



Christian Nolting  
CIO Globale

## Non cantare vittoria troppo presto

Le flessioni delle Borse dopo la brusca frenata della trattativa commerciale sino-statunitense ammoniscono sul pericolo di dare per scontato un risultato prima che si realizzi. Ora che un fattore di sostegno al mercato è uscito temporaneamente di scena, i riflettori si punteranno su altre problematiche.

1

Da oggi aumentano i dazi statunitensi sulle importazioni di prodotti cinesi. La soluzione non sarà immediata.

2

L'aspettativa di un accordo commerciale aveva sostenuto le Borse fino ad ora. Ora si mostrano anche altri problemi.

3

Date le problematiche irrisolte, questo è ancora un buon momento per riponderare i portafogli.

① All'inizio della settimana la fiducia degli operatori nel buon andamento della trattativa commerciale sino-statunitense è stata repentinamente gelata dalla decisione del presidente Trump di appesantire dal 10 al 25%, con decorrenza da oggi, i dazi su 200 miliardi di dollari di prodotti importati dalla Cina. Come approfondiamo a pagina 2, è difficile capire con certezza se il voltafaccia statunitense sia una tattica per pungolare i cinesi a fare altre concessioni, o se invece sia la conseguenza di divergenze irreconciliabili tra i due contendenti; intanto a Washington prosegue la trattativa. Continuiamo ad aspettarci una soluzione negoziata, ma potrebbero volerci tempi lunghi e una rottura definitiva è tuttora una possibilità.

② Un vecchio proverbio recita "non dire gatto se non l'hai nel sacco", un detto che fuor di metafora ammonisce a non dare per scontato un esito favorevole prima che si realizzi. Come abbiamo già sottolineato in passato, la fiducia in una soluzione soddisfacente della trattativa sino-statunitense esponeva i mercati al rischio di una delusione. Ma l'aspetto più preoccupante della nuova situazione è che per molti la fiducia nel buon esito del negoziato era diventata la motivazione principale dell'ottimismo sull'andamento delle Borse internazionali; ora che la soluzione della controversia sino-statunitense si fa attendere, i riflettori si punteranno sulle problematiche ancora irrisolte in Europa e in Giappone. Ammonivamo la settimana scorsa che il quadro economico e di mercato è ben diverso dalla minestra né troppo fredda né troppo calda che Riccioli d'Oro mangiava nella favola. Ci troviamo invece in una fase di fine ciclo, in cui il rallentamento dell'economia mondiale è punteggiato da fiammate di volatilità.

③ In Europa le speranze suscitate dal PIL del primo trimestre leggermente superiore alle attese e dall'aumento dei prezzi al consumo di aprile sono state raffreddate dall'ennesimo peggioramento delle previsioni economiche della Commissione europea, particolarmente per quanto riguarda Germania e Italia. L'inflazione prevista, tuttora ostinatamente bassa, mette la Banca centrale europea in un serio dilemma sulla politica monetaria da seguire. Pur nella convinzione che il rallentamento dell'economia cinese abbia già raggiunto il minimo ciclico, restano dubbi sull'andamento congiunturale futuro. Dunque è ancora valido il parere che esprimemmo la settimana scorsa: monetizzare i guadagni ove opportuno e riponderare i portafogli.

## 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



## I rischi geopolitici innervosiscono i mercati

### STATI UNITI

Deepak Puri  
Chief Investment Officer Americas

#### Rappresaglie commerciali incrociate

Questa settimana le Borse hanno virato al ribasso dopo il repentino annuncio dell'intenzione del presidente Trump di aumentare dal 10% al 25% gli attuali dazi su 200 miliardi di dollari di prodotti cinesi importati. Inoltre, per convincere i cinesi a fare altre concessioni, Trump ha gettato benzina sul fuoco dichiarando che se il negoziato commerciale rimarrà sterile, gli Stati Uniti imporranno dazi anche su altri 325 miliardi di dollari di prodotti importati. È interessante notare che se tutti questi ipotetici aumenti fossero attuati, i dazi commerciali statunitensi supererebbero quelli della maggior parte dei Paesi emergenti. Gli operatori hanno considerato questa dichiarazione un autentico voltafaccia della Casa Bianca, dato che recentemente vari esponenti del governo avevano detto di considerare molto "produttiva" la trattativa commerciale, definendola "in dirittura d'arrivo". È quasi impossibile capire se questo cambiamento di tono sia dovuto a una mutata impostazione di fondo, o sia invece solo un'altra tattica negoziale. In ogni caso, ora appare evidente che negli ultimi due mesi le quotazioni delle Borse avevano già dato per scontato un accordo commerciale esaustivo. In passato i ribassi delle Borse innescati da eventi geopolitici hanno offerto valide opportunità d'acquisto agli investitori a lungo termine. Tuttavia un insuccesso definitivo resta una possibilità se disaccordi irrimediabili tra i negoziatori bloccassero la trattativa.

In conclusione, a nostro parere gli investitori possono aspettarsi che prima o poi l'accordo commerciale si farà, ma tenendo presente che al momento non si sa né quando sarà stipulato né cosa conterrà. Secondo noi è improbabile un compromesso di ampia portata in tempi brevi. Riteniamo invece che la trattativa proseguirà più a lungo di quanto previsto inizialmente e che gli Stati Uniti continueranno a premere per ottenere altre concessioni su temi sostanziali, come la proprietà intellettuale o l'accesso ai mercati. Inoltre prevediamo che anche dopo l'accordo i dazi attuali, o almeno una loro parte, resteranno in vigore come garanzia per gli Stati Uniti che i cinesi rispetteranno l'ancora ipotetico patto commerciale. Nel frattempo gli investitori dovranno rassegnarsi a periodi di intensa volatilità, mentre i mercati cercheranno di capire il valore di quanto è già stato scontato dalle quotazioni.

