monetaria della Banca d'Inghilterra ha deciso di lasciare invariato il tasso d'interesse. La maggioranza dei votanti infatti ha preferito attendere "e valutare l'andamento dei dati". La Banca d'Inghilterra considera transitorio il rallentamento dell'economia nel primo trimestre e ritiene che l'inflazione si attenerà un po' più rapidamente del previsto.

#### L'inflazione in Svizzera resta a livelli minimi

Per quanto riguarda i tassi d'interesse in Svizzera, generalmente si ritiene che rimarranno negativi vista la crescita economica ancora fiacca e l'andamento dell'inflazione, che secondo l'indice dei prezzi al consumo dall'inizio dell'anno ad aprile è stata pari allo 0,80%, quindi perfino inferiore al già modesto +0,90% previsto. Nel mese di aprile l'indice dei prezzi al consumo è salito soltanto dello 0,20%, nonostante il livello bassissimo della disoccupazione: ad aprile il tasso destagionalizzato di disoccupazione m/m è sceso al 2,70%, anziché aumentare al 2,90% come previsto.

#### L'inflazione in Turchia suggerisce un aumento dei tassi

Invece l'inflazione corre più del previsto. In Turchia, dove ad aprile è balzata al 10,90% a/a dal 10,20% di marzo. Il recente scivolone della lira turca è parzialmente responsabile dell'aumento dei prezzi in 7 delle 12 categorie principali del paniere misurato dall'indice dei prezzi al consumo. Ancora più marcata (+12,20% a/a, il tasso maggiore dal 2004) è stata l'impennata dell'inflazione inerziale, che non considera i prezzi dei generi alimentari e dell'energia. Il mese scorso la Banca centrale turca ha aumentato di 75 punti base il tasso ufficiale di riferimento, ma già si prevede che si renderà necessario un altro intervento, probabilmente a luglio.





Prospettive  
Lettera dalle aree geografiche  
View per asset class  
Previsioni  
One-pager mercati  
Analisi dei fondamentali  
Calendario  
Glossario

## L'export cinese ed il calo dello yuan

ASIA

Tuan Huynh  
CIO APAC and Head of WD APAC

### Cina: export in salita nonostante la disputa sui dazi

Il +12,90% a/a messo a segno ad aprile dalle esportazioni cinesi ha superato l'aumento dell'8% previsto dagli analisti. A marzo invece le esportazioni erano diminuite del 2,70% a/a. Il balzo in avanti delle esportazioni ad aprile indica che il timore di un conflitto commerciale ha influito solo limitatamente sulle attività commerciali della Cina. Le esportazioni sono tornate a salire verso tutte le destinazioni e quelle dirette negli Stati Uniti, in Giappone e nell'UE sono aumentate di quasi il 10% a/a. Questi dati confermano la perdurante solidità della ripresa economica già in corso contemporaneamente nel tutto il mondo. Il notevole +21,50% a/a delle importazioni di aprile ha superato sia il dato previsto (+16%), sia il +14,40% a/a di marzo. Nello stesso mese l'avanzo della bilancia commerciale cinese è stato di 28,80 mld di dollari, mentre a marzo il saldo passivo era stato di 5 mld di dollari.

A nostro avviso il pericolo principale per le esportazioni cinesi nel secondo semestre dell'anno saranno le controversie commerciali. Il primo incontro del negoziato sul commercio tra Stati Uniti e Cina si è svolto il 3-4 maggio a Pechino, ma si è chiuso con un nulla di fatto. Il secondo colloquio si terrà a Washington. Nello scenario che riteniamo più probabile la trattativa commerciale tra USA e Cina sarà lenta e difficile, ma alla fine otterrà qualche progresso. La Cina è attivamente impegnata ad aprire il mercato interno agli investimenti esteri, particolarmente nel settore finanziario, e agevola l'aumento delle importazioni per ridurre l'avanzo della bilancia commerciale. Questi provvedimenti meritano di essere considerati un'indicazione dell'atteggiamento collaborativo della Cina prima dell'inizio della trattativa commerciale.

A nostro avviso gli elementi trainanti dell'economia cinese saranno i consumi e le esportazioni. Nel primo trimestre dell'anno l'aumento del PIL è stato pari al 6,80%, ma probabilmente alla fine dell'anno scenderà sotto il 6,50%, frenato principalmente dal rallentamento del settore delle infrastrutture e di quello immobiliare, tradizionalmente dipendenti dall'indebitamento. Tuttavia riteniamo che grazie al robusto andamento dei consumi e delle esportazioni questo graduale rallentamento non causerà né una brusca caduta dell'economia cinese né una repentina frenata della sua espansione.

### Ci si attende una leggera svalutazione dello yuan

Per quanto riguarda le valute, prevediamo una modesta svalutazione dello yuan rispetto al dollaro nei prossimi 12 mesi, per i seguenti motivi: 1) Il dollaro si apprezzerà dopo i prossimi aumenti del tasso d'interesse attuati dalla Federal Reserve; 2) il rincaro del petrolio e i provvedimenti del governo per stimolare le importazioni ridurranno l'attuale avanzo delle partite correnti cinesi; 3) la Banca popolare cinese sta affinando la sua politica monetaria, come dimostra la diminuzione del tasso interbancario Shibor dopo la riduzione del coefficiente della riserva obbligatoria. Per questo motivo l'attuale differenziale tra i tassi d'interesse statunitense e cinese è inferiore a quello d'inizio d'anno. Prevediamo a fine marzo 2019 un tasso di cambio USD/CNY in calo a 6,50 dal 6,38 del 9 maggio 2018.



- Prospettive
- Lettera dalle aree geografiche
- View per asset class
- Previsioni
- One-pager mercati
- Analisi dei fondamentali
- Calendario
- Glossario

