



Christian Nolting  
CIO Globale

## Guardare al di là dei problemi immediati

Le reazioni delle borse all'imposizione della prima serie di dazi statunitensi contro la Cina potrebbe essere l'intensificazione della volatilità; inoltre il vertice della NATO che inizierà il prossimo 11 luglio potrebbe rivelarsi spinoso. Tuttavia non bisogna perder d'occhio le tendenze a lungo termine.

1

Nella disputa sui dazi tra USA e Cina, il fattore da monitorare è la loro prossima mossa. Ci aspettiamo ulteriore volatilità.

2

Le tendenze dei mercati nel lungo periodo restano favorevoli, ma occhio alle divergenze tra i vari settori e tra titoli grandi e minori.

3

La questione dei dazi e qualche altra problematica hanno turbato la borsa cinese, ma restiamo positivi sulla Cina.

① Le borse hanno già scontato le conseguenze dell'odierna applicazione dei dazi statunitensi su prodotti cinesi per un controvalore di 34 miliardi di dollari e la ritorsione del Paese asiatico. Le conseguenze dirette e immediate dell'imposizione dei dazi sull'andamento del PIL e sulla redditività delle aziende verosimilmente saranno modeste. Ma in questo caso sarebbe avventato essere supponenti: i fattori importanti da considerare sono le prossime mosse dei contendenti e se l'inasprimento delle tensioni sia inevitabile. Esiste anche tutta una serie di questioni slegate dai dazi e ancora in attesa di soluzione, dalle attività esercitate dalle aziende cinesi negli Stati Uniti e viceversa alla reazione ufficiale delle società statunitensi dopo i recenti sviluppi. Un ulteriore elemento di apprensione è fino a che punto la questione dei dazi si insinuerà nel vertice della NATO in programma la prossima settimana, in cui gli Stati Uniti potrebbero esprimere verità spigolose sui contributi degli alleati alla difesa comune e sui futuri spostamenti delle proprie basi militari. Dunque sarebbe sensato aspettarsi un'intensificazione della volatilità, anche perché incombono altre incognite (ad esempio questioni di politica interna in Germania e nel Regno Unito).

② Sussiste tuttavia il rischio di perdere la visione d'insieme smarrendosi nei dettagli. Il quadro generale economico e degli investimenti è migliore di quanto i singoli eventi che incombono farebbero ritenere. L'espansione economica statunitense resta saldamente attestata sopra la media e vi sono buoni motivi per prevedere un ulteriore balzo in avanti nel secondo semestre del 2018. Tuttavia, anche se la prosecuzione della crescita economica dovrebbe favorire altri progressi delle quotazioni azionarie (anche con il sostegno di multipli di valutazione diventati più abbordabili e del costante incremento degli utili), le dinamiche dei mercati sono mutevoli e mostrano divergenze tra i settori più redditizi e quelli meno performanti dell'indice S&P 500 (che è tornato sui livelli massimi dal 2009) e la sovraperformance più ampia dal 2006 a oggi delle società a bassa capitalizzazione rispetto a quelle a capitalizzazione elevata. Sugeriamo di mantenere gli investimenti, attuando opportune coperture.

③ Questa settimana nel nostro articolo sui titoli azionari e obbligazionari analizziamo in particolare la Cina e il recente andamento dalla sua valuta, lo yuan.

## 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

## Prospettive per la seconda metà dell'anno STATI UNITI

Larry V Adam  
CIO and Chief Investment Strategist – WM Americas

Come riferivamo nell'esposizione delle prospettive del mercato nel 2018, era previsto che il nuovo anno avrebbe presentato numerosi fattori commerciali e politici in grado di perturbare le borse, dall'aumento dei tassi d'interesse alla propensione della Federal Reserve (Fed) a praticare una politica monetaria più rigorosa e ad una serie di incognite geopolitiche. Il nostro ammonimento "uomo avvisato mezzo salvato" si è dimostrato azzeccato, perché molti di questi eventi hanno già gravato sui mercati. Anche se non ci attendiamo un'attenuazione di questi fattori esterni né una tregua dall'intensa volatilità, rivolgendo lo sguardo al secondo semestre del 2018 il quadro di mercato offre anche qualche valida opportunità.

• **Crescita economica:** l'espansione proseguirà a ritmi superiori alla media. Il PIL statunitense del primo trimestre 2018 indica un andamento annuo superiore al 2,50% (2% nel 1° trimestre e 3,40% stimato dagli analisti nel secondo trimestre) e quindi una crescita economica saldamente attestata sopra la media. Il protrarsi dei benefici degli sgravi fiscali, i posti di lavoro più numerosi dei candidati a occuparli, lo straordinario dinamismo di alcuni settori (ad esempio i trasporti su strada, ferroviari ed aerei) e la fiducia delle aziende e dei consumatori quasi ai massimi storici, confermano il nostro ottimismo che nel secondo semestre 2018 l'espansione economica accelererà e perfino supererà quella del primo trimestre. Ciò indurrà la Fed a proseguire nell'attuale percorso di strette monetarie, aumentando una volta il tasso d'interesse nel 2018 e altre tre volte nei prossimi dodici mesi.