Tutto ciò deve essere considerato come un opportuno avvertimento agli investitori affinché valutino - e se necessario modifichino - le composizioni dei propri portafogli tenendo presenti queste evoluzioni dei mercati, tanto più dopo l'ampio rialzo che ha riportato le azioni statunitensi ai recenti massimi storici. Anche se azzeccare anticipatamente le fluttuazioni delle Borse è sempre stato un esercizio difficile, che è meglio lasciare a investitori tanto abili quanto rari, riponderare spesso i portafogli per tenere conto delle mutate circostanze è un metodo sperimentato per ottenere nel tempo maggiori rendimenti commisurati al rischio assunto. In sintesi, ferma restando la convenienza degli investimenti a lungo termine, un investitore avveduto deve anche saper monetizzare i guadagni quando opportuno e riponderare gli investimenti più rischiosi, come quelli in azioni.



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

## Eurozona tra crescita economica e apprensioni EUROPA

Markus C. Müller  
Global Head of Chief Investment Office

### Gli ultimi dati non cambiano le previsioni economiche per l'eurozona

I dati pubblicati la settimana scorsa indicano un aumento superiore al previsto del PIL dell'eurozona nel 1° trimestre, pari allo 0,40% trimestrale ed all'1,20% annuo. Inoltre i dati preliminari dei prezzi al consumo rivelano che ad aprile l'inflazione è aumentata all'1,70% dall'1,40% di marzo e che nello stesso periodo l'inflazione al netto di alimentari e carburanti è salita dall'1% all'1,30%. Queste briciole di buone notizie hanno contribuito a ridare una boccata di ossigeno alle Borse, ma non hanno illuso nessuno che l'economia dell'eurozona sia guarita dai suoi malanni cronici. Quindi i mercati generalmente hanno digerito senza drammi i drastici ridimensionamenti del PIL tedesco e italiano nel 2019, pubblicati di recente dalla Commissione europea. La Commissione ha ridotto la crescita economica prevista dell'Italia nel 2019 allo 0,10% dal precedente 0,20%, mentre per la Germania si prevede quest'anno un'espansione dello 0,50%. Ma più preoccupante per la Commissione è il deficit di bilancio italiano, previsto al 2,50% nel 2019 e al 3,50% nel 2020, dunque molto al di sopra del limite del 3% ammesso dall'UE.

La stagnazione economica sottolinea il perdurante dilemma della politica economica nell'eurozona. Ne è un esempio il dibattito in corso sull'introduzione di un meccanismo a scaglioni di remunerazione dei depositi bancari, ma si tratta solo di un aspetto di una situazione più complessa. La politica di bilancio resta l'argomento controverso di cui tutti sono consapevoli, ma che nessuno vuole affrontare.

### Nell'eurozona il fattore cruciale resta l'inflazione

In ultima istanza, naturalmente l'orientamento di politica monetaria della BCE dipenderà dall'inflazione e dalla crescita economica attesa. Il problema della BCE è che nel 2018 l'inflazione prevista è costantemente diminuita, mentre per mutare definitivamente la sua politica monetaria - come avvenne all'inizio dell'anno scorso, quando decise di interrompere gli acquisti netti di obbligazioni - avrebbe bisogno di constatarne la stabilizzazione. Una recente analisi di Deutsche Bank Research ha cercato di scrutare oltre il dibattito spesso confuso sull'inflazione e di quantificarne le componenti essenziali, che sono: il costo del lavoro, l'inflazione attesa e inflazione al netto di alimentari e carburanti. La loro conclusione è che il fattore cruciale per realizzare l'agognata accelerazione moderata dell'inflazione è un aumento dei salari che spinga al rialzo i prezzi. Ne consegue che una dinamica salariale fiacca metterebbe la BCE ancora più in difficoltà.

### Aggiornamento sulla Brexit

Mercoledì scorso il governo britannico ha confermato che il 23 maggio il Regno Unito parteciperà all'elezione del nuovo parlamento europeo. Il timore è che un pesante insuccesso elettorale dei conservatori, previsto da molti, sarebbe un altro duro colpo per Theresa May, che a elezione conclusa potrebbe vedere contestata dall'interno la sua guida del partito. Inoltre l'esito del voto europeo difficilmente faciliterà un'intesa sulla Brexit tra conservatori e laburisti, particolarmente nell'eventualità di un successo elettorale dei partiti minori, alcuni dei quali fautori della permanenza nell'UE e altri della Brexit. Possiamo dunque attenderci ulteriori periodi di volatilità della sterlina, sulla quale come sempre si scaricheranno le inquietudini dei mercati.





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

## Azioni cinesi sotto pressione

### MERCATI EMERGENTI

Tuan Huynh  
CIO Emerging Markets, Head of WD Emerging Markets

Negli ultimi giorni le azioni cinesi hanno subito diffusi ribassi. Nei primi quattro giorni della settimana (ossia dal 6 al 9 maggio) l'indice Shanghai Composite delle azioni cinesi di categoria A ha ceduto il 7,40%, scendendo al minimo da oltre due mesi a oggi. Nello stesso periodo l'indice di riferimento Hang Seng di Hong Kong ha perso il 5,80%. La sfiducia degli operatori è attribuibile prevalentemente a tre fattori.

