



Christian Nolting  
CIO Globale

## Il caso delle azioni

Questa settimana, i mercati azionari si sono scrollati di dosso un'inflazione dei prezzi al consumo negli U.S.A. più alta del previsto: la scorsa settimana, la forte crescita dei salari nel Paese aveva creato loro turbolenze. La situazione delle azioni si fonda ancora sui dati effettivi e previsti?

1

La situazione a livello macroeconomico delle azioni pare buona ma i dati economici grezzi sono per loro natura retrospettivi.

2

La situazione degli utili per le azioni è supportata dai recenti dati sul T4 2017 e dalle stime in miglioramento riguardanti il futuro.

3

I dati sul futuro potrebbero, tuttavia, ancora provocare volatilità e le incertezze sulle politiche non sono limitate agli aumenti dei tassi.

① La situazione macroeconomica delle azioni è sostenuta da un'economia statunitense ancora robusta per la quale è prevista un'accelerazione. Come analizzeremo a pagina 2, i nostri "cinque meravigliosi" indicatori statunitensi in tempo reale continuano a migliorare e molti di questi sfiorano i loro livelli migliori per più anni. In futuro, le politiche fiscali espansionistiche, come la riforma fiscale e l'accresciuta spesa nella difesa e in altri settori, dovrebbero essere di sostegno per la crescita economica U.S.A. La crescita del PIL nell'eurozona ha registrato, intanto, una fine 2017 molto soddisfacente (anzi sensazionale) e il Giappone ha assistito al suo ottavo trimestre consecutivo di espansione economica. Il contributo del consumo privato alla crescita varia secondo i Paesi (positivo in Giappone, per esempio, meno in Germania) ma l'espansione delle esportazioni è stata degna di nota nella maggior parte delle economie, nonostante oscillazioni valutarie, spesso brusche.

② L'analisi degli utili per il T4 2017 è, come sempre, stata concentrata sugli indici U.S.A., data la loro pubblicazione anticipata e la loro maggiore completezza. I dati primari qui sono buoni, con un 70% delle società S&P 500 che finora ha fornito i propri resoconti. La crescita degli utili (su base mensile) è in salita al 15% e, se questo tasso può essere sostenuto, si tratterebbe della più solida stagione di utili trimestrali dal T3 2017. Un picco record del 79% delle società S&P 500 ha, inoltre, superato le stime sugli utili trimestrali che le riguardavano. Le stime sulla crescita degli utili sono altresì aumentate del 4% dall'inizio del T4. Si osservano due altri aspetti. In primo luogo non si tratta solo di un caso che riguarda gli U.S.A., giacché gli utili del T4 stanno acquistando slancio a livello globale. MSCI AC World (+27%), MSCI EM (+30%), Euro Stoxx 50 (+19%) e MSCI Japan (+68%) finora evidenziano tutti una crescita degli utili a due cifre per il trimestre. In secondo luogo, si tratta anche in questo caso di previsioni riguardanti il futuro: il forte contesto degli utili ha spinto al rialzo le stime per il 2018, in particolare per MSCI EM (+15%), MSCI Japan (+9,5%), MSCI AC World (+8,7%) ed S&P 500 (+3,5%).

③ Non si intende sostenere, ovviamente, che i mercati saranno immuni a singoli dati economici. È probabile un'ulteriore volatilità. È bene altresì ricordare che i possibili timori legati alle politiche potrebbero superare quelli legati all'inflazione e ai futuri aumenti dei tassi di interesse. Ci troviamo ancora in un contesto di politiche oltremodo inconsueto, senza un precedente storico esatto. I timori futuri potrebbero comprendere l'impatto della politica fiscale espansionistica statunitense sul relativo mercato obbligazionario e il possibile impatto della prosecuzione dell'inasprimento del credito cinese.

## 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

## Il rimbalzo delle azioni

### STATI UNITI

Larry V Adam  
CIO and Chief Investment Strategist – WM Americas

Le ultime tre settimane hanno portato in evidenza due dei nostri Dieci Temi per il 2018. Nel nostro tema “Uomo avvisato..” indicavamo come la scarsa volatilità a cui il mercato aveva assistito nel 2017 fosse un’anomalia e come gli investitori dovessero prepararsi a più oscillazioni nei mercati, in particolare quello azionario. A seguire, S&P 500 ha registrato il suo primo calo del 10% (veramente il suo minimo è stato un calo dell’11%) dal febbraio 2016 e VIX (l’indice di volatilità) ha registrato un’impennata del 300%, a 50. Non si tratterà probabilmente dell’unico pullback dell’anno, giacché i mercati azionari “normalmente” registrano, in media, tre pullback pari o superiori al 5%, in un anno. Tuttavia, il punto centrale di questo tema rimane il fatto che, sebbene si preveda una volatilità al ribasso, i pullback dovrebbero essere visti come opportunità di acquisto, perché il quadro economico globale è rimasto favorevole per i mercati azionari. Il nostro tema “I consumi favoriscono la crescita” sostiene in effetti, specificamente, come i fondamentali economici sottostanti siano, in ultima analisi, i fattori determinanti per la performance azionaria di quest’anno. Poiché gli investitori hanno tenuto conto di questi fondamentali economici, il mercato azionario ha segnato una ripresa ed è nuovamente positivo da inizio anno (+1,2%). Lo S&P 500 è ora in rialzo del 7% dal suo minimo intraday del 9 febbraio. A trainare più in alto l’indice durante questa ripresa sono stati i settori ciclici come i tecnologici (+6,8%), i finanziari (+6,2%) e i materiali (+4,9%). I fondamentali economici su cui il mercato continua a concentrarsi comprendono:

**1. Crescita in miglioramento** – l’economia U.S.A. rimane solida ed è prevista un’accelerazione. Questo aspetto è evidente, perché tutti i nostri “cinque meravigliosi” indicatori in tempo reale (ritenute in acconto d’imposta, richieste di sussidi di disoccupazione, produzione secondo l’ISM, vendite di veicoli e domande di prestiti commerciali e industriali) continuano a migliorare e molti di questi sfiorano i loro livelli migliori per più anni. I livelli di attività sono solidi: il traffico ferroviario intermodale, i volumi del trasporto aereo delle merci e i trasporti su camion segnano tutti massimi record. La fiducia rimane robusta e sfiora i massimi per più anni, sia per i consumatori che per le imprese. In un’ottica futura, le politiche fiscali espansionistiche, come la riforma fiscale e l’accresciuta spesa nella difesa e in altri settori dovrebbero essere altresì di sostegno per la crescita economica U.S.A. Il rischio di una recessione rimane trascurabile: i modelli predittivi da noi sviluppati evidenziano una probabilità inferiore al 5%. La crescita in miglioramento dovrebbe trainare la crescita degli utili del 19% nel 2018. Per maggior informazioni sulla solidità del contesto degli utili azionari U.S.A. si veda la sezione sui titoli azionari (pagina 5).

**2. Inflazione moderata** – Fattori alla base della recente volatilità negativa sono stati la modesta ripresa nell’inflazione alla luce del modesto incremento dei salari (crescita del 2,9% su base annua nella retribuzione oraria) e i dati primari e core sull’inflazione dei prezzi al consumo, più elevati del previsto questa settimana. Riteniamo, tuttavia, che siano i primi segnali di un’economia sana che è stata paralizzata da pressioni disinflazionistiche per gran parte della ripresa. Un’inflazione modesta, dove le medie dell’inflazione di base si attestano attorno al 2% del target della Fed, è sana, perché permette alla Fed di perseguire una lenta normalizzazione della politica monetaria. Un’iperinflazione sarebbe un fattore preoccupante, dove il mercato percepisce la presenza della Fed dietro alla curva inflazionistica, che lo porterebbe ad aumentare in modo aggressivo e veloce i tassi di interesse. Non riteniamo di trovarci in un contesto del genere. Le nostre preoccupazioni sulle dinamiche rialziste dell’inflazione aumenterebbero se l’utilizzo delle risorse dovesse crescere oltre l’80% (attualmente si attesta al 77,5%), se la crescita dei salari dovesse accelerare al di sopra del 3,5% (attualmente inferiore al 3%), se le imprese non aumentassero la rispettiva spesa negli investimenti in conto capitale (ostacolando ulteriormente i guadagni in produttività), se il dollaro subisse una brusca flessione (che provocherebbe prezzi per le importazioni molto maggiori) o se la tendenza alla fissazione di prezzi competitivi, online, raggiugesse un punto di stallo.





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

## Crescita europea. Politica monetaria svedese

EMEA

Stéphane Junod  
CIO EMEA and Head of WD EMEA

### Rassicurazioni sulla crescita europea e dell'Eurozona

I dati più recenti sulla crescita dell'Eurozona, pubblicati i primi giorni di questa settimana, hanno fornito ulteriori prove dello slancio economico dell'Eurozona. Nel complesso, la crescita dell'Eurozona è aumentata dello 0,6% su base trimestrale, nel T4, con una crescita annua del 2,7%, in leggera flessione dal 2,8% registrato per il T3. La crescita del PIL tedesco ha raggiunto 0,6% su base trimestrale nel T4 2017, portando la crescita complessiva per il 2017 al 2,2%, in salita dall'1,9% nel 2016. Le esportazioni sono aumentate in maniera robusta, mentre i consumi delle famiglie sono rimasti pressoché invariati. La crescita in Francia è aumentata allo 0,6% su base trimestrale, forte di una domanda esterna robusta e, sebbene la crescita su base trimestrale italiana abbia sottoperformato leggermente (0,3% contro lo 0,4% nel T4), la crescita italiana è risultata significativamente più sostenuta rispetto alla fine del 2016. Anche la crescita spagnola è rallentata leggermente su base trimestrale (dallo 0,8% nel T3 allo 0,7% nel T4) ma i Paesi Bassi hanno registrato una crescita più robusta e nella periferia, dove il successo è stato notevole, la crescita portoghese ha segnato un'impennata al 2,4% su base annua nel T4 e 0,7% su base trimestrale. Nel complesso la crescita portoghese per il 2017 è ora stabile al 2,7%, un aumento deciso dallo 1,5% del 2016 e il tasso più solido raggiunto dal 2000.

I dati commerciali dell'Eurozona hanno fornito ulteriori rassicurazioni per il mese di dicembre, evidenziando un'ulteriore crescita nell'eccedenza della bilancia commerciale complessiva della regione, a EUR23,8mld, in aumento da EUR22mld di novembre. Le esportazioni sono cresciute di 1,7% su base trimestrale, con un brusco aumento nelle esportazioni francesi che compensa ampiamente il calo delle esportazioni dalla Germania e dall'Italia. Il totale complessivo delle esportazioni sarà aumentato grazie a più elevati prezzi energetici. Su base annua, tuttavia, l'eccedenza della bilancia commerciale dell'Eurozona ha segnato un lieve calo, che indica che la regione non sarà immune agli effetti di un euro forte. Anche la produzione industriale dell'Eurozona è aumentata per il terzo mese consecutivo a dicembre.