• **Azioni:** L'esiguo rendimento dell'indice S&P 500 dall'inizio dell'anno (2,60%) è la sintesi del lieve arretramento (-0,80%) e del modesto rimbalzo (3,40%) registrati rispettivamente nel primo e nel secondo trimestre. La divergenza tra il settore più performante (i consumi voluttuari, +11,50% da inizio anno) e quello meno redditizio (i beni di prima necessità, -8,60% nello stesso periodo) è la più ampia dal 2009 e la sovraperformance dei titoli a bassa capitalizzazione su quelli a capitalizzazione elevata (+5%) è la maggiore dal 2006. Il calo del rapporto prezzo/utile dell'indice S&P 500 da 18,14 all'inizio del 2018 al 16,20 odierno e il previsto balzo degli utili di oltre il 20% nei prossimi tre trimestri suggeriscono un rialzo delle quotazioni azionarie entro fine anno. I settori ciclici come la tecnologia, la finanza e i consumi voluttuari dovrebbero mantenere un ruolo guida. Dal punto di vista geografico, preferiamo gli Stati Uniti e i Paesi emergenti asiatici all'Europa e al Giappone.

• **Obbligazioni:** Dall'inizio dell'anno il rendimento dell'emissione decennale del Tesoro statunitense è aumentato di 46 punti base e potrebbe guadagnare ancora qualcosa prima della fine dell'anno. L'accelerazione della crescita economica, il lieve incremento dell'inflazione (l'indicatore dell'inflazione preferito della Fed, ossia la spesa primaria per i consumi personali, finalmente ha raggiunto il 2%) e l'aumento delle emissioni di titoli di Stato per finanziare il maggior deficit pubblico sono i catalizzatori del rialzo del tasso d'interesse. Anche se dall'inizio del 2018 la performance dei Paesi emergenti è stata negativa (-3,80%), prevediamo un miglioramento prima della fine dell'anno, quando probabilmente si ridurrà il differenziale di rendimento. Le obbligazioni *investment grade* (-3,30% da inizio anno) dovrebbero riprendersi dopo un primo semestre avverso.

• **Dollaro USA:** confermiamo la nostra previsione di rialzo, anche se controcorrente. Nel primo semestre del 2018 la nostra maggiore previsione controcorrente è stata l'apprezzamento del dollaro. Poiché questa nostra convinzione è stata confermata dall'effettivo rafforzamento della valuta statunitense (+3,10% da inizio anno), ribadiamo la previsione di un suo ulteriore apprezzamento, anche se meno marcato. La nostra previsione dei tassi di cambio con l'euro (USD 1,15 = 1 EUR) e con lo yen (1 USD = 111 JPY) indica solo un modesto apprezzamento del dollaro nel prossimo futuro.

• **Materie prime:** prezzo del petrolio in calo. L'impennata del prezzo del greggio dall'inizio dell'anno (+22,10%) ha superato la nostra previsione, perché le apprensioni sulla produzione venezuelana e il ritiro degli Stati Uniti dall'accordo sul nucleare iraniano hanno favorito il rincaro del petrolio a quasi 75 dollari al barile. Tuttavia nel secondo semestre del 2018 l'aumento della produzione negli Stati Uniti e nei Paesi dell'OPEC, l'apprezzamento del dollaro e il tradizionale ribasso stagionale dovrebbero far scendere il prezzo del greggio a 65 dollari al barile.





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

## Stabilizzazione degli indici PMI nell'Eurozona

### EMEA

Stéphane Junod  
CIO EMEA and Head of WD EMEA

#### Stabilizzazione degli indici PMI ma vendite al dettaglio poco uniformi

A giugno gli indici dei Responsabili degli acquisti (in sigla: PMI) si sono ampiamente stabilizzati in tutta Europa. In Italia l'indice PMI del settore manifatturiero è salito dai 52,7 punti di maggio ai 53,3 di giugno, in Germania è rimasto invariato a 55,9, nel Regno Unito è leggermente aumentato a 54,4 punti dai 54,3 di maggio e nell'eurozona ha raggiunto i 54,9 punti sfiorando i 55 di maggio. Anche l'indice PMI del settore dei servizi è aumentato rispetto a maggio, superando le aspettative in Italia, Germania, Regno Unito ed eurozona e attestandosi sempre saldamente sopra l'apprezzabile quota di 54 punti. Solo in Francia gli indici PMI dei settori manifatturiero e dei servizi sono diminuiti rispetto a maggio, pur restando in territorio espansionista. I dati particolarmente incoraggianti del Regno Unito, dove nel primo trimestre l'attività manifatturiera era stata insolitamente fiacca, consentono di prefigurare un rallentamento del PIL solo temporaneo nel primo trimestre e ridanno credibilità alla previsione di un aumento del tasso d'interesse nella riunione del 2 agosto, in cui la Banca d'Inghilterra deciderà la politica monetaria.

Il calo degli indici PMI in Francia è una conseguenza del ridimensionamento delle previsioni dopo il modesto +0,20% del PIL nel primo trimestre, anche se a maggio la spesa per i consumi è salita dello 0,90% m/m, invertendo l'andamento negativo (-1,50%) di aprile. Gli altri indicatori restano in chiaroscuro. A maggio le vendite al dettaglio nell'eurozona sono rimaste stagnanti su base mensile e sono aumentate meno del previsto (+1,40%) su base annua, mentre in Spagna sono diminuite dello 0,30%. Le vendite al dettaglio di maggio hanno particolarmente deluso le aspettative in Germania, dove sono diminuite dell'1,60% su base annua (invece del previsto aumento dell'1,80%) e del 2,10% su base mensile. Questo calo è tanto più sorprendente dato il doppio record dell'economia tedesca, che non solo è la più performante dell'eurozona ma anche quella con la minore disoccupazione, pari al 5,20% secondo il dato destagionalizzato di giugno. Infatti in sei degli ultimi 12 mesi le vendite al dettaglio in Germania sono diminuite almeno dello 0,50%, sebbene l'economia tedesca sia stata definita la locomotiva dell'eurozona. Continueremo a monitorare attentamente le vendite al dettaglio.