## Utili societari nel primo trimestre

### Azionario

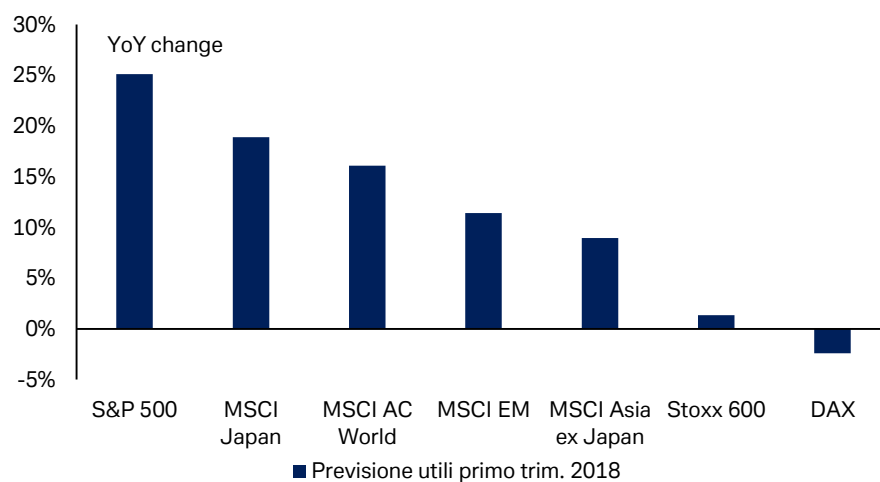
- Gli utili societari del primo trimestre negli Stati Uniti hanno ampiamente battuto le aspettative. L'incremento previsto degli utili del primo trimestre delle aziende incluse nell'indice S&P 500 è stato corretto al rialzo di circa il 5,80% e attualmente è stimato a circa il 25,10%.
- Approssimativamente l'80% delle aziende dell'indice S&P 500 ha superato perfino le previsioni più rosee, uguagliando il massimo storico di aumento degli utili stabilito nel quarto trimestre del 2017.
- Inoltre, anche se secondo le proiezioni l'incremento degli utili più consistente del 2018 dovrebbe realizzarsi proprio nel primo trimestre, da qualche tempo gli utili previsti nell'intero esercizio finanziario 2018 appaiono in forte accelerazione (+8,40%) e dovrebbero mantenersi elevati per tutto l'anno (nell'esercizio finanziario 2018 gli analisti prevedono un utile per azione di 160 USD).
- Oltre al balzo in avanti degli utili, l'indice S&P 500 ha mostrato un'impetuosa crescita dei ricavi (+8%) e nel primo trimestre l'aumento delle vendite più consistente è stato ottenuto dai settori tecnologico (+16,40%) e dei materiali (+13,30%).
- Tra i settori dell'indice S&P 500 il nostro preferito è la tecnologia, protagonista di un periodo di pubblicazione degli utili particolarmente brillante con circa il +33,10%.
- Anche nel resto del mondo gli utili del primo trimestre sono stati notevoli, come dimostra l'incremento a due cifre delle azioni degli indici MSCI Japan (+18,90%), MSCI AC World (+15,80%) ed MSCI EM (+10,90%).
- Inoltre a livello mondiale gli utili per azione mostrano un eccellente andamento e dall'inizio dell'anno in tutti i settori dell'indice MSCI AC World sono stati corretti al rialzo rispetto quelli già previsti per l'esercizio finanziario 2018.
- Agli ottimi utili delle azioni internazionali fanno da contraltare i deludenti risultati delle aziende europee, dal +2% dell'indice Stoxx 600 al +2,40% del DAX. Tuttavia prevediamo l'incremento di questi utili nell'esercizio finanziario 2018 (Stoxx 600 +9,20% e DAX +9,30%).

### Azioni

**Nel primo trimestre 2018 la percentuale di aziende dell'indice S&P 500 che hanno aumentato gli utili più del previsto ha eguagliato il massimo storico.**

— Focus della settimana

## Utili delle imprese in aumento nel primo trimestre





- Prospettive
- Lettera dalle aree geografiche
- View per asset class
- Previsioni
- One-pager mercati
- Analisi dei fondamentali
- Calendario
- Glossario

## Opportunità nell'obbligazionario USA

### Reddito fisso statunitense

- Il miglioramento dei fondamentali economici, l'intensificarsi delle tensioni inflazionistiche, le crescenti previsioni di prossime strette monetarie da parte della Federal Reserve e la politica fiscale espansiva del governo, che ha reso necessario aumentare le emissioni per finanziare il deficit pubblico, hanno spinto il rendimento decennale dei titoli del Tesoro statunitense al massimo degli ultimi anni (+2,98%).

- In particolare, dall'inizio dell'anno le performance delle obbligazioni aziendali statunitensi del tipo *investment grade* sono state le peggiori dell'intero settore obbligazionario (-3,50% fino al 7 maggio), in parte a causa del notevole ampliamento dello spread causato dall'intensa volatilità imperante nei mercati finanziari. Si tratta di un ampliamento di 18 punti base, in termini relativi maggiore di quello delle obbligazioni ad alto rendimento (high yield) e dei Paesi emergenti.

- Ciò ha causato deflussi di capitali dalle obbligazioni aziendali investment grade, spingendo l'indice Bloomberg Barclays Investment Grade Credit quasi al limite dell' "ipervenduto" (indice di forza relativa <30).

- Riteniamo ingiustificata rispetto ai fondamentali questa debolezza e riteniamo che sussista un' opportunità d'acquisto per i seguenti motivi:

1. Probabile riduzione dello spread – Il rafforzamento dei fondamentali ci fa ritenere verosimile nei prossimi 12 mesi la riduzione dello spread (ossia del rendimento rispetto ai Treasury) a 80 punti base (30 in meno rispetto a quelli attuali). Ciò compenserà gli eventuali successivi aumenti di quelli dei Treasury, che secondo le previsioni saliranno di 25 punti base.

2. Rendimenti dei titoli di alta qualità – Se come crediamo la diminuzione dello spread compenserà il maggior rendimento dei Treasury, un aumento del 4% del rendimento delle emissioni investment grade (il maggiore dal 2011) dovrebbe rappresentare un differenziale appetibile per gli investitori alla ricerca di buoni rendimenti offerti da emissioni di qualità elevata.

3. Conseguenze della riforma tributaria – Le obbligazioni aziendali di qualità da investimento dovrebbero beneficiare di due fattori: il rimpatrio dei capitali dopo la riforma tributaria e il calo delle emissioni grazie alla semplificazione della normativa e al conseguente minor fabbisogno di capitali nel settore finanziario, che è quello maggiormente ponderato nell'indice dei titoli di qualità da investimento.

### Previsioni degli spread *investment grade*

Reddito fisso

Prevediamo la diminuzione dello spread a 80 punti base entro 12 mesi e consideriamo i recenti ribassi delle obbligazioni *investment grade* come un'opportunità d'acquisto

Deutsche Bank  
PCC International



Fonte: FactSet, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 2 maggio 2018.



Prospettive  
Lettera dalle aree geografiche  
View per asset class  
Previsioni  
One-pager mercati  
Analisi dei fondamentali  
Calendario  
Glossario

## Gli Stati Uniti si ritirano dall'accordo con l'Iran

### Materie prime

Dopo mesi di ipotesi e di critiche provenienti dalla Casa Bianca, questa settimana il presidente Trump ha annunciato la decisione dell'amministrazione statunitense di ritirarsi dall'accordo sul nucleare iraniano.