Il PIL complessivo dell'Unione europea (comprese le economie non rientranti nell'Eurozona) è cresciuto del 2,5% nel 2017, il suo massimo in dieci anni, a seguito di un'espansione dello 0,6% su base trimestrale, nel T4. La sostenuta espansione nell'Europa dell'est ha contribuito in misura significativa, con la Polonia che ha registrato un PIL in rialzo del 5,1% su base annua, nel T4, e risultati positivi si sono osservati in altre economie, tra cui Slovacchia e Bulgaria. Al contrario, il Regno Unito ha evidenziato una crescita complessiva di 1,8% nel 2017, il tasso di crescita più lento nel Paese, dal 2012.

### Tassi di interesse svedesi e inflazione

Le aspettative sugli aumenti dei tassi nei mercati sviluppati non sono, intanto, confinate solo agli U.S.A. e al Regno Unito. La Riksbank svedese ha mantenuto i tassi ai livelli attuali durante la riunione sulle politiche tenuta questa settimana, ma pare sia propensa a un aumento dei tassi. Il vice governatore, Henry Ohlsson, ha votato favorevolmente per l'aumento, al contrario degli altri membri del board. Tuttavia, sebbene i dati sulla crescita economica appaiano positivi, la situazione sull'inflazione svedese è leggermente più sfumata e la Riksbank sta correggendo al ribasso le sue previsioni per l'inflazione dei prezzi al consumo per il 2017 e il 2018, rispettivamente a 1,8% e 1,9%, sostenendo che la crescita dell'inflazione dei prezzi per i servizi è rallentata e la crescita dei salari è più bassa delle aspettative. Riteniamo che si possa posticipare un aumento dei tassi fino a quando avremo un quadro più chiaro sull'inflazione.





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

## Crescita del PIL giapponese; crescita del credito cinese

ASIA

Tuan Huynh  
CIO APAC and Head of WD APAC

### Il PIL del Giappone si espande per l'ottavo trimestre consecutivo

Il PIL reale del Giappone ha registrato un'espansione trimestrale dello 0,5%, su di una base destagionalizzata, annualizzata. Tale crescita è stata inferiore al consenso degli analisti, pari all'1%, ma per la prima volta dal 1989, l'economia ha conosciuto una crescita positiva su base trimestrale per otto trimestri consecutivi. Su base annuale, l'economia del Sol Levante è cresciuta dell'1,5% nel T4 del 2017, un dato superiore al tasso di crescita potenziale dell'1%.

La scomposizione del PIL nel T4 indica che il consumo privato (in rialzo dell'1,9% su base trimestrale) ha continuato a migliorare sulla scia dell'ottimismo dei consumatori. Gli investimenti in conto capitale sono aumentati del 2,8% su base trimestrale, via via che le aziende hanno iniziato ad aumentare le risorse, alla luce dei migliori dati sull'esportazione (v. sotto). Gli investimenti residenziali hanno segnato una flessione del 10,2% su base trimestrale e la spesa pubblica è diminuita, sempre su base trimestrale, dello 0,5%. Le esportazioni si sono rivelate solide, in rialzo del 10,0% su base trimestrale, nel T4 e le importazioni sono risultate ancora più forti, con una crescita del 12% su base trimestrale. È probabile che i recenti trend positivi nelle esportazioni e nel consumo privato proseguano di pari passo all'ulteriore rafforzamento dell'economia globale e al consumo privato, stimolato dall'ottimismo dei consumatori e da un più elevato reddito delle famiglie. Gli investimenti in conto capitale cresceranno altresì per aiutare le imprese a soddisfare gli accresciuti ordinativi dall'estero.

Riteniamo che, nel breve termine, la BoJ manterrà la politica monetaria al livello attuale, super accomodante, tuttavia, in presenza di migliori prospettive economiche e aspettative inflazionistiche leggermente più elevate, riteniamo probabile che rivedrà leggermente al rialzo i target di controllo della propria curva del rendimento per i titoli di Stato (JGB) nella seconda metà di quest'anno.

### Rallenta ulteriormente la crescita del credito aggregato in Cina

Il credito aggregato (social financing totale ufficiale - finanziamenti azionari + titoli di Stato) è cresciuto del 12,7% su base annuale a gennaio, un dato inferiore al 13,3% registrato a dicembre e il tasso su base annuale più lento dal luglio 2015.

La decelerazione è stata principalmente causata da una crescita più debole dei finanziamenti non bancari, via via che il governo cinese proseguiva nel suo impegno di ridurre il livello di indebitamento. A gennaio, la China Banking Regulatory Commission (CBRC) ha riconfermato il suo impegno a irrigidire le norme sul sistema bancario ombra, aumentando il controllo sia di quest'ultimo che delle attività interbancarie. Alle banche è stato altresì vietato di prestare garanzie e utilizzare il credito bancario come fonte di finanziamento nell'attività prestiti alle stesse affidata.

A gennaio, intanto, la crescita dei prestiti bancari si è attestata al di sopra delle aspettative, in rialzo del 13,2% su base annuale (a fronte del 12,7% di dicembre). La crescita nei prestiti di breve periodo alle famiglie è stata pari al 20,9% e quella dei prestiti alle imprese si è attestata al 9,4%. Riteniamo che una crescita dei prestiti più solida del previsto è stata in parte dovuta all'inasprimento normativo sul finanziamento non bancario, incoraggiando la tendenza verso i prestiti bancari.

Siamo convinti che la crescita del credito in Cina continuerà a rallentare per il resto dell'anno, di pari passo alla prosecuzione dell'inasprimento normativo da parte del governo e via via che la crescita del Paese, quest'anno, si affida di meno agli investimenti a indebitamento elevato.