Invece a maggio gli ordinativi alle fabbriche tedesche sono aumentati del 2,60% m/m e del 4,40% a/a su base destagionalizzata, addirittura raddoppiando l'incremento previsto. In sintesi, esiste una discrepanza tra l'impennata della produzione e il fiacco andamento dei consumi. Secondo una dichiarazione di Michael Saunders, membro del consiglio direttivo della Banca d'Inghilterra, l'aumento del tasso d'interesse "dovrebbe essere più consistente" dei 25 punti base annui previsti attualmente dagli operatori. In un discorso del 5 luglio, dopo la quale la sterlina si è rafforzata, il governatore della Banca d'Inghilterra Carney ha precisato che "l'andamento dell'economia britannica conferma ampiamente le proiezioni descritte nella relazione di maggio sull'inflazione, secondo cui l'aumento della domanda supera leggermente quello dell'offerta e si intensificano le tensioni sui prezzi interni". Ora l'attenzione si rivolge alla riunione del consiglio dei ministri in programma oggi, in cui il governo cercherà di definire una linea comune sulle clausole di un futuro accordo doganale con l'UE e su una serie di altri argomenti.



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



## India: L'inflazione accelera

ASIA

Tuan Huynh  
CIO APAC and Head of WD APAC

### L'indice PMI segnala la prosecuzione della robusta crescita economica

A giugno l'indice composito dei Responsabili degli acquisti (denominato in breve PMI) è salito a 53,3 punti dai 50,4 punti di maggio. È il risultato migliore dalla cosiddetta "demonetizzazione" dell'India nel 2016, quando il ritiro dalla circolazione delle banconote di grosso taglio influì negativamente sul clima economico. A giugno gli indici PMI dei settori manifatturiero e dei servizi hanno mostrato andamenti positivi. Particolarmente apprezzabile è stato l'incremento dell'indice PMI relativo ai nuovi ordinativi. Dopo un modesto calo delle vendite di motocicli e dei veicoli commerciali, alcuni operatori avevano manifestato qualche perplessità, temendo che la recente volatilità dei mercati finanziari e l'aumento del tasso d'interesse deciso dalla Banca centrale indiana (la RBI) potessero nuocere all'economia. Invece il brillante risultato dell'indice PMI di giugno potrebbe rassicurare gli operatori sul costante buon andamento dell'economia.

### L'inflazione preoccupa

Tuttavia a giugno l'indice PMI dei rincari dei fattori della produzione manifatturiera ha raggiunto il massimo dell'ultimo quadriennio a quota 58,6, in ampio rialzo dal 54,7 del mese precedente. A nostro parere il motivo principale del rincaro dei fattori produttivi è stato l'aumento del prezzo del petrolio. Un'altra probabile causa dell'accelerazione dell'inflazione è la decisione del governo indiano di aumentare il prezzo minimo di numerosi prodotti agricoli, mantenendo così la promessa di garantire ai coltivatori un prezzo di vendita pari a 1,50 volte il loro costo di produzione. L'incremento medio del prezzo dei prodotti agricoli conseguente a questa decisione, pari al 13,70%, è stato il più consistente degli ultimi sei anni. Secondo stime di JP Morgan, l'aumento del prezzo minimo garantito potrebbe far salire l'indice primario dei prezzi al consumo di almeno 40 punti base.

Il rincaro contemporaneo del greggio e dei prodotti agricoli sta rapidamente rinfocolando l'inflazione. Quest'anno la RBI ha già tentato di spegnere le tensioni inflazionistiche aumentando il tasso d'interesse. La Banca centrale prenderà le sue decisioni sulla politica monetaria nelle riunioni dei prossimi mesi di agosto e ottobre. Date le numerose incognite macroeconomiche presenti nel secondo semestre dell'anno, nella sua relazione di giugno la RBI ha precisato che la sua decisione sui tassi dipenderà dai dati macroeconomici di prossima pubblicazione. Molti esponenti della RBI hanno dichiarato di essere incerti sulle conseguenze che l'aumento dei prezzi agricoli garantiti eserciterà sull'inflazione dei generi alimentari. La crescente probabilità che l'inflazione primaria superi la soglia del 5% potrebbe convincere la RBI ad aumentare ancora il tasso d'interesse già ad agosto.

Anche se la liquidità potrebbe diminuire per effetto delle strette monetarie decise dalla RBI e della riduzione dell'indebitamento delle banche commerciali, a nostro avviso l'economia indiana potrà proseguire il suo percorso di ripresa ciclica, anche grazie agli investimenti di capitali agevolati dal clima economico propizio. I prezzi minimi garantiti stabiliti dal governo aumentano il reddito delle popolazioni rurali e quindi anche i consumi delle famiglie, che così sosterranno l'economia. Infine, la politica di bilancio espansiva perseguita nel periodo precedente le elezioni generali del 2019 potrebbe causare un'impennata della spesa pubblica.