#### I tre motivi del pessimismo delle Borse

Il primo fattore è l'annunciata intenzione del governo statunitense di aumentare dal 10% al 25%, con decorrenza da oggi 10 maggio, i dazi su 200 miliardi di dollari di prodotti cinesi importati, adducendo come motivo gli scarsi progressi della trattativa commerciale con la Cina. Quest'annuncio, che marca un nuovo grave inasprimento del conflitto commerciale sino-statunitense, ha completamente capovolto l'ottimismo degli operatori, in precedenza ampiamente convinti che un accordo tra i due contendenti sarebbe stato annunciato prima della fine del mese.

Il secondo fattore negativo è il rallentamento maggiore del previsto delle esportazioni cinesi, diminuite ad aprile del 2,70% annuo invece di aumentare del 3% come previsto dagli analisti. Anche le esportazioni sono rallentate rispetto al recente massimo (+14,20%) registrato a marzo. Le esportazioni cinesi negli Stati Uniti sono diminuite più di quelle dirette in altre parti del mondo, mentre sono aumentate verso l'UE e il sud-est asiatico. Dall'andamento complessivamente inferiore al previsto delle esportazioni si desume che questo settore già risente dell'aumento dei dazi e del rallentamento dell'economia mondiale.

Ad aprile, infine, in Cina sono diminuiti anche i finanziamenti. Secondo il recente comunicato diffuso il 9 maggio dalla Banca popolare cinese (PBoC), nel mese scorso il dato aggregato dei finanziamenti concessi (il cosiddetto Total Social Financing o TSF) è stato pari a 1.360 mld di yuan, ossia meno dei 1.625 mld previsti dagli analisti. Ancora più consistente è il calo rispetto ai 2.859 mld di yuan erogati a marzo. Ad aprile i finanziamenti totali annui sono diminuiti dal +10,70% di marzo al +10,40% di aprile. Da questo calo si può dedurre la riluttanza della Banca centrale a stimolare la crescita economica tramite un'espansione eccessiva del credito. Questa manifestazione parziale di un orientamento di politica monetaria leggermente rigorista ha scoraggiato gli operatori.

A nostro parere nel prossimo futuro le azioni cinesi potrebbero subire qualche flessione. L'incertezza creata dalle controversie commerciali sino-statunitense potrebbe protrarsi, pregiudicando ulteriormente il clima di mercato. I modesti incrementi degli utili delle azioni cinesi hanno fatto sì che i multipli di valutazione di queste ultime fossero molto più alti rispetto all'inizio dell'anno. Non avendo gli utili ancora recuperato il divario, ora i multipli di valutazione potrebbero diminuire. L'economia cinese potrebbe essere penalizzata anche da altri fattori, come la frenata delle esportazioni e il fiacco andamento dei consumi.

Ciò premesso, a medio e lungo termine confermiamo la fiducia nelle azioni cinesi. A nostro parere, nel lungo periodo le azioni cinesi potrebbero usufruire di vari fattori rialzisti, come le innovazioni tecnologiche, l'aumento dei consumi della classe media e il progetto della Nuova Via della Seta, noto anche come la Belt and Road Initiative.





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

## Il pessimismo in Germania non nuoce al DAX

### Azionario

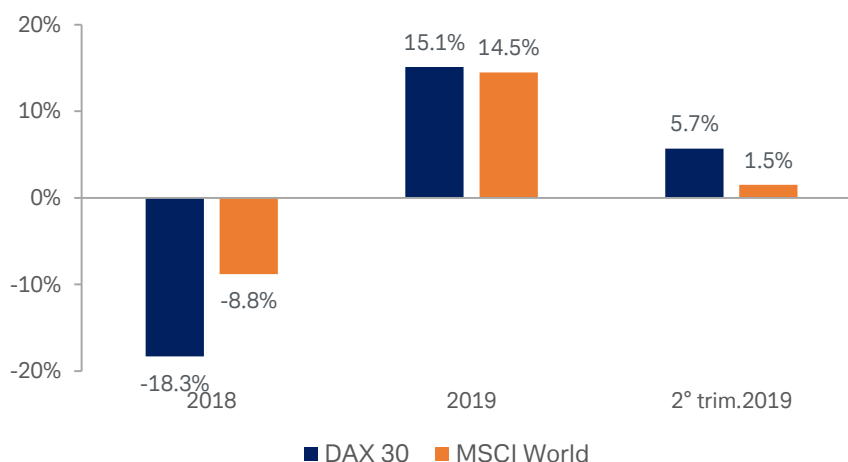
- Nonostante la virata al ribasso delle Borse internazionali dopo il messaggio sui dazi diffuso dal presidente Trump, dall'inizio dell'anno all'8 maggio l'indice tedesco DAX ha guadagnato il 15,10%. Il rasserenamento dei dati macroeconomici cinesi, che hanno fatto passare in secondo piano il fiacco andamento dell'economia tedesca e il persistente pessimismo sul settore manifatturiero nazionale, sembra aver rinfrancato gli investitori e spinto al rialzo il DAX, che dall'inizio del trimestre ha superato l'indice generale MSCI World del 4,20%.
- Attualmente l'indice di forza relativa del DAX è prossimo al valore neutrale di 56,2, mostrando una tendenza al ribasso. Tuttavia l'indice quota ancora molto al di sopra della sua media mobile a 200 giorni.
- L'attuale rapporto prezzo/utigli del DAX calcolato sugli utigli previsti dei prossimi dodici mesi, pari a 13,40 volte, è leggermente superiore alla sua media quinquennale dei multipli di valutazione, ma è ancora inferiore a quelli degli altri Paesi avanzati. L'attuale sconto del 15,30% del rapporto prezzo/utigli rispetto all'indice MSCI World è notevolmente superiore alla sua media quinquennale del 14,40%.
- I risultati del 1° trimestre 2019 pubblicati finora da oltre due terzi delle aziende del DAX mostrano che il 76% e l'80% di esse hanno superato rispettivamente i ricavi e gli utigli previsti dagli analisti, che tuttavia erano estremamente modesti. Complessivamente gli utigli su base annua sono diminuiti del 10%, ma fanno eccezione la Sanità (+22,5%) e la Tecnologia (+16,10%), che sono gli unici due settori i cui profitti non hanno subito flessioni. Anche se gli utigli previsti restano modesti, appare evidente l'intensità sempre minore degli aggiornamenti al ribasso.
- L'andamento delle azioni tedesche, tra cui le aziende esportatrici sono fortemente preponderanti, è legato all'ottimismo o al pessimismo sulla situazione del commercio internazionale. Pertanto qualsiasi passo avanti verso una soluzione della controversia commerciale sino-statunitense o verso un'attenuazione delle tensioni commerciali tra UE ed USA può contribuire a far dimenticare la debolezza dei dati economici tedeschi ed europei. Un altro fattore favorevole agli esportatori tedeschi dovrebbe essere la debolezza dell'euro.