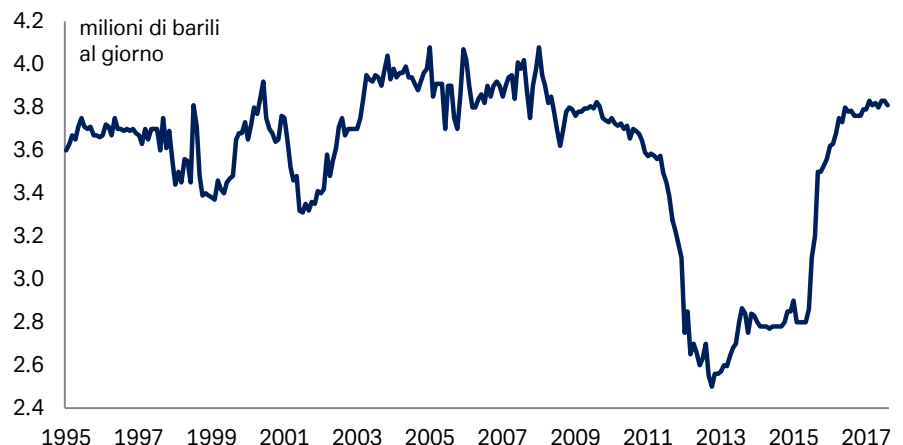
- L'amministrazione Trump ha confermato la volontà di reimporre le sanzioni "per ridurre le vendite iraniane di greggio" dopo un periodo di "graduale riduzione" di 180 giorni.
- L'amministrazione Trump ha chiesto agli altri paesi di ridurre le importazioni di greggio dall'Iran durante questo periodo.
- Ora bisognerà vedere se anche questa volta le sanzioni saranno seguite dai Paesi dell'UE alleati degli Stati Uniti (Regno Unito, Francia e Germania), che dopo la decisione dell'amministrazione Trump si sono affrettati a confermare l'adesione all'accordo sul nucleare iraniano.
- Poiché l'Iran è il secondo maggior produttore dell'OPEC ed esporta circa 2 mln di barili al giorno (40% dei quali in Europa), nelle ultime settimane il prezzo del greggio si è rapidamente impennato a 70 USD al barile per il timore che le esportazioni iraniane ricadano ai volumi del 2016, quando le sanzioni erano ancora in vigore.
- Anche se l'incertezza sulla produzione e sulle esportazioni dell'Iran manterrà alto il prezzo del petrolio, i fondamentali confermano la nostra previsione di una fascia di oscillazione della quotazione del greggio tra 55 e 65 dollari al barile.
- Ricordiamo alcuni fattori contrari al rincaro del petrolio:
  1. Andamento stagionale – Generalmente il prezzo del greggio sale durante il periodo dei viaggi automobilistici estivi e dopo il picco di giugno diminuisce sino alla fine dell'anno.
  2. Apprezzamento del dollaro – Se come crediamo il dollaro si rafforzasse, la correlazione inversa con la valuta statunitense dovrebbe far calare il prezzo del greggio WTI.
  3. Posizionamento eccessivo – Il posizionamento degli operatori sul greggio resta vicino al massimo storico e qualche notizia negativa potrebbe causare una repentina flessione del prezzo.

### La produzione di petrolio in Iran

Materie prime

**Dopo la decisione statunitense di ritirarsi dall'accordo sul nucleare iraniano, il prezzo del petrolio ha superato i 70 USD al barile.**

— Focus della settimana





Prospettive  
Lettera dalle aree geografiche  
View per asset class  
Previsioni  
One-pager mercati  
Analisi dei fondamentali  
Calendario  
Glossario

## Ulteriore apprezzamento del dollaro?

### Valute globali

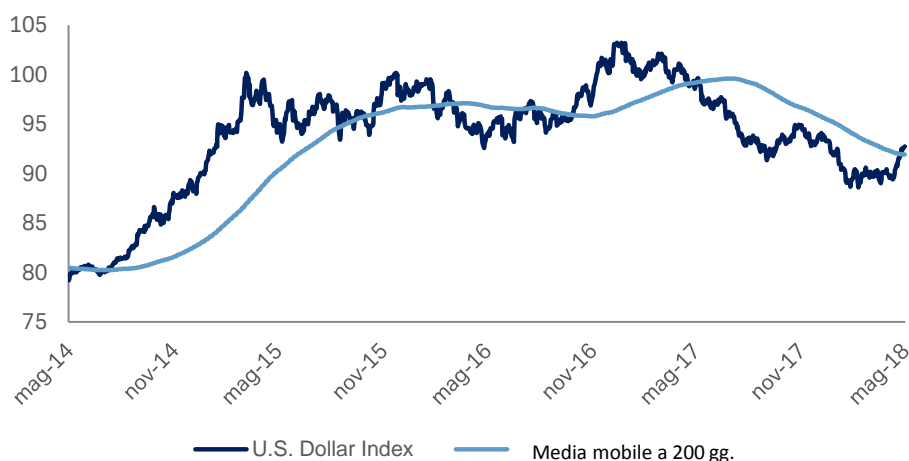
- Dopo essere sceso al cambio più basso dal 2015, il dollaro ha ripreso quota guadagnando circa il 5% dal minimo di febbraio.
- Dall'inizio dell'anno l'U.S. Dollar Index (DXY) è in territorio positivo e per la prima volta da 12 mesi si è attestato sopra la sua media mobile a 200 giorni.
- Particolarmente notevole è stato l'apprezzamento del dollaro sull'euro. Il cambio EUR/USD è sceso al minimo dell'ultimo quadrimestre (<1,19).
- Riteniamo che il rafforzamento del dollaro proseguirà nei prossimi 12 mesi e confermiamo la nostra previsione di un cambio EUR/USD a quota 1,15 entro marzo 2019.
- Ricordiamo alcuni dei fattori che sostengono il dollaro rispetto all'euro:
  - Espansione economica più intensa negli USA – L'economia statunitense mantiene una dinamica relativamente più vigorosa rispetto all'eurozona. Questo andamento è reso evidente dalla permanenza dell'indice U.S. Citigroup Economic Surprise in territorio positivo, mentre l'indice Eurozone Surprise è sceso al minimo dal 2011 e si trova ora in territorio ampiamente negativo. Per quanto riguarda la crescita economica, si prevede che il PIL statunitense resterà molto superiore a quello dell'eurozona nel 2018, nel 2019 e nel 2020.
  - Ampliamento dei differenziali tra i tassi d'interesse – Il rendimento del titolo decennale statunitense è leggermente sceso dal massimo di inizio anno (3,02% il 25 aprile), ma il differenziale rispetto al Bund tedesco è il più ampio dal 1989.
  - Politica monetaria più restrittiva della Federal Reserve – Prevediamo che la Federal Reserve attuerà tre strette monetarie nei prossimi 12 mesi, mentre nello stesso periodo la BCE si limiterà a mantenere lo statu quo. Inoltre nell'ultimo biennio la Federal Reserve ha ridotto lo stato patrimoniale del 3%, mentre la BCE l'ha aumentato del 53%.
  - Posizionamento eccessivo – Nonostante la recente debolezza dell'euro, le posizioni nette d'acquisto della moneta comune restano vicine al massimo storico. Questo eccesso di operazioni tutte nello stesso senso predice l'ulteriore declino dell'euro.

Cambi

Per la prima volta da maggio 2015 l'U.S. Dollar Index (DXY) ha superato la sua media mobile a 200 giorni

— Focus della settimana

### L'indice del dollaro (DXY) incrocia la media a 200 gg.







Prospettive  
Lettera dalle aree geografiche  
View per asset class  
Previsioni  
One-pager mercati  
Analisi dei fondamentali  
Calendario  
Glossario

## Previsioni di Deutsche Bank

		Fine marzo 2019
<b>Indici azionari</b>		
USA (S&P 500)		2.850
Eurozona (Euro STOXX 50)		3.640
Germania (DAX)		13.500
Regno Unito (FTSE 100)		7.200
Giappone (MSCI Japan)		1.080
Asia ex Japan (MSCI in USD)		790
America Latina (MSCI in USD)		3.200
<b>Key sovereign bond yields (10-year, %)</b>		
USA		3,25
Germania		1,00
Regno Unito		1,75
Giappone		0,10
<b>Materie Prime</b>		
Petrolio (WTI)		60
Oro in USD		1.290
<b>Cambi</b>		
	<b>3 mesi</b>	<b>Fine marzo 2019</b>
EUR/USD	1,20	1,15
USD/JPY	109	112
EUR/GBP	0,85	0,90
GBP/USD	1,41	1,28
USD/CNY	6,32	6,50
EUR/CHF	1,19	1,15
EUR/NOK	9,50	9,30
USD/CAD	1,245	1,25
AUD/USD	0,78	0,76
NZD/USD	0,72	0,71
USD/BRL	3,44	3,30
USD/TRY	4,20	4,20
USD/RUB	64,0	57,0