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

## Azioni cinesi in calo - timori di disputa sui dazi

### Azionario

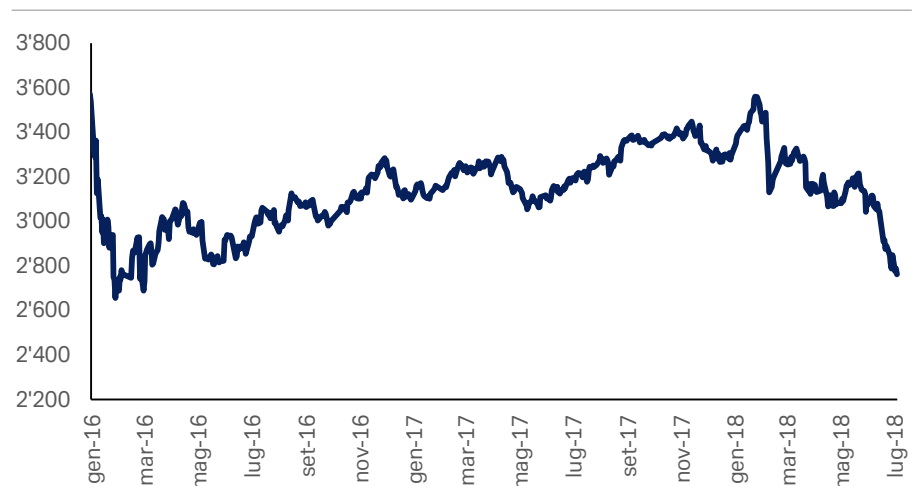
- Dall'inizio di giugno fino al 3 luglio l'indice SSE 180 delle azioni A cinesi (negoziato in Cina a denominate in yuan) ha perso il 9,40%. Sempre dall'inizio di giugno l'indice di riferimento Hang Seng di Hong Kong ha lasciato sul campo il 5,50%.
- Possiamo sintetizzare così le cause di questo arretramento delle borse cinesi:
  - Preoccupazione per l'intensificarsi del conflitto commerciale. Gli operatori temono altri provvedimenti protezionistici degli Stati Uniti, particolarmente nei settori tecnologici, e le successive ritorsioni della Cina.
  - Le società immobiliari. A quanto sembra la Banca cinese per lo sviluppo ha ridotto i finanziamenti per il risanamento delle aree urbane degradate. Nell'ultimo biennio i finanziamenti all'edilizia sono stati l'elemento trainante della crescita impetuosa del mercato immobiliare nelle città classificate nella terza fascia d'importanza. Nel 2017 questo mercato ha rappresentato circa il 20% delle vendite di immobili in Cina. Lo scivolone delle azioni delle società immobiliari cinesi è dovuto a questa nuova strategia.
  - Il rischio d'insolvenza. La scarsa liquidità e le recenti insolvenze di alcune obbligazioni cinesi hanno riacceso le apprensioni degli operatori sul rischio di credito nel Paese.
  - La svalutazione dello yuan. Gli arretramenti rispetto al dollaro, registrati nelle ultime due settimane dopo la decisione della Banca popolare cinese (PBoC) di ridurre il coefficiente della riserva obbligatoria, hanno intaccato la fiducia degli operatori.
  - Nel secondo semestre dell'anno prevediamo la prosecuzione della volatilità, alimentata dalle apprensioni sull'aggravamento del conflitto commerciale. Tuttavia riteniamo che le inquietudini suscitate negli operatori da queste difficoltà potrebbero attenuarsi dopo le elezioni di medio termine negli Stati Uniti, quando il negoziato con la Cina potrebbe diventare più facile.
  - Nel lungo periodo manteniamo la fiducia nelle azioni cinesi. Il nostro settore preferito è la tecnologia, i cui multipli di valutazione sono diventati più accessibili dopo la recente flessione delle borse.

Azioni

**Alle azioni cinesi hanno nuociuto la disputa sui dazi, le difficoltà delle società immobiliari, il rischio di insolvenze e il calo dello yuan, ma nel lungo periodo restiamo positivi.**