Azioni

Dall'inizio del trimestre il DAX ha sovraperformato del 4,20% l'indice MSCI World

— Focus della settimana

### Performance a confronto: DAX 30 ed MSCI World







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

## Forze divergenti nelle obbligazioni europee

### Reddito fisso

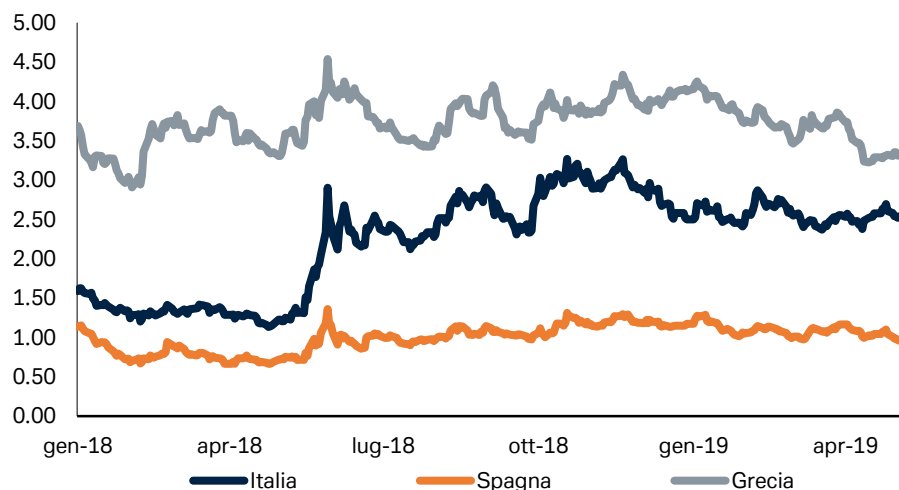
- Le prospettive mutate della trattativa commerciale sino-statunitense hanno determinato un cambiamento del sentimento. Le apprensioni sul futuro andamento dell'economia hanno depresso i rendimenti obbligazionari e quelli delle emissioni decennali tedesche sono tornati in territorio negativo.
- I differenziali di rendimento dei titoli di Stato decennali italiani, spagnoli e greci rispetto a quelli tedeschi sono rimasti generalmente stabili (dopo un aumento registrato in seguito ad alcune emissioni in Italia) e si sono ampliati solo negli ultimi giorni.
- Le obbligazioni aziendali europee hanno proseguito il rialzo in corso dall'inizio dell'anno. Tuttavia gli investitori obbligazionari sembrano diventanti più cauti e selettivi, analizzando la qualità creditizia di ciascuna singola emissione e prediligendo quelle più idonee all'acquisto da parte della BCE.
- Anche le imminenti scadenze politiche nell'eurozona potrebbero influire sul prossimo andamento dei rendimenti.
- Nelle elezioni del parlamento europeo che si terranno dal 23 al 26 maggio non può essere esclusa una notevole affermazione dei partiti populistici ed euroscettici.
- A ottobre dovranno essere rinnovate alcune cariche di primo piano dell'Unione europea, tra cui i presidenti della Commissione europea e della BCE. Le nomine saranno il risultato di trattative complesse, durante le quali gli attuali titolari potrebbero essere riluttanti a prendere decisioni importanti per non limitare la libertà d'azione dei successori.
- Questa riluttanza potrebbe influire sulla politica della BCE. Un intervento precauzionale è il nuovo piano di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO-III), già annunciato dalla BCE nella riunione di marzo e che diventerà operativo a settembre. Tuttavia mutamenti significativi della politica monetaria della BCE sono improbabili, salvo gravi eventi o un peggioramento sostanziale della situazione finanziaria.