- Prospettive
- Lettera dalle aree geografiche
- View per asset class
- Previsioni
- One-pager mercati
- Analisi dei fondamentali
- Calendario
- Glossario

## Fatti e Cifre

	Valore attuale	Rendim. 1 settimana	Rendim. mensile	Rendim. anno in corso	8 mag. 2017 8 mag. 2018	8 mag. 2016 8 mag. 2017	8 mag. 2015 8 mag. 2016	8 mag. 2014 8 mag. 2015	8 mag. 2013 8 mag. 2014
<b>Obbligazioni</b>									
2 anni Bund (Germania)	-0.58%	-0.02%	-0.07%	-0.17%	-0.59%	-0.42%	0.14%	0.55%	0.10%
5 anni Bund (Germania)	-0.06%	0.01%	-0.21%	-0.22%	-0.40%	0.09%	2.49%	2.85%	0.98%
10 anni Bund (Germania)	0.56%	0.02%	-0.57%	-0.59%	0.29%	-1.33%	5.29%	10.54%	1.64%
10 anni Gilt (Regno Unito)	1.48%	-0.34%	-0.30%	-1.75%	-0.90%	5.57%	7.01%	9.96%	-3.19%
2 anni BTP	-0.18%	-0.04%	-0.05%	0.31%	0.72%	0.10%	0.46%	1.90%	3.32%
5 anni BTP	0.69%	-0.18%	0.01%	1.26%	3.66%	0.06%	3.47%	6.13%	9.39%
10 anni BTP	1.86%	-0.67%	-0.53%	2.62%	6.46%	-2.56%	4.02%	14.73%	12.92%
Barclays Euro Corporate	0.93%	-0.09%	-0.09%	-0.43%	1.25%	2.27%	2.12%	4.98%	3.78%
Barclays Euro High Yield	3.04%	-0.14%	0.36%	-0.06%	3.00%	8.59%	1.28%	4.91%	9.35%
JP Morgan EMBIG Div.	6.34%	-0.34%	-0.29%	-3.67%	-8.16%	13.79%	2.09%	29.10%	-4.93%
<b>Azioni</b>									
USA (S&P 500)	2,671.9	0.6%	2.6%	-0.1%	11.4%	16.6%	-2.8%	12.8%	14.9%
Eurozona (Euro Stoxx 50)	3,557.9	0.6%	4.4%	1.5%	-2.3%	24.0%	-19.5%	13.9%	15.1%
Germania (DAX)	12,912.2	2.4%	5.5%	0.0%	1.7%	28.6%	-15.7%	21.9%	16.5%
Regno Unito (FTSE 100)	7,565.8	0.6%	5.3%	-1.6%	3.6%	19.2%	-13.1%	3.0%	3.9%
Italia (FTSE MIB)	24,142.5	0.7%	5.3%	10.5%	12.7%	20.1%	-23.5%	7.3%	25.9%
Francia (CAC 40)	5,521.9	0.0%	5.0%	3.9%	2.6%	25.2%	-15.5%	12.9%	13.9%
Giappone (MSCI Japan)	1,050.3	0.2%	3.7%	-2.1%	11.1%	21.0%	-20.0%	37.0%	-3.2%
Asia ex Giappone (MSCI, USD)	713.8	-1.0%	0.5%	0.0%	18.8%	23.5%	-21.5%	13.1%	-2.8%
America Latina (MSCI, USD)	2,797.6	-5.9%	-7.6%	-1.1%	7.4%	20.7%	-21.4%	-18.1%	-11.7%
<b>Mattie prime &amp; Alternativi</b>									
WTI (USD)	69.06	2.7%	11.3%	14.3%	48.7%	4.0%	-24.7%	-40.8%	3.9%
Oro (USD)	1,307.8	0.3%	-1.9%	0.3%	6.4%	-4.8%	8.9%	-8.0%	-12.2%
EUR/USD	1.1855	-1.1%	-3.3%	-1.3%	8.4%	-4.3%	1.8%	-19.1%	5.2%
EUR/GBP	0.8770	-0.6%	0.7%	-1.2%	3.8%	6.7%	8.8%	-11.1%	-3.4%
EUR/JPY	129.50	-1.6%	-1.4%	-4.3%	5.0%	1.2%	-9.3%	-4.6%	8.2%
VIX Index	14.71	-0.78	-6.78	3.67	4.94	-4.95	1.86	-0.57	0.77
VDAX Index	15.38	-0.30	-3.33	1.23	2.15	-10.17	1.35	4.11	2.32

Dati aggiornati all'8 maggio 2018. Fonte: FactSet. Valori negativi in arancione.



- Prospettive
- Lettera dalle aree geografiche
- View per asset class
- Previsioni
- One-pager mercati
- Analisi dei fondamentali
- Calendario
- Glossario

## Fatti e Cifre

	Valore attuale	Cambiam. 1 settimana	Cambiam. 1 mese	Cambiam. anno i.corso	8 mag. 2017 8 mag. 2018	8 mag. 2016 8 mag. 2017	8 mag. 2015 8 mag. 2016	8 mag. 2014 8 mag. 2015	8 mag. 2013 8 mag. 2014
<b>Valori obbligazionari</b>									
Tasso BCE (Refi Rate)	0.00%	0	0	0	0	0	-5	-20	-25
Ripidità della curva Bund (10anni-2anni)	114	-1	5	6	3	45	-9	-58	6
Spread Gov. FRA-GER (10anni)	24	0	1	0	-18	5	9	-17	2
Spread Gov. ITA-GER (10anni)	130	8	1	-23	-51	41	28	-45	-99
Spread Gov. SPA-GER (10 anni)	75	3	2	-40	-41	-29	33	-32	-140
Euro Investment Grade Spread (10anni)	37	2	-2	4	-8	-41	32	39	-33
Euro High Yield Spread (10anni)	248	3	-12	11	-6	12	84	62	-124
J.P. Morgan EMBIG Div. Spread	578	24	54	93	85	-72	76	106	61

	Valore attuale	Cambiam. 1 settimana	Cambiam. 1 mese	Cambiam. anno i.corso	8 mag. 2017 8 mag. 2018	8 mag. 2016 8 mag. 2017	8 mag. 2015 8 mag. 2016	8 mag. 2014 8 mag. 2015	8 mag. 2013 8 mag. 2014
<b>Valori azionari</b>									
USA (S&P 500)	18.7	-0.3	0.1	-1.8	-0.9	1.9	-0.4	1.4	1.2
Eurozona (Euro Stoxx 50)	14.7	0.0	0.5	-0.4	-1.6	2.8	-2.8	1.6	2.6
Germania (DAX)	13.6	0.2	0.6	-0.9	-1.4	2.4	-3.3	2.2	2.0
Regno Unito (FTSE 100)	14.6	-0.2	0.4	-0.9	-1.8	0.2	0.4	0.9	2.2
Italia (FTSE MIB)	15.6	-0.2	0.3	-0.3	-2.7	0.5	-7.1	3.4	7.1
Francia (CAC 40)	15.4	-0.2	0.5	0.0	-0.8	2.2	-2.7	1.7	2.7
Giappone (MSCI Japan)	13.9	-0.1	0.5	-1.7	-2.3	2.0	-3.4	3.6	-8.8
Asia ex Giapp. (MSCI, USD)	13.9	-0.3	0.1	-0.8	-0.7	2.2	-1.5	1.6	-0.9
America Latina (MSCI, USD)	14.5	-1.0	-0.8	-1.3	-0.5	-3.6	2.7	2.1	-0.6