— Focus della settimana

### Azioni cinesi di categoria "A" nel mese scorso





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

## Obbligazioni immobiliari cinesi *high yield*

### Reddito fisso

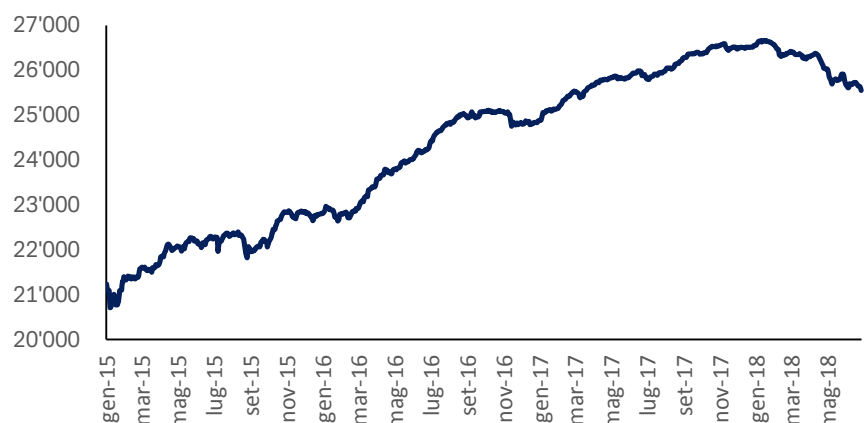
- La performance negativa delle obbligazioni *high yield* di società immobiliari cinesi nel primo semestre del 2018 ha tre motivi. Le cause delle loro fiacca performance sono principalmente tre.
- **L'aumento dei rendimenti negli Stati Uniti.** Al 4 luglio il rendimento dei titoli del Tesoro statunitense era salito a 2,84% da 2,45% all'inizio dell'anno. L'aumento del rendimento negli Stati Uniti ha trainato al rialzo anche quello delle obbligazioni cinesi ad alto rendimento denominate in dollari.
- **L'apprezzamento del dollaro.** La rivalutazione del dollaro ha compromesso la capacità di rimborso delle società immobiliari cinesi, i cui ricavi e attività sono denominati in yuan. Generalmente ogni apprezzamento del dollaro nuoce alle emissioni dei Paesi emergenti.
- **L'ingente offerta di titoli.** La scarsa liquidità nel mercato obbligazionario nazionale e la necessità di rifinanziare l'ingente quantità di titoli in scadenza ha costretto molte società immobiliari cinesi a collocare le loro emissioni nei mercati esteri. La conseguente ampia offerta ha pregiudicato la performance del settore.
- Tuttavia, ritenendo che questa categoria di titoli sia diventata più conveniente, crediamo di avere validi motivi per lanciare una nuova linea d'investimento in obbligazioni immobiliari cinesi ad alto rendimento. A maggio di quest'anno la maggior parte delle società immobiliari cinesi grandi e medie ha diffuso eccellenti dati sull'andamento dei contratti di vendita, mentre notiamo anche l'incoraggiante dinamica dei prezzi medi e delle superfici complessive degli immobili venduti. Inoltre riteniamo i fondamentali delle obbligazioni delle società immobiliari cinesi più solidi, ad esempio, di quelli delle emissioni ad alto rendimento indonesiane.
- A nostro parere la scelta migliore sono le obbligazioni a breve scadenza delle società immobiliari più grandi, che rispetto alle concorrenti minori sembrano maggiormente in grado di superare indenni il processo di riduzione dell'indebitamento in corso nel settore e l'ostacolo della scarsa liquidità. Nell'attuale contesto macroeconomico, infine, il settore immobiliare cinese ci sembra maturo per una serie di fusioni.

Reddito fisso

I multipli di valutazione, diventati più convenienti dopo i recenti ribassi, e la buona tenuta dei fondamentali hanno reso più appetibili le obbligazioni immobiliari cinesi *high yield*.

— Focus della settimana

### Il rendimento obbligazionario *high yield* immobiliare





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

## Il prezzo del petrolio di nuovo in ascesa Materie prime

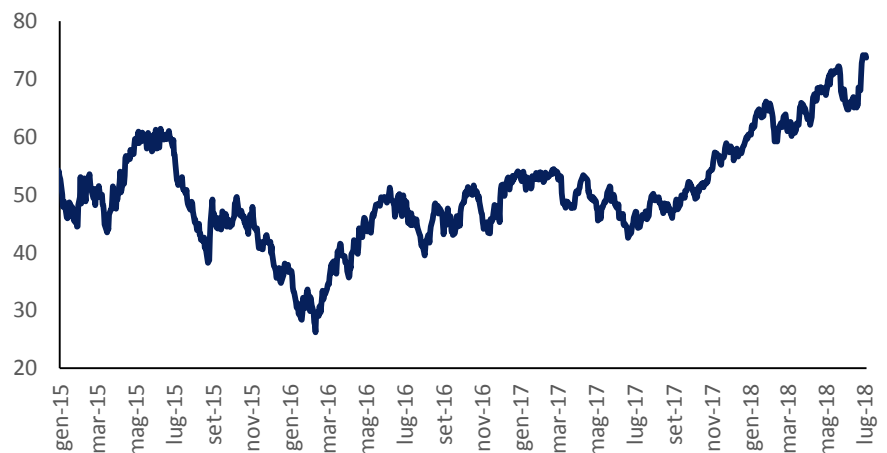
- Dall'inizio di giugno il prezzo del greggio è in costante rialzo. La qualità WTI è rincarata dal recente minimo di 64,70 dollari al barile del 6 giugno scorso ai 73,80 dollari del 4 luglio. L'impennata del prezzo del greggio è attribuibile principalmente ai seguenti fattori:
- Difficoltà della produzione in Canada. L'estrazione di petrolio in Canada potrebbe essere stata pregiudicata dall'interruzione della fornitura elettrica, che il 20 giugno ha costretto all'inattività tutti gli impianti di estrazione nel giacimento di sabbie petrolifere di Milred Lake.
- Le sanzioni contro l'Iran. Gli Stati Uniti sembrano decisi ad applicare le sanzioni contro l'Iran con decorrenza dal 4 novembre. La recente riunione dell'OPEC si è chiusa con l'impegno di aumentare la produzione, ma la decisione sembra aver lasciato largamente indifferenti i mercati.
- Forte aumento della domanda. La costante crescita economica negli Stati Uniti, nell'eurozona e in Cina mantiene intensa la domanda di petrolio.
- Nonostante il recente rincaro del greggio riteniamo verosimile un ribasso nei prossimi 12 mesi.
- In questo periodo il prezzo del petrolio potrebbe diminuire per i seguenti motivi:
- Aumento dell'offerta, particolarmente negli Stati Uniti, perché i rincari spingono a intensificare la produzione.
- Conseguenze minori del previsto delle sanzioni contro l'Iran. L'Iran non esporta greggio negli Stati Uniti, perché i suoi maggiori acquirenti sono la Cina e l'Europa
- Il calo della domanda mondiale all'inizio del 2019, quando l'espansione economica internazionale rallenterà.
- Prevediamo un prezzo di 60 dollari al barile della qualità WTI entro la fine di giugno 2019.