Reddito fisso

**Gli spread tra le emissioni dei Paesi periferici dell'eurozona e quelle tedesche si sono leggermente ampliati negli ultimi giorni**

— Focus della settimana

### Spread dei titoli di Stato decennali sui Bunds





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

## Petrolio e oro: previsioni invariate Materie prime

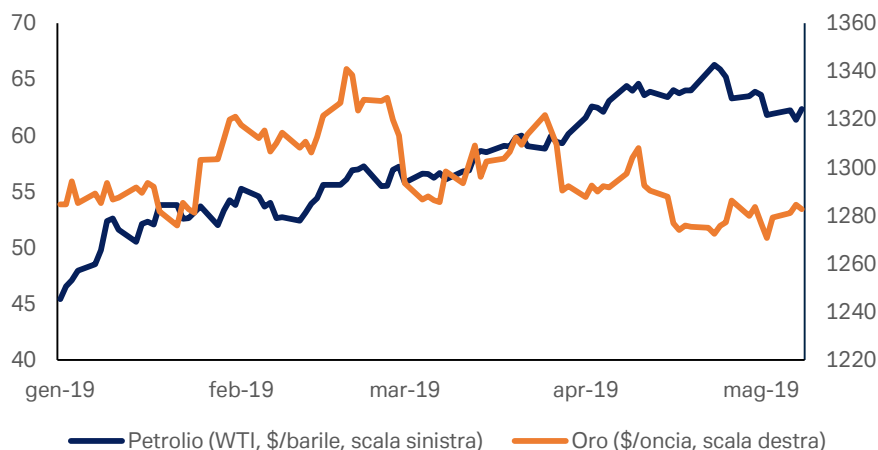
- Anche se nei mercati delle materie prime gli equilibri tra domanda e offerta sono influenzati da una varietà di fattori, in gran parte le recenti dinamiche dei prezzi possono essere ricondotte ad eventi economici e politici.
- Per i mercati petroliferi il fattore decisivo è stata la compattezza con cui l'OPEC e la Russia hanno ridotto la produzione e le forniture. I loro tagli della produzione hanno ampiamente compensato l'aumento dell'estrazione di petrolio dagli scisti bituminosi negli Stati Uniti e anzi hanno permesso il forte rincaro dell'oro nero, la cui qualità WTI dall'inizio dell'anno ai primi di maggio aveva guadagnato oltre il 30%, prima della flessione degli ultimi giorni.
- Due importanti fattori di ribasso del prezzo del greggio potrebbero essere un rispetto meno rigoroso dei limiti alla produzione concordati dall'OPEC (la cui prossima riunione è prevista a giugno) e l'ulteriore calo della domanda mondiale di petrolio.
- Invece tra i fattori di rincaro citiamo le tensioni latenti e i pericoli geopolitici legati alle sanzioni statunitensi contro l'Iran e la minaccia di quest'ultimo di bloccare lo stretto di Hormuz, da cui transita circa un terzo dei trasporti mondiali via mare di petrolio.
- Tuttavia, nonostante questi importanti fattori di intensificazione della volatilità della quotazione del greggio, i fondamentali dell'economia internazionale ci inducono a confermare la previsione di 60 dollari al barile entro i prossimi 12 mesi, anche perché probabilmente il prezzo sarà frenato dall'aumento della produzione statunitense.
- La flessione della quotazione dell'oro è attribuibile principalmente alle peggiorate prospettive dell'economia mondiale, all'attenuarsi del timore di una ripresa dell'inflazione e alla costante forza del dollaro. Confermiamo la previsione di 1.275 dollari per un'oncia d'oro a fine marzo 2020.
- Dato questo contesto e le recenti apprensioni sulla trattativa commerciale sino-statunitense, i prezzi elevati dei metalli industriali sono elevati, ma sono la conseguenza dell'intensa domanda alimentata dai provvedimenti di stimolo attuati dal governo cinese e dal previsto aumento degli investimenti in infrastrutture negli Stati Uniti.

Materie prime

**Sulla volatilità del prezzo del greggio potrebbero influire fattori legati sia alla domanda che all'offerta, ma nel lungo periodo il fattore cruciale sarà l'aumento della produzione statunitense.**

— Focus della settimana

### Il prezzo dell'oro e del petrolio nel 2019





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

Cambi

**Questa settimana il cambio tra il dollaro e le valute di altri Paesi, compreso l'euro, sembra essersi stabilizzato dopo il rialzo messo a segno dal biglietto verde all'inizio dell'anno.**