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

## Gli utili restano solidi

### Azioni globali

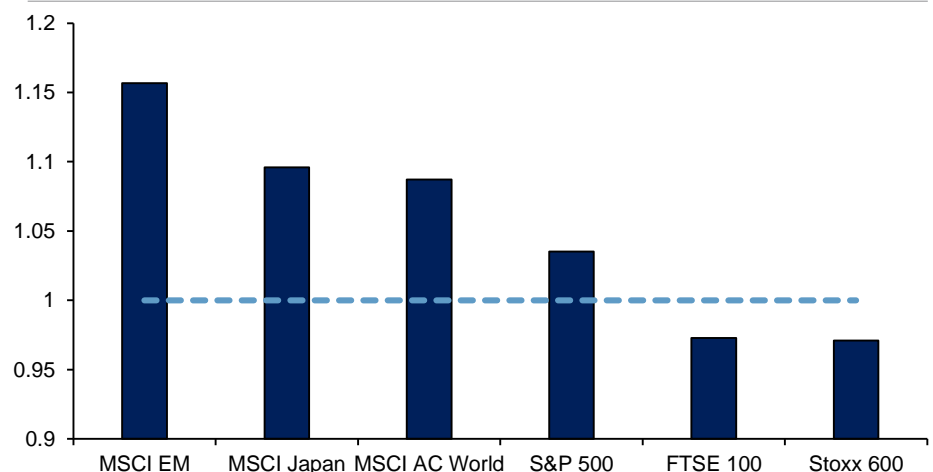
- I mercati azionari globali sono rimasti caratterizzati da un contesto di elevata volatilità a seguito della forte perdita registrata la scorsa settimana.
- Nel 2018, la percentuale dell'1% di oscillazioni giornaliere (verso l'alto o verso il basso) per il MSCI AC World (4) ha già sorpassato la percentuale totale dell'1% di oscillazioni registrata nel 2017 (3) e siamo solo a metà febbraio.
- Se è vero, tuttavia, che la volatilità azionaria globale si attesterà probabilmente al di sopra dei livelli del 2017, le azioni mostreranno probabilmente un rimbalzo nel quadro di un macrocontesto globale robusto e di una solida crescita degli utili, che dovrebbero contribuire all'impennata dei mercati azionari nel 2018.
- Di seguito si illustrano alcuni fatti salienti della stagione relativa agli utili del T4 per lo S&P 500:
  - se la crescita degli utili del T4 rimane ai livelli attuali (15%), si tratterebbe della più solida crescita trimestrale di utili dal T3 del 2011. (Il 70% delle società S&P 500 ha registrato utili per il T4)
  - Un picco del 79% delle società S&P 500 ha superato le stime sugli utili trimestrali che le riguardavano.
  - Le stime sugli utili per il T4 sono aumentate del 4% dall'inizio della stagione di utili del T4 (dall'11% al 15%).
  - I settori tecnologico (38%), energia (15,7%) e finanziario (15,3%) hanno apportato il maggior contributo alla crescita degli utili del T4.
- Gli utili del T4 si sono dimostrati solidi a livello globale, giacché MSCI AC World (+27%), MSCI EM (+30%), Euro Stoxx 50 (+19%) e MSCI Japan (+68%) evidenziano tutti una crescita degli utili a due cifre per il trimestre.
- Il contesto di forti utili (v. grafico che segue) ha spinto al rialzo le stime per il 2018, con MSCI EM (+15%), MSCI Japan (+9,5%), MSCI AC World (+8,7%) e S&P 500 (+3,5%) che hanno assistito alle più vigorose revisioni al rialzo delle proprie stime di utili per il 2018.

### Azioni

**Il solido contesto di utili ha spinto ulteriormente le stime per il 2018, con MSCI EM ed MSCI Japan che hanno assistito alle più vigorose revisioni al rialzo delle stime di utili per il 2018.**