Materie prime

**L'incertezza degli approvvigionamenti e la forte domanda sono le cause del nuovo rincaro. Tuttavia riteniamo probabile un ribasso nei prossimi 12 mesi.**

— Focus della settimana

## Il prezzo del petrolio dal 2015 in poi





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

## Lo yuan perde ancora terreno Valute globali

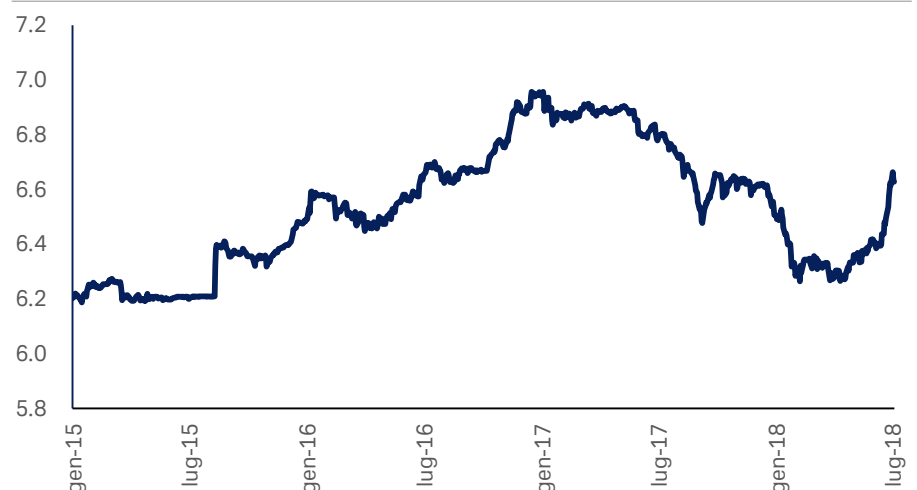
- Dal 13 giugno, data della decisione della Federal Reserve di aumentare il tasso d'interesse, lo yuan ha perso il 3,50% rispetto al dollaro.
- Uno dei motivi del deprezzamento dello yuan è la mutata politica monetaria della Banca popolare cinese (PBoC). Il 24 giugno la PBoC ha cercato di iniettare liquidità nel sistema bancario riducendo di 50 punti base il coefficiente della riserva obbligatoria. Attualmente gli operatori prevedono altre riduzioni di questo coefficiente nel secondo semestre del 2018 e nel 2019.
- Questa nuova politica è motivata da tre fattori:
  - L'evidente rallentamento economico di maggio, particolarmente nel settore degli investimenti in infrastrutture, dopo i provvedimenti del governo per ridurre l'indebitamento.
  - Gli ostacoli al commercio estero per le crescenti frizioni con gli Stati Uniti. Aumentare la liquidità è una strategia per dare slancio all'economia nazionale.
  - La scarsa liquidità interna causata dalla riduzione dell'indebitamento è particolarmente pregiudizievole per le banche e le aziende più piccole. Allentare la politica monetaria potrebbe contribuire a scongiurare il rischio di una stretta eccessiva, che soffocherebbe l'economia.
- Nel comunicato del 3 luglio il governatore della PBoC, Yi Gang, ha individuato nell'apprezzamento del dollaro e nelle incognite internazionali le cause dell'indebolimento dello yuan. Secondo il governatore i fondamentali restano solidi e il governo continuerà ad applicare il "meccanismo di fluttuazione controllata del cambio".
- A nostro parere la PBoC ritiene conveniente una svalutazione dello yuan entro un certo limite, ma potrebbe considerare preoccupante la rapidità del recente calo. Un deprezzamento troppo accentuato della valuta cinese potrebbe aggravare la volatilità dei mercati finanziari e accelerare l'esodo dei capitali. Per questi motivi riteniamo possibile nel prosieguo dell'anno un intervento della PBoC per stabilizzare lo yuan. Prevediamo un tasso di cambio di 6,50 tra dollaro e yuan entro la fine di giugno 2019.

Cambi

**La recente riduzione del coefficiente della riserva obbligatoria è all'origine del deprezzamento dello yuan, ma la valuta cinese potrebbe stabilizzarsi nel prosieguo dell'anno.**

— Focus della settimana

## Lo yuan cinese rispetto al dollaro dal 2015 in poi



Fonte: Bloomberg Finance L P, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 4 luglio 2018





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

## Previsioni di Deutsche Bank

Fine giugno 2019					
<b>Indici azionari</b>					
USA (S&P 500)					
2900					
Eurozona (Euro STOXX 50)					
3550					
Germania (DAX)					
13.500					
Gran Bretagna (FTSE 100)					
7800					
Giappone (MSCI Japan)					
1080					
Asia ex Japan (MSCI in USD)					
740					
America Latina (MSCI in USD)					
2500					
<b>Rendimenti obbligazionari di riferimento (decennali in %)</b>					
USA					
3,25					
Germania					
1,00					
Gran Bretagna					
1,75					
Giappone					
0,10					
<b>Materie Prime</b>					
Petrolio (WTI)					
60					
Oro in USD					
1290					
<b>Valute</b>	<b>3 mesi</b>	<b>Fine marzo 2019</b>		<b>3 mesi</b>	<b>Fine marzo 2019</b>
EUR/USD	1,15	1,15	EUR/HUF	320	330
EUR/GBP	0,88	0,90	EUR/PLN	4,30	4,40
USD/JPY	108	111	USD/RUB	63,50	64,50
EUR/CHF	1,19	1,15	USD/ZAR	13,50	14,50
USD/CAD	1,26	1,25	USD/CNY	6,50	6,50
AUD/USD	0,78	0,78	USD/INR	68,5	70,0
NZD/USD	0,72	0,71	USD/KRW	1070	1055
EUR/SEK	10,10	9,95	USD/IDR	14.000	14.050
EUR/NOK	9,50	9,30	USD/MXN	20,50	20,80
EUR/TRY	5,29	5,75	USD/BRL	4,00	4,10