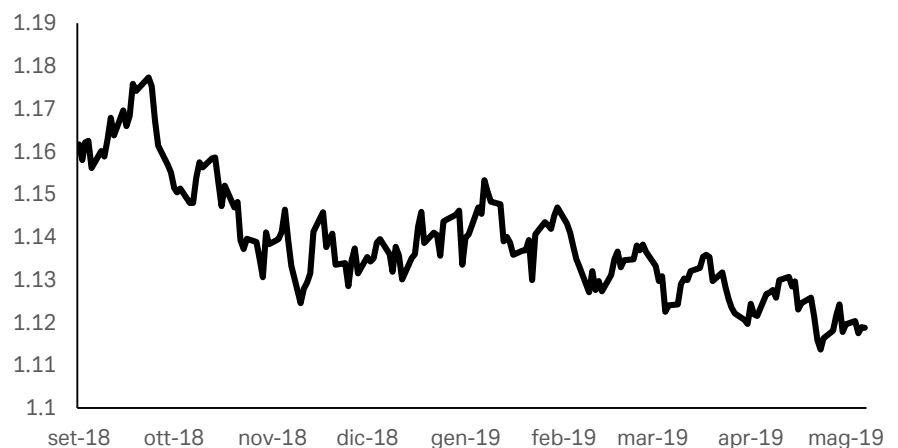
— Focus della settimana

## Trattativa commerciale sull'otto volante

### Valute

- I mercati valutari sono particolarmente sensibili alle notizie sugli alti e bassi delle trattative commerciali, sull'imposizione di dazi e su qualsiasi controversia che riguardi il commercio internazionale.
- Il buon andamento dell'economia statunitense ha permesso il costante apprezzamento del dollaro rispetto alle altre principali valute, nonostante le incognite legate alla trattativa commerciale con la Cina.
- Tuttavia ci sono state alcune eccezioni, come il dollaro canadese e il peso messicano, che sull'onda degli accordi commerciali già finalizzati con gli Stati Uniti dall'inizio dell'anno al 9 maggio si sono apprezzate sul biglietto verde rispettivamente dell'1% e del 2,50%.
- Invece la spada di Damocle dell'imposizione di dazi statunitensi sull'importazione di automobili europee ha spinto al ribasso l'euro, che dall'inizio dell'anno ha perso il 2,50% sul dollaro. L'andamento del dollaro contro la sterlina è dipeso principalmente dalle fluttuazioni della valuta britannica durante il negoziato sulla Brexit.
- Tuttavia la settimana scorsa abbiamo notato una novità interessante. L'euro e altre valute europee sono rimaste relativamente stabili rispetto al dollaro e lo yen giapponese ha addirittura guadagnato l'1%.
- Invece le cattive notizie sulla trattativa commerciale sino-statunitense hanno nuociuto alla maggior parte delle valute asiatiche, cosicché le valute che più si sono deprezzate contro il dollaro sono state il won coreano ed entrambe le versioni dello yuan cinese, ossia quello circolante nella Cina continentale e quello usato nelle transazioni internazionali.
- Dopo avere infranto al ribasso l'ampia forchetta di oscillazione contro il dollaro che vigeva dal settembre 2018, l'euro si è nuovamente portato a ridosso del limite inferiore (1,12) di questa fascia.
- I fondamentali dei tassi d'interesse relativi e dell'espansione economica prevista sembrano ancora propizi all'apprezzamento del dollaro, ma le apprensioni suscitate dal commercio internazionale e dai dazi potrebbero rendere più incerto il quadro valutario.

### Tasso di cambio EUR/USD da settembre 2018







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

## Previsioni di Deutsche Bank

	Fine marzo 2020				
<b>Indici azionari</b>					
USA (S&P 500)	2850				
Eurozona (Euro STOXX 50)	3250				
Germania (DAX)	11.800				
Gran Bretagna (FTSE 100)	7120				
Giappone (MSCI Japan)	980				
Mercati emergent (Emerging Markets)	1110				
Asia senza Giappone (MSCI in USD)	680				
<b>Rendimenti obbligazionari di riferimento (decennali in %)</b>					
USA	3,00				
Germania	0,30				
Gran Bretagna	1,50				
Giappone	0,20				
<b>Materie Prime</b>					
Petrolio (WTI)	60				
Oro in USD	1.275				
<b>Valute</b>	<b>3 mesi</b>	<b>Fine marzo 2020</b>		<b>3 mesi</b>	<b>Fine marzo 2020</b>
EUR/USD	1.14	1.15	USD/TRY	5.65	5.95
EUR/GBP	0.88	0.90	EUR/HUF	315	330
GBP/USD	1.30	1.28	EUR/PLN	4.30	4.40
USD/JPY	111	107	USD/RUB	66.00	71.00
EUR/CHF	1.13	1.13	USD/ZAR	14.00	14.50
USD/CAD	1.32	1.31	USD/CNY	6.73	7.00
AUD/USD	0.68	0.67	USD/INR	72	75
NZD/USD	0.66	0.65	USD/KRW	1,130	1,100
EUR/SEK	10.30	10.10	USD/IDR	14,000	13,750
EUR/NOK	9.50	9.40	USD/MXN	19.5	20.0
EUR/TRY	6.44	6.84	USD/BRL	3.85	3.95