— Focus della settimana

### Revisioni per il 2018 alle previsioni sugli utili globali





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

## I rendimenti dei treasury aumentano

### Reddito fisso

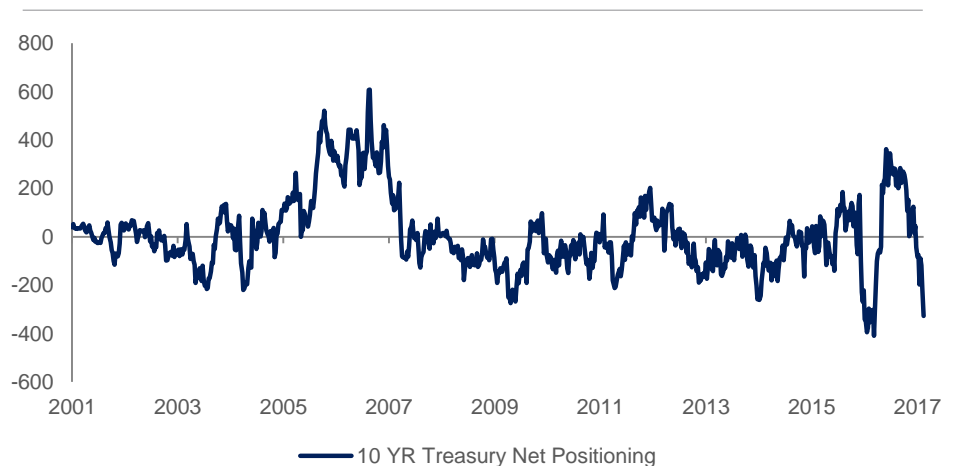
- I rendimenti dei Treasury hanno proseguito lo slancio rialzista di questa settimana con un aumento del rendimento dei Treasury decennali al livello massimo (+2,92%) da gennaio 2014, sulla scia di un rapporto CPI più solido del previsto.
- La variazione nei rendimenti decennali è stata rapida, giacché hanno segnato la maggiore crescita su base mensile (+40 pb) da dicembre 2016.
- Il posizionamento sui Treasury decennali ha rispecchiato un'inclinazione ribassista del clima di fiducia, via via che, a luglio 2017, il posizionamento netto passava dalla posizione lunga netta (contratti da +363k) più elevata dal 2007 a quasi la maggiore posizione corta netta (contratti da -328k) mai registrata.
- I rendimenti sono aumentati sia sul segmento breve che lungo e il rendimento sui Treasury a 2 anni continua a sfiorare i picchi massimi dal 2008.
- In un'ottica futura, riteniamo che si assisterà a un ulteriore rialzo per i rendimenti nel breve termine, per alcune ragioni:
  - si prevede un aumento delle emissioni negli U.S.A., da ~USD1 trilione nel 2017 a USD 1,5 trilioni nel 2018 e ~USD2 trilioni nel 2019, in conseguenza di maggiori disavanzi di bilancio e di una più rigida politica della banca centrale.
  - Nonostante la recente flessione dai picchi multiannuali nei livelli di pareggio decennali, in conseguenza della debolezza dei prezzi del greggio, una lenta avanzata al rialzo dell'inflazione dovrebbe sostenere rendimenti più elevati.
  - Una crescita economica più solida e maggiori aspettative di impennate nei tassi della Fed dovrebbero sostenere ulteriormente rendimenti più elevati.
- In conseguenza di questi fattori ritocchiamo le nostre previsioni di fine anno sia per i Treasury decennali che per quelli a 2 anni, rispettivamente al 3,0% e al 2,5%.
- Dato il limitato rialzo nei titoli sovrani dei mercati sviluppati, favoriamo le obbligazioni dei Paesi emergenti denominate in valuta forte. Rispetto ad altri settori creditizi, le obbligazioni dei mercati emergenti presentano il maggiore potenziale per un'ulteriore contenimento dello spread. La riduzione del 2,0% da inizio anno offre un miglior punto di ingresso rispetto all'inizio dell'anno.

Reddito fisso

**Emissioni maggiori, inflazione più elevata e crescita più solida dovrebbero essere di sostegno al rialzo dei rendimenti dei Treasury.**

— Focus della settimana

### Inclinazione ribassista nel posizionamento netto per i Treasury





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

## I produttori statunitensi continuano l'attività estrattiva

### Materie prime

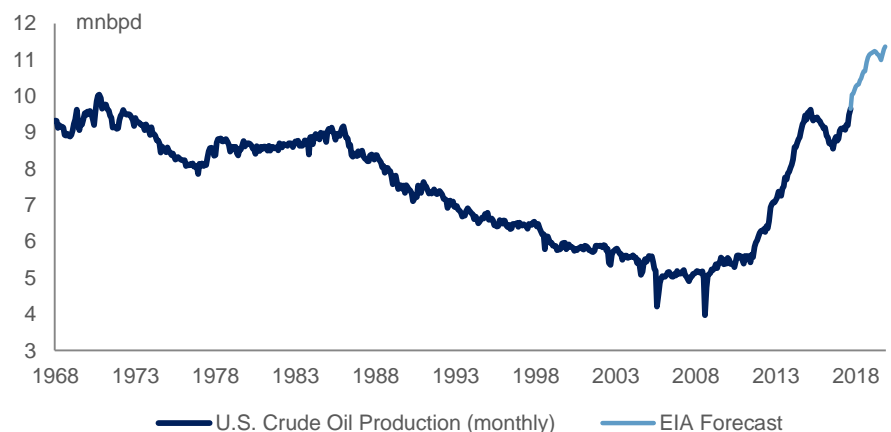
- Dopo aver sfiorato i livelli massimi (USD66/bbl) nei tre anni fino al 2 febbraio, i prezzi del greggio sono crollati rapidamente nelle ultime due settimane e sono ora entrati in territorio correttivo (diminuzione del ~10% dal 2 febbraio).
- I prezzi del greggio hanno registrato un ribasso a causa di una combinazione di fattori, tra cui la solidità del dollaro, l'aumento della volatilità azionaria che ha portato ad una fuga dalle attività rischiose alla qualità e il rapporto settimanale dell'Energy Information Administration (EIA) che ha evidenziato come la produzione statunitense sia aumentata oltre i 10 milioni di barili per la prima volta in 47 anni, sfiorando i picchi massimi (10,2 milioni di barili) mai registrati.
- Ad ostacolare altresì i prezzi del greggio è stata la pubblicazione del rapporto mensile dell'EIA in cui sono state riviste al rialzo le aspettative sulla futura produzione statunitense e corrette al rialzo le previsioni per il 2019, a 11,4 milioni di barili.
- Considerato che i produttori di petrolio statunitensi hanno tagliato significativamente i costi di produzione, gli stessi produttori sono stati in grado di coprire i costi al di sopra dei livelli di pareggio, un fatto che dovrebbe permettere loro di proseguire con l'aumento della produzione dai livelli attuali. Il dato risulta evidente con l'aggiunta, da parte dei produttori statunitensi, di 26 piattaforme petrolifere la scorsa settimana, l'aumento settimanale più elevato dal gennaio 2017.
- In un'ottica futura, prevediamo che i prezzi del greggio rimangano nel range, attestandosi attorno a USD60/bbl, giacché fattori ribassisti come l'aumento nella produzione statunitense e l'estensione del tetto di produzione dell'OPEC entro la fine del 2018 bilanciano i fattori rialzisti, come l'accresciuta domanda dovuta all'accelerazione della crescita economica globale.
- Sulla scia di un rapporto CPI per gli U.S.A. più solido del previsto, i prezzi dell'oro hanno sfiorato quasi i massimi livelli (~USD1360/oz) dall'agosto 2016.
- Se è vero che abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di fine 2018 per l'oro, da USD1230 a USD1290, ai livelli attuali, il rialzo per l'oro è limitato a causa delle nostre previsioni di un dollaro più forte, di maggiori tassi di interesse e di tre aumenti del tasso Fed nel 2018.