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	4 lug. 2017 4 lug. 2018	4 lug. 2016 4 lug. 2017	4 lug. 2015 4 lug. 2016	4 lug. 2014 4 lug. 2015	4 lug. 2013 4 lug. 2014
<b>Obbligazioni</b>									
2 anni Bund (Germania)	-0.66%	-0.04%	0.02%	-0.09%	-0.32%	-0.76%	0.20%	0.44%	0.47%
5 anni Bund (Germania)	-0.30%	-0.01%	0.42%	0.89%	1.06%	-1.15%	3.35%	1.85%	3.29%
10 anni Bund (Germania)	0.31%	0.15%	1.10%	1.89%	3.25%	-4.37%	10.59%	5.66%	7.09%
10 anni Gilt (Regno Unito)	1.33%	-0.13%	0.27%	-0.22%	1.27%	-0.87%	14.01%	9.72%	1.09%
2 anni BTP	0.68%	0.43%	0.23%	-1.30%	-1.15%	0.24%	0.96%	0.86%	4.35%
5 anni BTP	1.71%	0.93%	-0.31%	-3.20%	-1.94%	0.09%	6.35%	2.51%	13.31%
10 anni BTP	2.65%	1.60%	-0.53%	-3.71%	-1.47%	-4.11%	12.94%	6.56%	19.84%
Barclays Euro Corporate	1.02%	-0.08%	0.02%	-0.67%	0.94%	1.00%	5.45%	1.87%	6.83%
Barclays Euro High Yield	3.65%	-0.01%	-0.94%	-1.62%	0.64%	8.67%	3.19%	2.71%	13.07%
JP Morgan EMBIG Div.	6.49%	-0.08%	-0.29%	-1.94%	-3.65%	3.37%	9.65%	23.60%	5.20%
<b>Azioni</b>									
USA (S&P 500)	2,713.2	0.5%	-1.2%	1.5%	11.7%	15.5%	1.3%	4.6%	22.9%
Eurozona (Euro Stoxx 50)	3,412.0	0.4%	-1.7%	-2.6%	-1.9%	21.6%	-16.8%	5.2%	23.6%
Germania (DAX)	12,317.6	-0.3%	-3.6%	-4.7%	-1.0%	28.1%	-12.2%	10.5%	25.2%
Regno Unito (FTSE 100)	7,573.1	-0.6%	-2.2%	-1.5%	2.9%	12.8%	-1.0%	-4.1%	6.9%
Italia (FTSE MIB)	21,686.6	0.6%	-1.5%	-0.8%	3.1%	31.3%	-28.9%	4.4%	36.4%
Francia (CAC 40)	5,320.5	-0.1%	-2.8%	0.2%	2.8%	22.2%	-11.9%	7.6%	17.3%
Giappone (MSCI Japan)	1,003.2	-2.0%	-4.2%	-6.5%	4.9%	26.4%	-25.0%	28.1%	8.7%
Asia ex Giappone (MSCI, USD)	660.5	-0.6%	-8.6%	-7.4%	6.5%	21.6%	-12.7%	-0.5%	17.8%
America Latina (MSCI, USD)	2,486.6	3.0%	-4.5%	-12.1%	-2.8%	12.0%	-8.2%	-27.1%	9.8%
<b>Mattie prime &amp; Alternativi</b>									
WTI (USD)	74.14	1.9%	14.5%	22.7%	57.5%	-3.5%	-12.2%	-46.5%	2.7%
Oro (USD)	1,256.0	0.0%	-2.9%	-3.6%	2.7%	-9.5%	15.8%	-11.6%	5.8%
EUR/USD	1.1645	0.4%	-0.4%	-3.0%	2.6%	1.9%	0.3%	-18.3%	5.2%
EUR/GBP	0.8815	-0.1%	0.5%	-0.7%	0.4%	4.8%	17.8%	-10.2%	-7.5%
EUR/JPY	128.72	0.5%	0.4%	-4.8%	0.2%	12.5%	-16.2%	-1.8%	7.4%
VIX Index	16.14	-1.77	3.40	5.10	4.92	-3.55	-2.02	6.47	-5.88
VDAX Index	17.50	-0.91	2.00	3.35	3.40	-9.85	-5.96	17.74	-7.86

Dati aggiornati al 4 luglio 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 sett.	Cambiam. 1 mese	Cambiam. anno i.corso	4 lug. 2017 4 lug. 2018	4 lug. 2016 4 lug. 2017	4 lug. 2015 4 lug. 2016	4 lug. 2014 4 lug. 2015	4 lug. 2013 4 lug. 2014
<b>Valori obbligazionari</b>									
Tasso BCE (Refi Rate)	0.00%	0	0	0	0	0	-5	-10	-35
Ripidità della curva Bund (10anni-2anni)	96	-3	-8	-12	-15	60	-55	-18	-30
Spread Gov. FRA-GER (10anni)	29	-5	-3	5	-6	4	-14	3	-20
Spread Gov. ITA-GER (10anni)	234	-17	20	81	70	25	-10	-7	-120
Spread Gov. SPA-GER (10 anni)	100	-4	8	-14	-4	-25	-13	-9	-154
Euro Investment Grade Spread (10anni)	71	4	14	39	29	-56	36	41	-37
Euro High Yield Spread (10anni)	334	1	42	98	92	-61	86	70	-181
J.P. Morgan EMBIG Div. Spread	618	0	32	134	127	-51	46	110	-18