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 sett.	Cambiam. 1 mese	Cambiam. anno i.corso	8 mag. 2018 8 mag. 2019	8 mag. 2017 8 mag. 2018	8 mag. 2016 8 mag. 2017	8 mag. 2015 8 mag. 2016	8 mag. 2014 8 mag. 2015
<b>Obbligazioni</b>									
2 anni Bund (Germania)	-0.61%	0.03%	0.01%	-0.16%	-0.43%	-0.59%	-0.42%	0.14%	0.55%
5 anni Bund (Germania)	-0.47%	0.23%	0.23%	0.97%	2.35%	-0.40%	0.09%	2.49%	2.85%
10 anni Bund (Germania)	-0.05%	0.55%	0.46%	3.42%	7.43%	0.29%	-1.33%	5.29%	10.54%
10 anni Treasuries (US)	2.48%	0.30%	0.57%	2.78%	6.88%	-2.72%	-3.58%	5.57%	6.59%
10 anni Gilt (Regno Unito)	1.14%	0.15%	-0.14%	1.62%	5.46%	-0.90%	5.57%	7.01%	9.96%
2 anni BTP	0.55%	-0.07%	0.03%	0.50%	0.13%	0.72%	0.10%	0.46%	1.90%
5 anni BTP	1.54%	-0.28%	0.09%	1.92%	-1.08%	3.66%	0.06%	3.47%	6.13%
10 anni BTP	2.48%	-0.48%	0.29%	3.44%	-1.09%	6.46%	-2.56%	4.02%	14.73%
Barclays Euro Corporate	0.74%	-0.01%	0.69%	3.93%	3.08%	1.25%	2.27%	2.12%	4.98%
Barclays Euro High Yield	3.50%	-0.75%	-0.15%	5.60%	2.03%	3.00%	8.59%	1.28%	4.91%
JP Morgan EMBIG Div.	6.03%	0.24%	0.62%	9.44%	14.25%	-8.16%	13.78%	2.09%	29.10%
<b>Azioni</b>									
USA (S&P 500)	2,879.4	-1.5%	-0.6%	14.9%	7.8%	11.4%	16.6%	-2.8%	12.8%
Eurozona (Euro Stoxx 50)	3,417.3	-2.8%	-0.6%	13.9%	-4.0%	-2.3%	24.0%	-19.5%	13.9%
Germania (DAX)	12,179.9	-1.3%	1.8%	15.4%	-5.7%	1.7%	28.6%	-15.7%	21.9%
Regno Unito (FTSE 100)	7,271.0	-1.6%	-2.4%	8.1%	-3.9%	3.6%	19.2%	-13.1%	3.0%
Italia (FTSE MIB)	21,203.9	-3.1%	-2.6%	15.7%	-12.2%	12.7%	20.1%	-23.5%	7.3%
Francia (CAC 40)	5,417.6	-3.0%	-1.0%	14.5%	-1.9%	2.6%	25.2%	-15.5%	12.9%
Giappone (MSCI Japan)	944.4	-2.8%	-2.7%	5.7%	-10.1%	11.1%	21.0%	-20.0%	37.0%
Asia ex Giappone (MSCI, USD)	657.3	-2.8%	-3.4%	10.2%	-7.9%	18.8%	23.5%	-21.5%	13.1%
America Latina (MSCI, USD)	1,050.9	-2.7%	-3.5%	8.8%	-8.0%	16.0%	22.3%	-22.2%	2.6%
<b>Mattie prime &amp; Alternativi</b>									
WTI (USD)	62.12	-2.3%	-3.5%	36.8%	-10.1%	48.7%	4.0%	-24.7%	-40.8%
Oro (USD)	1,282.7	0.1%	-1.3%	0.1%	-1.9%	6.4%	-4.8%	8.9%	-8.0%
EUR/USD	1.1202	-0.3%	-0.5%	-2.0%	-5.5%	8.4%	-4.3%	1.8%	-19.1%
EUR/GBP	0.8618	0.3%	-0.1%	-4.0%	-1.7%	3.8%	6.7%	8.8%	-11.1%
EUR/JPY	123.42	-1.2%	-1.6%	-1.6%	-4.7%	5.0%	1.2%	-9.3%	-4.6%
VIX Index	19.40	4.60	6.22	-6.02	4.69	4.94	-4.95	1.86	-0.57
VDAX Index	18.08	3.95	3.26	-5.31	2.70	2.15	-10.17	1.35	4.11

Dati aggiornati all'8 maggio 2019. 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 sett.	Cambiam. 1 mese	Cambiam. anno i.corso	8 mag. 2018 8 mag. 2019	8 mag. 2017 8 mag. 2018	8 mag. 2016 8 mag. 2017	8 mag. 2015 8 mag. 2016	8 mag. 2014 8 mag. 2015
<b>Valori obbligazionari</b>									
Tasso BCE (Refi Rate)	0.00%	0	0	0	0	0	0	-5	-20
Ripidità della curva Bund (10anni-2anni)	56	-3	-2	-27	-57	3	45	-9	-58
Spread Gov. FRA-GER (10anni)	37	1	7	-9	13	-18	5	9	-17
Spread Gov. ITA-GER (10anni)	252	12	4	-1	122	-51	41	28	-45
Spread Gov. SPA-GER (10 anni)	100	1	-8	-17	25	-41	-29	33	-32
Euro Investment Grade Spread (10anni)	79	7	-5	-27	42	-8	-41	32	39
Euro High Yield Spread (10anni)	355	26	16	-77	107	-14	-135	84	62
J.P. Morgan EMBIG Div. Spread	607	9	9	-55	30	85	-72	76	106

	Valore attuale	Cambiam. 1 sett.	Cambiam. 1 mese	Cambiam. anno i.corso	8 mag. 2018 8 mag. 2019	8 mag. 2017 8 mag. 2018	8 mag. 2016 8 mag. 2017	8 mag. 2015 8 mag. 2016	8 mag. 2014 8 mag. 2015
<b>Valori azionari</b>									
USA (S&P 500)	17.8	-0.3	-0.1	2.1	-0.9	-0.9	1.9	-0.4	1.4
Eurozona (Euro Stoxx 50)	14.1	-0.5	-0.2	1.4	-0.6	-1.6	2.8	-2.8	1.6
Germania (DAX)	14.0	-0.3	0.2	1.8	0.3	-1.4	2.4	-3.3	2.2
Regno Unito (FTSE 100)	12.9	-0.2	-0.4	1.0	-1.8	-1.8	0.2	0.4	0.9
Italia (FTSE MIB)	11.8	-0.5	-0.4	0.9	-3.8	-2.7	0.5	-7.1	3.4
Francia (CAC 40)	14.1	-0.5	-0.2	1.7	-1.3	-0.8	2.2	-2.7	1.7
Giappone (MSCI Japan)	12.8	-0.4	-0.3	1.4	-1.0	-2.3	2.0	-3.4	3.6
Asia ex Giapp. (MSCI, USD)	14.0	-0.3	-0.4	1.9	0.1	-0.7	2.2	-1.5	1.6
America Latina (MSCI, USD)	12.9	-0.4	-0.4	1.4	-0.4	-0.7	1.4	-0.7	1.8