### L'EIA corregge al rialzo le previsioni di produzione

Materie prime

**L'EIA ha corretto al rialzo le sue previsioni di produzione del greggio statunitense per il 2019, a 11,4mn bpd.**

— Focus della settimana



Fonte: Bloomberg Finance L P, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati all'15 febbraio 2018

Deutsche Bank  
Wealth Management



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

## Tendenze di USD, JPY e GBP

### Valute globali

- Lo USD Index ha subito un'ulteriore flessione (giù del 2,6% da inizio anno) e rimane vicino ai suoi minimi dal dicembre 2014.
- Tuttavia, nonostante la recente debolezza, confermiamo la nostra previsione EUR/USD per il 2018, di 1,15, poiché riteniamo probabile un'inversione del recente distacco dai fondamentali, che alla fine trascinerà al rialzo il dollaro:
  - i maggiori tassi di interesse statunitensi in conseguenza di una più solida crescita economica e dell'elevata offerta di Treasury porteranno probabilmente a un'impennata dei differenziali sui tassi di interesse, un dato che dovrebbe essere di sostegno al dollaro.
  - Il posizionamento lungo sull'euro rimane a livelli elevati e indica operazioni soggette ad affollamento ("crowded trade"), una situazione che eserciterebbe una pressione negativa sull'euro.
  - La politica della banca centrale indica la solidità del dollaro, giacché la Fed ha già avviato il suo programma di riduzione del bilancio, e si prevedono tre inasprimenti nella sua politica nel 2018.
- Il JPY si è consolidato ai suoi massimi dal novembre 2016, via via che la volatilità del mercato ha spinto gli investitori verso beni rifugio. In conseguenza della forte impennata, il Capo di Gabinetto giapponese ha commentato l'importanza di una valuta solida nella speranza di domare la recente solidità dello Yen.
- Confermiamo il nostro target JPY/USD per fine 2018, di 115.
- Dopo aver sfiorato, a gennaio, i massimi contro il dollaro dalla Brexit (1,43), la sterlina si è ritirata a fronte di dati sull'inflazione più elevati del previsto negli U.S.A., che hanno portato gli investitori a domandarsi se la Fed debba essere più aggressiva per tenere a bada l'inflazione crescente.
- Nel breve termine, i dati che emergono sull'uscita del Regno Unito dalla UE eserciteranno probabilmente una pressione negativa sulla sterlina. La nostra previsione GBP/USD per il 2018 è di 1,30.

### Cambi

Lo Yen giapponese si è consolidato ai suoi massimi dal novembre 2016, via via che la volatilità del mercato ha spinto gli investitori verso beni rifugio.

— Focus della settimana

### Il JPY si rafforza sfiorando i massimi dal novembre 2016







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

## Previsioni di Deutsche Bank Wealth Management

Fine dicembre 2018

	Fine dicembre 2018
<b>Indici azionari</b>	
USA (S&P 500)	2.750
Eurozona (Euro STOXX 50)	3.780
Germania (DAX)	14.100
Regno Unito (FTSE 100)	7.500
Giappone (MSCI Japan)	1.120
Asia ex Giappone (MSCI in USD)	760
America Latina (MSCI in USD)	3.150
<b>Principali rendimenti dei titoli sovrani (10 anni, %)</b>	
USA	3,00
Germania	1,00
Regno Unito	1,40
Giappone	0,10
<b>Materie prime</b>	
Petrolio (WTI)	60
Oro in USD	1.290
<b>Cambi</b>	
EUR/USD	1,15
USD/JPY	115
EUR/GBP	0,88
GBP/USD	1,30
EUR/CHF	1,18
EUR/NOK	9,20
USD/CAD	1,22
AUD/USD	0,78
NZD/USD	0,74
USD/BRL	3,30
USD/SGD	1,41
USD/TRY	4,07
USD/RUB	57,0
USD/CNY	6,80