	Valore attuale	Cambiam. 1 sett.	Cambiam. 1 mese	Cambiam. anno i.corso	4 lug. 2017 4 lug. 2018	4 lug. 2016 4 lug. 2017	4 lug. 2015 4 lug. 2016	4 lug. 2014 4 lug. 2015	4 lug. 2013 4 lug. 2014
<b>Valori azionari</b>									
USA (S&P 500)	18.7	0.1	-0.5	-1.9	-1.0	1.6	0.4	0.3	2.2
Eurozona (Euro Stoxx 50)	14.0	0.1	-0.3	-1.1	-1.4	2.2	-1.9	0.3	3.3
Germania (DAX)	12.8	0.0	-0.4	-1.8	-1.6	2.1	-2.1	0.4	2.7
Regno Unito (FTSE 100)	14.2	-0.1	-0.5	-1.4	-1.8	-0.7	1.4	0.4	2.6
Italia (FTSE MIB)	13.8	0.1	-0.7	-2.1	-3.4	1.1	-2.2	-1.4	5.8
Francia (CAC 40)	14.7	0.0	-0.4	-0.7	-0.8	1.6	-1.6	0.8	2.8
Giappone (MSCI Japan)	13.0	-0.3	-0.5	-2.5	-2.9	1.7	-3.4	2.4	-4.7
Asia ex Giapp. (MSCI, USD)	13.3	0.0	-1.2	-1.5	-1.6	1.4	0.3	0.2	1.2
America Latina (MSCI, USD)	13.5	0.3	-0.5	-2.3	-1.1	-4.3	3.5	1.4	1.0

	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)	43.24	2,722.7	2,705.8	2,678.8	14.7%	2.1%	2.1%
Eurozona (Euro Stoxx 50)	46.28	3,488.1	3,449.0	3,514.2	9.1%	0.4%	3.9%
Germania (DAX)	40.84	12,748.8	12,522.0	12,789.0	6.7%	-1.3%	3.5%
Regno Unito (FTSE 100)	46.13	7,654.7	7,416.8	7,460.5	7.6%	3.1%	4.3%
Italia (FTSE MIB)	44.81	22,690.2	22,743.2	22,694.4	16.6%	6.9%	4.3%
Francia (CAC 40)	43.22	5,465.9	5,362.8	5,375.8	9.6%	2.2%	3.5%
Giappone (MSCI Japan)	28.81	1,044.4	1,033.9	1,047.7	3.4%	1.3%	2.4%
Asia ex Giappone (MSCI, USD)	29.46	706.6	716.1	712.9	13.8%	0.0%	2.9%
America Latina (MSCI, USD)	47.14	2,634.3	2,846.7	2,870.7	15.5%	1.5%	3.8%

Dati aggiornati al 4 luglio 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> 9 Luglio	Variazione del credito al consumo (maggio)	Rilevazione Sentix sulla fiducia degli investitori nell'eurozona (luglio)  Germania: Bilancia commerciale e Partite correnti (maggio)	Cina: Riserve valutarie (giugno)  Giappone: Bilancia commerciale e Partite correnti (maggio)
<b>Martedì</b> 10 Luglio	Indice NFIB dell'ottimismo delle imprese (giugno)	Eurozona, Germania: Indagine ZEW sul clima economico (luglio)  Francia, Italia: Produzione industriale (maggio)  Regno Unito: Produzione manifatturiera, Bilancia commerciale e PIL (tutti di maggio)	Australia: indice NAB della fiducia delle imprese (giugno)  Cina: Indice dei prezzi al consumo (giugno), Indice dei prezzi alla produzione (giugno), Nuovi mutui (giugno)  Giappone: Ordinativi di macchine utensili (giugno), Massa monetaria M2 ed M3 (giugno)
<b>Mercoledì</b> 11 Luglio	Indice dei prezzi alla produzione (giugno)  Scorte dei grossisti (maggio)	Vertice NATO (11 / 12 Luglio)	Australia: Indice Westpac della fiducia dei consumatori (luglio)  Giappone: Indice dei prezzi alla produzione (giugno), Ordinativi di macchine utensili (giugno), Indice del settore terziario (maggio)  Corea: Tasso di disoccupazione (giugno)
<b>Giovedì</b> 12 Luglio	Indice dei prezzi al consumo (giugno)	Vertice NATO (11 / 12 Luglio)  Eurozona: Produzione industriale (maggio)  Regno Unito: Rilevazione della Banca d'Inghilterra sull'andamento del credito  Francia, Germania: Tasso d'inflazione (giugno)	Giappone: Investimenti esteri in azioni e obbligazioni (venerdì 6 luglio)  Corea del Sud: Decisione del tasso d'interesse  Nuova Zelanda: Indice dei responsabili degli acquisti delle aziende (giugno)
<b>Venerdì</b> 13 Luglio	Indice dei prezzi di importazioni ed esportazioni (giugno)  Indice dell'Università del Michigan sulla fiducia dei consumatori (luglio)	Spagna: Indice dei prezzi al consumo (giugno)	Cina: Bilancia commerciale (giugno)  Giappone: Produzione industriale, Utilizzo della capacità produttiva (entrambi di maggio)



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

## Glossario

**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.

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'espresa 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.