	Relative Strength Index	Media mobile a 50 giorni	Media mobile a 100 giorni	Media mobile a 200 giorni	Crescita degli utili (prox 12m)	Delta % crescita degli utili	Dividend Yield
<b>Analisi tecnica e fondamentale</b>							
USA (S&P 500)	52.09	2,675.3	2,706.8	2,624.3	15.2%	2.8%	2.1%
Eurozona (Euro Stoxx 50)	65.53	3,429.3	3,479.0	3,513.4	8.5%	-0.2%	3.8%
Germania (DAX)	66.08	12,342.6	12,631.2	12,693.3	6.1%	-1.5%	3.2%
Regno Unito (FTSE 100)	71.69	7,225.4	7,369.8	7,396.9	6.9%	1.1%	4.3%
Italia (FTSE MIB)	60.14	23,066.6	22,948.5	22,606.2	16.8%	3.9%	3.8%
Francia (CAC 40)	69.25	5,297.9	5,335.2	5,314.5	8.9%	0.9%	3.4%
Giappone (MSCI Japan)	64.71	1,024.4	1,052.7	1,030.7	4.3%	4.0%	2.2%
Asia ex Giappone (MSCI, USD)	47.92	722.2	728.0	703.7	12.8%	0.3%	2.7%
America Latina (MSCI, USD)	30.53	3,019.3	3,018.9	2,933.5	14.7%	7.0%	3.6%

Dati aggiornati all'8 maggio 2018. Fonte: FactSet. Dati negativi in arancione.



Prospettive  
Lettera dalle aree geografiche  
View per asset class  
Previsioni  
One-pager mercati  
Analisi dei fondamentali  
Calendario  
Glossario

## Calendario dei prossimi eventi chiave

	Stati Uniti	Europa	Asia
<b>Lunedì</b> 14 Maggio	Nessun dato	Nessun dato	Giappone: Indice dei prezzi dei prodotti aziendali nazionali (aprile)
<b>Martedì</b> 15 Maggio	Rilevazione Empire State Manufacturing (maggio) Vendite al dettaglio (aprile) Inventari aziendali (marzo) Indice NAHB del mercato immobiliare residenziale (maggio) Rapporto Treasury International Capital (marzo)	Germania: Prodotto interno lordo (1° trim.) Francia: Inflazione dei prezzi al consumo (aprile) Svizzera: Inflazione dei prezzi alla produzione e delle importazioni (aprile) Regno Unito: Salari e occupazione (3 mesi fino a marzo) Eurozona: PIL (1° trim.), Produzione industriale (marzo) Eurozona, Germania: Indagine ZEW (maggio)	Australia: Verbale della riunione della RBA Cina: Vendite al dettaglio, Produzione industriale, Investimenti in immobilizzazioni (tutti di aprile)
<b>Mercoledì</b> 16 Maggio	Nuovi cantieri residenziali (aprile) Produzione industriale (aprile)	Eurozona, Germania, Italia: Inflazione dei prezzi al consumo (aprile) Italia: Ordinativi industriali e vendite (marzo)	Giappone: PIL (1° trim.), Produzione industriale e utilizzo della capacità produttiva (entrambi di marzo) Cina: Inflazione dei prezzi delle abitazioni (aprile) Australia: Indice salariale (1° trim.)
<b>Giovedì</b> 17 Maggio	Rilevazione della Federal Reserve di Filadelfia (aprile) Indicatori anticipatori (aprile)	Eurozona: Bilancia commerciale (marzo)	Giappone: Ordinativi di macchinari (marzo), Investimenti esteri in azioni e obbligazioni giapponesi (11 maggio) Australia: Occupazione (marzo), Inflazione prevista dei prezzi al consumo (maggio)
<b>Venerdì</b> 18 Maggio		Germania: Inflazione dei prezzi alla produzione e all'ingrosso (aprile) Eurozona: Partite correnti (marzo)	Giappone: Inflazione nazionale dei prezzi al consumo (aprile)



Prospettive  
Lettera dalle aree geografiche  
View per asset class  
Previsioni  
One-pager mercati  
Analisi dei fondamentali  
Calendario  
Glossario

## Glossario

**Gli utili per azione** si ottengono calcolando il reddito netto d'impresa meno i dividendi delle azioni privilegiate, il tutto diviso per il numero totale delle azioni in circolazione.

**EUR** è la sigla identificativa dell'euro, la valuta in circolazione nell'eurozona.

**La Banca centrale europea (BCE)** è la banca centrale dell'eurozona.

**L'indice Eurostoxx 50** rileva la performance dei principali titoli azionari dell'eurozona; l'Eurostoxx 600 è invece più ampio, comprendendo 600 aziende in 18 paesi dell'Unione europea.

**L'eurozona** è composta da 19 Stati membri dell'Unione europea, che hanno adottato l'euro come valuta comune e unica moneta a corso legale.

**La Federal Reserve** è la Banca centrale degli Stati Uniti. Il suo Federal Open Market Committee (FOMC) si riunisce per decidere la politica dei tassi d'interesse.

**GBP** è la sigla identificativa della sterlina britannica.

**Il prodotto interno lordo (PIL)** riassume il valore monetario di tutti i prodotti finiti e dei servizi prestati all'interno di un paese in un determinato periodo.

Uno **swap di tassi d'interesse** è uno strumento finanziario derivato, tramite il quale due contraenti si scambiano i tassi d'interesse generati da un investimento.

L'Indice **S&P 500**, comprendente le 500 principali società USA, rappresenta circa l'80% della capitalizzazione di mercato della borsa statunitense.

Uno **spread** è il differenziale tra i rendimenti di due investimenti e si usa soprattutto per comparare i rendimenti obbligazionari.

I **Treasuries** sono i titoli obbligazionari emessi dal Governo degli Stati Uniti.



## Informazioni importanti

Il presente documento non deve essere distribuito in Canada o in Giappone. Il presente documento è destinato unicamente ai clienti retail o professionali.

Il presente documento è diffuso in buona fede tramite Deutsche Bank AG, le sue filiali (nella misura in cui ciò è ammissibile in qualsiasi giurisdizione pertinente), le società affiliate, i suoi funzionari e dipendenti (insieme denominati "Deutsche Bank"). Il presente materiale viene divulgato unicamente a scopo informativo e non deve essere interpretato come un'offerta, una raccomandazione o un invito all'acquisto o alla vendita di investimenti, titoli, strumenti finanziari o altri prodotti specifici, per la conclusione di una transazione o la fornitura di servizi di investimento o di consulenza sugli investimenti o per la fornitura di ricerche, ricerche sugli investimenti o raccomandazioni in merito agli investimenti, in qualsiasi giurisdizione. Tutti i contenuti presenti nella presente comunicazione devono essere interamente rivisti.