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

## Fatti e Cifre

	Valore attuale	Rendim. settimana	Rendim. mensile	Rendim. anno in corso	14 feb. 2017 14 feb. 2018	14 feb. 2016 14 feb. 2017	14 feb. 2015 14 feb. 2016	14 feb. 2014 14 feb. 2015	14 feb. 2013 14 feb. 2014
<b>Obbligazioni</b>									
2 anni Bund (Germania)	-0.58%	0.05%	-0.04%	-0.17%	-1.06%	-0.07%	0.22%	0.62%	0.37%
5 anni Bund (Germania)	-0.05%	0.03%	-0.43%	-0.93%	-1.66%	0.81%	1.55%	4.52%	1.92%
10 anni Bund (Germania)	0.71%	-0.21%	-1.59%	-2.53%	-2.14%	0.81%	2.18%	15.47%	2.76%
10 anni Gilt (Regno Unito)	1.65%	-0.76%	-2.23%	-3.52%	-0.51%	3.58%	4.89%	13.94%	-0.94%
2 anni BTP	-0.19%	-0.03%	0.02%	0.12%	0.66%	0.15%	0.70%	1.95%	4.55%
5 anni BTP	0.74%	-0.36%	-0.11%	0.13%	3.63%	0.18%	2.93%	9.32%	9.25%
10 anni BTP	2.15%	-0.89%	-0.47%	-0.40%	5.51%	-2.94%	2.28%	22.48%	11.50%
Barclays Euro Corporate	0.89%	-0.33%	-0.52%	-0.70%	1.79%	4.72%	-1.81%	8.01%	4.58%
Barclays Euro High Yield	3.05%	-0.87%	-1.16%	-0.82%	4.41%	14.60%	-5.07%	6.74%	10.71%
JP Morgan EMBIG Div.	5.81%	-2.87%	-5.14%	-6.07%	-11.40%	21.54%	0.63%	29.68%	-5.64%
<b>Azioni</b>									
USA (S&P 500)	2,698.6	0.6%	-3.1%	0.9%	15.5%	25.4%	-11.1%	14.1%	20.9%
Eurozona (Euro Stoxx 50)	3,369.8	-2.5%	-6.7%	-3.8%	1.8%	20.1%	-20.1%	10.5%	18.4%
Germania (DAX)	12,339.2	-2.0%	-6.8%	-4.5%	4.8%	31.3%	-18.2%	13.5%	26.6%
Regno Unito (FTSE 100)	7,214.0	-0.9%	-7.3%	-6.2%	-0.8%	27.4%	-17.0%	3.2%	5.3%
Italia (FTSE MIB)	22,433.8	-2.4%	-4.3%	2.7%	16.9%	16.2%	-22.1%	3.8%	23.5%
Francia (CAC 40)	5,165.3	-1.7%	-6.4%	-2.8%	5.5%	22.6%	-16.1%	9.7%	18.3%
Giappone (MSCI Japan)	1,012.1	-2.6%	-8.9%	-5.7%	9.8%	27.5%	-19.0%	22.2%	23.4%
Asia ex Giappone (MSCI, USD)	720.0	1.1%	-3.1%	0.9%	28.7%	26.8%	-24.4%	10.1%	-4.9%
America Latina (MSCI, USD)	3,063.0	0.1%	2.5%	8.3%	17.8%	54.0%	-36.2%	-11.1%	-23.1%
<b>Mattie prime &amp; Alternativi</b>									
WTI (USD)	60.60	-1.9%	-5.8%	0.3%	13.9%	82.3%	-44.7%	-47.4%	3.1%
Oro (USD)	1,347.8	1.9%	1.3%	3.4%	9.9%	-0.6%	0.1%	-6.4%	-19.7%
EUR/USD	1.2407	0.9%	2.1%	3.3%	17.4%	-6.0%	-1.4%	-16.7%	2.6%
EUR/GBP	0.8885	0.3%	0.1%	0.1%	4.8%	9.0%	5.0%	-9.4%	-4.8%
EUR/JPY	132.54	-1.3%	-2.0%	-2.0%	9.6%	-4.7%	-6.3%	-2.9%	12.3%
VIX Index	19.26	-8.47	9.10	8.22	8.52	-14.66	10.71	1.12	0.91
VDAX Index	20.63	-0.07	8.63	6.48	6.47	-20.07	11.54	7.23	-0.68

Dati aggiornati al 14 febbraio 2018. Fonte: FactSet. Valori negativi in arancione.



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

## Fatti e Cifre

	Valore attuale	Cambiam. 1 settimana	Cambiam. 1 mese	Cambiam. anno i.corso	14 feb. 2017 14 feb. 2018	14 feb. 2016 14 feb. 2017	14 feb. 2015 14 feb. 2016	14 feb. 2014 14 feb. 2015	14 feb. 2013 14 feb. 2014
<b>Valori obbligazionari</b>									
Tasso BCE (Refi Rate)	0.00%	0	0	0	0	-5	0	-20	-50
Ripidità della curva Bund (10anni-2anni)	129	5	16	21	10	44	20	-105	10
Spread Gov. FRA-GER (10anni)	17	0	-4	-6	-52	32	13	-35	-3
Spread Gov. ITA-GER (10anni)	144	8	2	-9	-43	49	11	-72	-76
Spread Gov. SPA-GER (10 anni)	80	8	-16	-34	-51	-25	28	-62	-166
Euro Investment Grade Spread (10anni)	18	3	-10	-14	-37	-71	71	36	-43
Euro High Yield Spread (10anni)	234	17	13	-2	-53	-125	229	68	-153
J.P. Morgan EMBIG Div. Spread	510	28	35	25	-3	-125	112	103	119

	Valore attuale	Cambiam. 1 settimana	Cambiam. 1 mese	Cambiam. anno i.corso	14 feb. 2017 14 feb. 2018	14 feb. 2016 14 feb. 2017	14 feb. 2015 14 feb. 2016	14 feb. 2014 14 feb. 2015	14 feb. 2013 14 feb. 2014
<b>Valori azionari</b>									
USA (S&P 500)	21.1	0.1	-0.1	0.5	1.5	3.6	-2.0	1.3	2.1
Eurozona (Euro Stoxx 50)	14.4	-0.4	-1.1	-0.7	-0.9	3.1	-3.1	1.2	3.1
Germania (DAX)	14.4	-0.3	-0.4	-0.1	-0.1	3.2	-3.8	1.0	3.3
Regno Unito (FTSE 100)	15.5	-0.1	-0.2	0.0	-1.6	2.5	-0.1	0.3	1.9
Italia (FTSE MIB)	16.5	-0.4	-0.3	0.6	-1.9	3.2	-10.9	8.0	6.5
Francia (CAC 40)	15.7	-0.3	-0.2	0.4	0.3	2.6	-2.8	0.8	3.3
Giappone (MSCI Japan)	15.7	-0.4	-0.1	0.2	-0.4	3.7	-3.8	1.4	-5.2
Asia ex Giapp. (MSCI, USD)	15.3	0.2	0.2	0.5	0.8	3.2	-1.9	0.9	-1.0
America Latina (MSCI, USD)	16.7	0.0	0.4	0.9	2.8	-0.6	-0.3	1.3	-1.2