	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)	44.48	2,860.7	2,748.4	2,769.9	7.3%	-1.5%	2.1%
Eurozona (Euro Stoxx 50)	42.51	3,405.0	3,262.1	3,269.9	8.0%	-1.8%	3.9%
Germania (DAX)	54.27	11,867.5	11,440.0	11,611.1	8.9%	-3.4%	3.4%
Regno Unito (FTSE 100)	37.02	7,320.1	7,131.0	7,179.9	4.0%	-1.0%	4.8%
Italia (FTSE MIB)	34.75	21,390.2	20,394.8	20,174.9	7.6%	-2.4%	4.6%
Francia (CAC 40)	39.57	5,424.4	5,164.5	5,182.5	6.9%	-2.2%	3.7%
Giappone (MSCI Japan)	30.40	964.6	945.3	976.3	4.6%	-2.9%	2.7%
Asia ex Giappone (MSCI, USD)	32.98	668.5	645.3	635.3	8.8%	-4.7%	2.9%
America Latina (MSCI, USD)	32.51	1,069.4	1,040.7	1,023.9	8.8%	0.8%	3.2%

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> 13 maggio	n/d	Francia: Clima industriale rilevato dalla Banca di Francia (aprile)	Giappone: Indicatore anticipatore (marzo)
<b>Martedì</b> 14 maggio	Indice NFIB dell'ottimismo delle piccole imprese, Indice dei prezzi all'importazione (aprile)	Eurozona: Produzione industriale (marzo), Indagine ZEW (maggio) Germania: Indice dei prezzi al consumo (aprile), Indagine ZEW (maggio) Spagna: Indice dei prezzi al consumo (aprile) Svizzera: Prezzi alla produzione e all'importazione (aprile) Regno Unito: Richieste di sussidi di disoccupazione (marzo), Tasso di disoccupazione rilevato dall'ILO (marzo), Salario medio settimanale (marzo)	Giappone: Bilancia dei pagamenti e saldo delle partite correnti, Bilancia commerciale (marzo) Australia: Indice NAB dell'andamento degli affari (aprile)
<b>Mercoledì</b> 15 maggio	Richieste di mutui ipotecari rilevate dalla MBA (10 maggio), Vendite al dettaglio (aprile), Rilevazione Empire Manufacturing (maggio), Produzione industriale e Capacità produttiva utilizzata (aprile), Indice NAHB del mercato immobiliare (maggio)	Eurozona, Germania: PIL (1° trim.) Francia: Indice dei prezzi al consumo (aprile) Italia: Ordinativi industriali e vendite (marzo)	Giappone: Massa monetaria M2/M3 (aprile), Ordinativi di macchine utensili (aprile) Cina: Produzione industriale, Vendite al dettaglio, Immobilizzazioni escluse le zone rurali (aprile) Corea del Sud: Tasso di disoccupazione (aprile) Australia: Indice Westpac della fiducia dei consumatori (maggio)
<b>Giovedì</b> 16 maggio	Nuovi cantieri edili e Licenze edilizie (aprile), Indice della Federal Reserve di Philadelphia (maggio), Previsioni economiche di Bloomberg (maggio)	Eurozona: Bilancia commerciale (marzo) Francia: Disoccupazione (primo trimestre) Italia: Indice dei prezzi al consumo (aprile), Bilancia commerciale (marzo)	Giappone: Acquisti esteri di azioni e obbligazioni giapponesi (10 maggio), Indice dei prezzi alla produzione (aprile) Australia: Tasso di occupazione (aprile)
<b>Venerdì</b> 17 maggio	Indicatore anticipatore (aprile), Indice di fiducia rilevato dalla University of Michigan (maggio)	Eurozona: Immatricolazioni di autoveicoli nei 27 Paesi dell'UE (aprile), Indice dei prezzi al consumo (aprile)	Giappone: Indice del settore terziario (marzo) Nuova Zelanda: Indice PMI rilevato da BusinessNZ (aprile)



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

## Glossario

L'indice dell'inflazione dei prezzi al consumo (ICP) rileva il prezzo di un paniere di prodotti e servizi riassuntivi dei consumi tipici di un nucleo familiare.

Gli utili per azione si calcolano sottraendo dal reddito netto d'impresa i dividendi delle azioni privilegiate e dividendo questo risultato per il numero totale delle azioni in circolazione.

La Banca Centrale Europea (BCE) è la Banca centrale dell'eurozona.

L'eurozona comprende i 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 stabilire la politica dei tassi d'interesse.

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

Il Rapporto prezzo/utili o P/U (Price/Earnings Ratio o P/E) indica il rapporto tra il prezzo corrente e l'utile di una singola azione emessa da un'azienda. In questo contesto, la sigla LTM si riferisce agli utili degli ultimi dodici mesi.

I Purchasing Manager Indices (PMI), o Indici dei Responsabili agli Acquisti, misurano lo stato di salute economica del settore manifatturiero e si basano su cinque indicatori principali: nuovi ordinativi, scorte, produzione, consegne dei fornitori e occupazione. Il PMI composito comprende sia il settore manifatturiero sia quello dei servizi. La pubblicazione può avvenire a cura di operatori del settore pubblico o privato (ad es. Caixin, Nikkei).

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

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

La Volatilità è l'intensità delle variazioni successive nel tempo di un prezzo di negoziazione.





## 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.