Se qualsiasi disposizione del presente Disclaimer dovesse essere ritenuta inefficace da un Tribunale della giurisdizione competente, le restanti disposizioni rimarranno valide a tutti gli effetti. Questo documento è stato redatto a scopo di commento generale sui mercati, senza tenere conto delle necessità di investimento, gli obiettivi e la situazione finanziaria del singolo investitore. Gli investimenti sono soggetti a generici rischi di mercato che derivano dallo strumento finanziario stesso o che sono specifici per lo strumento o correlati a un determinato emittente. Nel caso in cui tali rischi si dovessero concretizzare, gli investitori potrebbero subire perdite, inclusa (a titolo esemplificativo) la perdita totale del capitale investito. Il valore degli investimenti può accrescersi ma anche ridursi e l'investitore potrebbe non recuperare, in qualsiasi momento futuro, l'importo investito originariamente. Il presente documento non identifica tutti i rischi (diretti o indiretti) o altre considerazioni che potrebbero essere sostanziali per un investitore nel momento in cui prende una decisione d'investimento.

Il presente documento e tutte le informazioni incluse sono fornite "così come sono", "secondo disponibilità" e, per quanto riguarda le informazioni e le affermazioni contenute in tale documento o ad esso correlate, non vengono rilasciate da Deutsche Bank dichiarazioni o garanzie di alcun tipo, esplicite, implicite o stabilite dalla legge. Tutte le opinioni, i prezzi di mercato, le stime, le dichiarazioni previsionali, le ipotesi, i rendimenti previsti o le altre opinioni che generano le conclusioni finanziarie qui contenute riflettono la valutazione soggettiva di Deutsche Bank alla data in cui è stato pubblicato il presente documento. A titolo esemplificativo, ma non esaustivo, Deutsche Bank non garantisce l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza, l'affidabilità, la tempestività o la disponibilità della presente comunicazione o qualsiasi informazione contenuta nel presente documento e declina esplicitamente qualsiasi responsabilità per errori od omissioni. Le dichiarazioni previsionali comportano elementi significativi che attingono a valutazioni e analisi soggettive e le modifiche ad esse apportate e/o l'inclusione di fattori diversi o aggiuntivi potrebbero esercitare un impatto sostanziale sui risultati indicati. Pertanto i risultati effettivi potrebbero discostarsi, anche in modo sostanziale, dai risultati qui contenuti.

Deutsche Bank non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni contenute nel presente documento o di informare gli investitori della disponibilità di informazioni aggiornate. Le informazioni contenute in questo documento sono soggette a modifiche senza preavviso e si basano su supposizioni che potrebbero non rivelarsi valide e potrebbero divergere dalle conclusioni espresse da altri uffici/dipartimenti di Deutsche Bank. Sebbene le informazioni contenute nel presente documento siano state diligentemente compilate da Deutsche Bank e derivano da fonti che Deutsche Bank considera credibili e affidabili, Deutsche Bank non garantisce o non può rilasciare alcuna garanzia in merito alla completezza, alla correttezza o all'accuratezza delle informazioni e a questo proposito non si dovrà fare alcun affidamento su di esse. Il presente documento può fornire, per venire incontro alle vostre esigenze, riferimenti a siti web e ad altre fonti esterne. Deutsche Bank declina qualsiasi responsabilità per il loro contenuto e il loro contenuto non fa parte del presente documento. L'accesso a tali fonti esterne avviene a vostro rischio.

Prima di prendere una decisione d'investimento, gli investitori devono considerare, con o senza l'assistenza di un consulente, se gli investimenti e le strategie descritti o forniti da Deutsche Bank siano appropriati alla luce delle esigenze, degli obiettivi, della situazione finanziaria e delle caratteristiche degli strumenti. Quando prendono una decisione d'investimento, gli investitori potenziali non dovranno fare affidamento sul presente documento, ma solo su quanto è contenuto nella documentazione finale relativa all'offerta d'investimento.

Deutsche Bank  
PCC International

Come fornitore di servizi finanziari globali, Deutsche Bank deve affrontare talvolta conflitti d'interesse effettivi e potenziali. La linea di condotta di Deutsche Bank consiste nell'intraprendere tutte le misure che appaiano appropriate per mantenere e attuare soluzioni organizzative e amministrative efficaci al fine di identificare e gestire tali conflitti. Il senior management di Deutsche Bank è responsabile di assicurare che i sistemi, i controlli e le procedure di Deutsche Bank siano adeguati per identificare e gestire conflitti di interesse.

Deutsche Bank non fornisce consulenza fiscale o legale, che sia inclusa nel presente documento e nulla nel presente documento deve essere interpretato come un consiglio relativo agli investimenti fornito da Deutsche Bank. Per ricevere consigli in merito agli investimenti e alle strategie presentate da Deutsche Bank gli investitori dovranno rivolgersi al loro commercialista di fiducia, avvocato o consulente agli investimenti. Salvo comunicazione contraria per un caso specifico, gli strumenti di investimento non sono assicurati da alcuna entità governativa, non sono soggetti a copertura di protezione dei depositi e non sono garantiti, nemmeno da Deutsche Bank.

Non è ammessa la riproduzione e la divulgazione del presente documento senza l'espressa autorizzazione scritta di Deutsche Bank. Deutsche Bank vieta esplicitamente la distribuzione e il trasferimento del presente materiale a terzi. Deutsche Bank declina qualsiasi responsabilità derivante dall'uso o dalla distribuzione del presente materiale o per qualsiasi provvedimento attuato o decisione presa in riferimento agli investimenti menzionati nel presente documento che l'investitore potrebbe aver effettuato o effettuare in futuro.

Le modalità di diffusione e distribuzione del presente documento in alcuni Paesi, inclusi, a titolo esemplificativo gli Stati Uniti, potrebbero essere soggette alle limitazioni previste dalla legge o dai regolamenti. Il presente documento non è diretto o inteso alla distribuzione o all'uso da parte di singole persone o entità che siano cittadine o residenti o situate in qualsiasi località, Stato, Paese o altra giurisdizione, in cui tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzo sarebbe contrario alla legge o ai regolamenti o che assoggetterebbe Deutsche Bank a requisiti di registrazione o licenza non attualmente soddisfatti in tale giurisdizione. Chiunque entri in possesso del presente documento è tenuto a informarsi in merito e a ottemperare a tali restrizioni.

La performance conseguita in passato non costituisce una garanzia di risultati futuri; le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una dichiarazione, garanzia o previsione di risultati futuri. Altre informazioni sono disponibili a richiesta dell'investitore.

### Regno del Bahrain

Per i residenti del Regno del Bahrain: il presente documento non rappresenta un'offerta per la vendita di o la partecipazione a titoli, derivati o fondi negoziati in Bahrain, così come definiti dalle norme della Bahrain Monetary Agency (Agenzia monetaria del Bahrain). Tutte le richieste di investimento dovranno essere ricevute e qualsiasi allocazione dovrà essere effettuata in ogni caso al di fuori del Bahrain. Il presente documento è stato predisposto per finalità informative ed è rivolto a potenziali investitori che siano esclusivamente istituzionali. Nel Regno del Bahrain non sarà effettuato un invito pubblico e il presente documento non sarà pubblicato, trasmesso o reso disponibile al pubblico. La Banca Centrale (CBB) non ha riesaminato né approvato il presente documento o la documentazione di marketing di tali titoli, derivati o fondi nel Regno del Bahrain. Di conseguenza non è ammessa l'offerta o la vendita di titoli, derivati o fondi nel Bahrain o ai suoi residenti, tranne nel caso in cui ciò sia consentito dalle leggi in vigore nel Bahrain. La CBB non è responsabile per la performance dei titoli, dei derivati e dei fondi.

### Stato del Kuwait

Il documento vi è stato inviato su vostra richiesta. La presentazione non è destinata alla pubblica divulgazione in Kuwait. Alle Interessenze non è stata concessa una licenza per l'offerta in Kuwait da parte dell'Autorità di vigilanza sul mercato dei capitali del Kuwait o di qualsiasi altra agenzia governativa del Kuwait.



## Informazioni importanti

Pertanto l'offerta delle Interessenze in Kuwait sulla base di collocamento privato o pubblica offerta è limitata a quanto previsto dal Decreto legge n. 31 del 1990 e dalle misure attuative (e successive modifiche) e dalla Legge n. 7 del 2010 con le ordinanze pertinenti (e successive modifiche). In Kuwait non dovrà essere effettuata alcuna offerta pubblica o privata delle Interessenze e non dovrà essere stipulato alcun accordo relativo alla vendita delle stesse. Non dovranno inoltre essere effettuate attività di marketing, invito o persuasione all'offerta o alla negoziazione delle Interessenze in Kuwait.

### Emirati Arabi Uniti

Deutsche Bank AG presso il Centro finanziario internazionale di Dubai (DIFC) (n. registrazione 00045) è regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority (Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai) (DFSA). La filiale DIFC di Deutsche Bank AG ha facoltà di prestare i servizi finanziari che rientrano nell'ambito della licenza concessa da DFSA. Sede principale nel DIFC: Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E. Le presenti informazioni sono state distribuite da Deutsche Bank AG. I prodotti o i servizi finanziari sono disponibili unicamente a clienti professionali così come definiti dall'Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai.

### Stato del Qatar

Deutsche Bank AG presso il Centro finanziario del Qatar (QFC) (n. registrazione 00032) è regolamentata dal Qatar Financial Centre Regulatory Authority (Autorità di vigilanza sul centro finanziario del Qatar) (QFC). La filiale QFC di Deutsche Bank AG ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari che rientrano nell'ambito della licenza concessa da QFCRA. Sede principale nel QFC: Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar. Le presenti informazioni sono state distribuite da Deutsche Bank AG. I prodotti o i servizi finanziari sono disponibili unicamente a clienti professionali così come definiti dall'Autorità di vigilanza sul centro finanziario del Qatar.

### Regno del Belgio

Il presente documento è stato distribuito in Belgio da Deutsche Bank AG che agisce tramite la sua filiale di Bruxelles. Deutsche Bank AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita ai sensi del diritto della Repubblica federale di Germania, autorizzata a eseguire attività bancarie e a fornire servizi finanziari sotto la supervisione e il controllo della Banca Centrale Europea ("BCE") e dell'Autorità federale tedesca di vigilanza finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"). La filiale di Bruxelles di Deutsche Bank AG ha la sua sede legale in Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruxelles ed è registrata all'RPM (Registro delle imprese) di Bruxelles con il numero IVA BE 0418.371.094. Altri dettagli sono disponibili al sito [www.deutschebank.be](http://www.deutschebank.be).

### Regno dell'Arabia Saudita

La Deutsche Securities Saudi Arabia Company (registrata con il numero 07073-37) è regolamentata dall'Autorità di vigilanza sul mercato dei capitali (CMA). La Deutsche Securities Saudi Arabia ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari che rientrano nell'ambito della licenza concessa da CMA. Sede principale in Arabia Saudita: King Fahad Road, Al Olaya District, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Saudi Arabia.

### Regno Unito

Nel Regno Unito ("UK") la presente pubblicazione è considerata una promozione finanziaria ed è approvata da DB UK Bank Limited per conto di tutte le entità che operano come Deutsche Bank Wealth Management nel Regno Unito. Deutsche Bank Wealth Management è un nome commerciale di DB UK Bank Limited. Registrata in Inghilterra e Galles, (n. 00315841). Sede legale: 23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX. DB UK Bank Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (Autorità di condotta finanziaria) e il suo numero di registrazione per i servizi finanziari è 140848. Deutsche Bank si riserva il diritto di distribuire la presente pubblicazione attraverso qualsiasi filiale nel Regno Unito e, in ogni caso, la presente pubblicazione è considerata una promozione finanziaria ed è approvata da tale filiale nella misura in cui essa è autorizzata dalla competente autorità di vigilanza del Regno Unito (se tale filiale non è autorizzata, la presente pubblicazione è approvata da un'altra società, presente nel Regno Unito, del gruppo Deutsche Bank Wealth Management che sia autorizzata a rilasciare tale approvazione).

### Hong Kong

Il presente documento e i suoi contenuti sono forniti unicamente a scopo informativo. Nulla nel presente documento intende costituire un'offerta Deutsche Bank PCC International

d'investimento o un invito o una raccomandazione ad acquistare o a vendere un investimento e non deve essere interpretato o inteso come un'offerta, un invito o una raccomandazione.

Nella misura in cui il presente documento si riferisce a una specifica opportunità d'investimento, i relativi contenuti non sono stati esaminati. I contenuti del presente documento non sono stati esaminati dall'Autorità di regolamentazione di Hong Kong. Vi invitiamo a usare cautela per quanto riguarda gli investimenti qui contenuti. In caso di dubbi in merito ai contenuti del presente documento, è opportuno avvalersi di una consulenza professionale indipendente. Il presente documento non è stato approvato dalla Securities and Futures Commission (Commissione sui titoli e sui futures) di Hong Kong né una sua copia è stata registrata presso il Registro delle imprese di Hong Kong e di conseguenza (a) gli investimenti (eccetto gli investimenti che sono un "prodotto strutturato", secondo la definizione nella Securities and Futures Ordinance (Ordinanza sui titoli e sui futures) (Cap. 571 della Legge di Hong Kong) ("SFO")) non possono essere offerti o venduti a Hong Kong tramite il presente documento o qualsiasi altro documento a investitori che non siano "investitori professionali", secondo la definizione indicata nella SFO e nelle normative correlate, o in qualsiasi altra circostanza in cui il documento non risulti un "prospetto" secondo la definizione indicata nella Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Ordinanza sulle società (Disposizioni sulle liquidazioni e varie) (Cap. 32 della Legge di Hong Kong) ("CO") o che non costituisca un'offerta al pubblico secondo quanto specificato nel CO e (b) nessuna persona dovrà pubblicare o possedere a scopo di pubblicazione, né a Hong Kong né altrove, qualsiasi pubblicità, invito, o documento relativo agli investimenti che sia diretto alla pubblica diffusione, o i cui contenuti siano accessibili o possano essere letti dal pubblico di Hong Kong (tranne nel caso in cui ciò sia consentito dalle leggi sui titoli di Hong Kong), ad eccezione degli investimenti che siano indirizzati o che si intenda indirizzare a persone al di fuori dal territorio di Hong Kong o solo a "investitori professionali secondo la definizione della SFO e dei regolamenti ad esso correlati.

### Singapore

I contenuti del presente documento non sono stati esaminati dall'Autorità monetaria di Singapore ("MAS"). Gli investimenti qui menzionati non devono essere destinati al pubblico o a chiunque faccia parte del pubblico a Singapore che non sia (i) un investitore istituzionale secondo la definizione di cui alla Sezione 274 o 304 del Securities and Futures Act (Atto sui titoli e sui futures) (Cap 289) ("SFA"), a seconda dei casi (considerando che ciascuna delle sezioni della SFA può essere modificata, integrata e/o di volta in volta sostituita), (ii) una persona rilevante (che include un investitore accreditato) ai sensi della Sezione 275 o 305 e secondo altre condizioni specificate nella Sezione 275 o 305 della SFA, a seconda dei casi (considerando che ciascuna delle sezioni della SFA può essere modificata, integrata e/o di volta in volta sostituita), (iii) a un investitore istituzionale, accreditato, esperto o straniero (ognuno di essi secondo la definizione delle Financial Advisers Regulations (Normative sulla consulenza finanziaria)) ("FAR") (considerando che ciascuna di tali definizioni può essere modificata, integrata e/o di volta in volta sostituita) o (iv) altrimenti secondo qualsiasi altra disposizione applicabile e condizione specificata dalla SFA o dalla FAR (considerando le possibili modifiche, integrazioni e/o sostituzioni che di volta in volta vengono effettuate).

### Stati Uniti

Negli Stati Uniti i servizi di intermediazione finanziaria sono offerti da Deutsche Bank Securities Inc., una società di intermediazione e consulenza finanziaria registrata, che esegue attività di negoziazione di titoli negli Stati Uniti. Deutsche Bank Securities Inc. fa parte di FINRA, NYSE e SIPC. I servizi bancari e di finanziamento sono offerti tramite Deutsche Bank Trust Company Americas, membro FDIC, e altre società del Gruppo Deutsche Bank. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, vi invitiamo a consultare le precedenti dichiarazioni presenti nel documento. Deutsche Bank non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione in merito all'appropriatezza e alla disponibilità delle informazioni contenute nel presente documento al di fuori degli Stati Uniti o in merito all'appropriatezza e alla disponibilità per la vendita o l'uso dei servizi trattati nel presente documento in tutte le giurisdizioni o per tutte le controparti. Salvo specifica registrazione, licenza o in tutti gli altri casi in cui ciò sia ammissibile ai sensi della legge applicabile, né Deutsche Bank né le sue affiliate offrono servizi destinati agli Stati Uniti o che interessino cittadini statunitensi (come definito nel Regolamento S dello United States Securities Act (Atto sui titoli statunitensi) del 1933 e successive modifiche).

Il disclaimer specifico per gli Stati Uniti sarà disciplinato e interpretato in conformità con le leggi dello Stato del Delaware, indipendentemente da eventuali conflitti di legge che imporrebbero l'applicazione della legge di un'altra giurisdizione.



## Informazioni importanti

### Germania

Il presente documento è stato redatto da Deutsche Bank Wealth Management, che opera tramite Deutsche Bank AG e non è stato presentato all'Autorità federale tedesca di vigilanza finanziaria né da essa approvato (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht). Per alcuni degli investimenti a cui si fa riferimento nel presente documento, i prospetti sono stati approvati dalle autorità competenti e poi pubblicati. Gli investitori sono invitati a basare le loro decisioni d'investimento su tali prospetti approvati, ivi inclusi eventuali supplementi. Il presente documento non costituisce inoltre un'analisi finanziaria ai sensi della Legge tedesca sui titoli (Wertpapierhandelsgesetz) e non deve essere pertanto conforme alle normative previste per le analisi finanziarie. Deutsche Bank AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita ai sensi del diritto della Repubblica federale di Germania, con sede centrale a Francoforte sul Meno. È registrata presso il Tribunale ("Amtsgericht") di Francoforte sul Meno al n. HRB 30 000 e autorizzata a operare nel settore bancario e fornire servizi finanziari. Autorità di vigilanza: Banca Centrale Europea ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main, Germania e Autorità federale tedesca di vigilanza finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn e Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Germania.

### India

Gli investimenti citati nel presente documento non sono offerti al pubblico indiano per la vendita e la sottoscrizione. Il presente documento non è registrato e/o approvato dalla Securities and Exchange Board of India (Commissione titoli e operazione di cambio dell'India), dalla Reserve Bank of India o da qualsiasi altra autorità governativa o di regolamentazione in India. Il documento non è e non deve essere considerato un "prospetto", secondo la definizione del Companies Act (Atto relativo alle società), del 2013 (18 del 2013) e non è stato presentato ad alcuna autorità di regolamentazione in India. Ai sensi del Foreign Exchange Management Act (Atto di gestione delle operazioni valutarie) del 1999 e delle norme correlate, qualsiasi investitore residente in India potrebbe essere soggetto all'obbligo di richiedere un'autorizzazione speciale alla Reserve Bank of India prima di effettuare investimenti al di fuori dell'India, incluso qualsiasi investimento menzionato nel presente documento.

### Italia

Il presente documento è distribuito in Italia da Deutsche Bank S.p.A., una banca costituita e registrata ai sensi del diritto italiano, soggetta alla vigilanza e al controllo della Banca d'Italia e della CONSOB.

### Lussemburgo

Il presente documento è distribuito in Lussemburgo da Deutsche Bank Luxembourg S.A., una banca costituita e registrata ai sensi del diritto lussemburghese, soggetta alla vigilanza e al controllo della Commission de Surveillance du Secteur Financier.

### Spagna

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española è un istituto di credito regolamentato dalla Banca di Spagna e dalla CNMV, e iscritto nei loro registri specifici con il codice 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari ed eseguire le attività bancarie che rientrano nell'ambito della licenza esistente. La sede centrale in Spagna è Paseo de la Castellana 18, 28046 - Madrid. Le presenti informazioni sono state distribuite da Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española.

### Portogallo

Deutsche Bank AG, filiale del Portogallo, è un istituto di credito regolamentato dalla Banca del Portogallo e dalla Commissione portoghese sui titoli ("CMVM"), registrato con i numeri 43 e 349 e il cui numero nel registro commerciale è 980459079. Deutsche Bank AG, filiale del Portogallo ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari ed eseguire le attività bancarie che rientrano nell'ambito della licenza esistente. La sede legale è Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa, Portogallo. Le presenti informazioni sono state distribuite da Deutsche Bank AG, filiale del Portogallo.

### Austria

Il presente documento è distribuito da Deutsche Bank Österreich AG, dalla sua sede legale di Vienna, Austria, iscritta al registro delle imprese presso il Tribunale commerciale di Vienna con il numero FN 276838s. È soggetta all'Autorità austriaca per la vigilanza sui mercati finanziari (Finanzmarktaufsicht o FMA), Otto-Wagner Platz 5, 1090 Vienna, e (in quanto società del Gruppo Deutsche Bank AG) alla Banca Centrale Europea ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main, Germania. Il presente documento non è stato presentato né approvato da alcuna delle autorità di vigilanza menzionate in precedenza. Per alcuni degli investimenti a cui si fa riferimento nel presente documento, potrebbero essere stati pubblicati alcuni prospetti. In tal caso gli investitori dovrebbero prendere una decisione solo sulla base dei prospetti pubblicati, inclusi eventuali supplementi. Solo questi documenti sono vincolanti. Il presente documento costituisce materiale di marketing, è fornito esclusivamente a scopi informativi e pubblicitari e non è il risultato di analisi o ricerche finanziarie.