	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)	46.45	2,726.1	2,651.9	2,550.0	16.4%	7.3%	1.9%
Eurozona (Euro Stoxx 50)	34.40	3,555.6	3,579.3	3,544.6	10.2%	0.2%	3.6%
Germania (DAX)	36.01	13,044.3	13,056.0	12,758.5	8.9%	0.1%	3.1%
Regno Unito (FTSE 100)	35.87	7,550.5	7,504.3	7,460.2	7.3%	2.6%	4.1%
Italia (FTSE MIB)	43.06	22,795.3	22,645.5	22,064.5	18.9%	2.4%	3.8%
Francia (CAC 40)	37.25	5,389.3	5,388.8	5,300.5	8.2%	0.6%	3.3%
Giappone (MSCI Japan)	26.73	1,085.7	1,061.4	1,008.5	8.5%	3.5%	2.1%
Asia ex Giappone (MSCI, USD)	43.07	727.0	709.7	675.7	12.4%	0.9%	2.4%
America Latina (MSCI, USD)	52.90	2,945.9	2,894.7	2,805.4	13.8%	1.6%	3.1%

Dati aggiornati al 14 febbraio 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> 19 Febbraio	Presidents Day (mercati chiusi)	Regno Unito: Rightmove House Price Index (febbraio) Eurozona: Bilancia dei pagamenti attuale (dicembre)	Giappone: Commercio estero (gennaio)
<b>Martedì</b> 20 Febbraio	n/a	Svizzera: commercio estero (gennaio), produzione industriale (T4) Regno Unito: Vendite al dettaglio (gennaio) Germania: Inflazione prezzi alla produzione (gennaio), Indagine ZEW (febbraio) Eurozona: Fiducia dei consumatori, Indagine ZEW (entrambe a febbraio)	Australia: Verbale della riunione di Reserve Bank of Australia
<b>Mercoledì</b> 21 Febbraio	Vendita delle abitazioni già esistenti (gennaio) Verbale FOMC	Germania, Francia, Eurozona: PMI manifatturiero, Servizi e Composito Markit (febbraio) Regno Unito: Dati sull'occupazione, utili medi (entrambi a 3 mesi a fine dicembre), indebitamento netto del settore pubblico (gennaio)	Giappone: PMI manifatturiero Nikkei (febbraio), indice All Industry Activity (dicembre) Australia: Indice sui lavori edilizi eseguiti, sul prezzo dei salari (entrambi T4)
<b>Giovedì</b> 22 Febbraio	Indicatori principali (gennaio)	Francia: Inflazione prezzi al consumo (gennaio), clima di fiducia delle imprese (febbraio) Italia: Vendite e ordini industriali (dicembre) inflazione dei prezzi al consumo (gennaio) Germania: Indice IFO sulla fiducia delle imprese e previsioni (febbraio) Regno Unito: PIL (T4) Eurozona: Verbale della riunione della BCE	Giappone: Investimenti stranieri nelle azioni e obbligazioni giapponesi (16 febbraio) Australia: Spesa in conto capitale (T4)
<b>Venerdì</b> 23 Febbraio	n/a	Svizzera: Occupazione (T4) Germania: PIL (T4) Eurozona: Inflazione prezzi al consumo (gennaio)	Giappone: Prezzi servizi alle imprese (dicembre)



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

## Glossario

La **Banca del Giappone (BoJ)** è la banca centrale del Giappone.

L'**indice dell'inflazione prezzi al consumo (CPI)** rileva il prezzo di un paniere di prodotti e servizi basandosi sul consumo tipico per un nucleo familiare.

L'**inflazione di base o sottostante** riferisce alla misurazione dell'inflazione che esclude i componenti volatili (ad es. l'energia). I componenti esclusi possono variare a seconda del Paese.

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

L'**Energy Information Administration (EIA)** fa parte del Dipartimento dell'Energia americano ed è un'agenzia del sistema statistico federale statunitense.

**EUR** è la sigla che identifica l'euro, la valuta in vigore nell'Eurozona.

La **Banca Centrale Europea (BCE)** è la banca centrale dell'Eurozona.

La **Commissione europea** è l'organo esecutivo dell'Unione europea (UE) che rappresenta gli interessi dell'Unione europea nel suo complesso. È composta da 28 Commissari (uno per ogni Stato membro UE).

L'**indice Eurostoxx 50** rileva la performance delle azioni blue chip nell'Eurozona; l'**Eurostoxx 600** è invece più ampio, comprendendo 600 aziende in 18 Paesi dell'Unione Europea.

L'**Eurozona** è formata da 19 Stati membri dell'Unione europea che hanno adottato l'euro quale valuta comune e moneta legale unica.

La **Federal Reserve** è la Banca Centrale degli Stati Uniti. Il suo **Federal Open Market Committee (FOMC)** si riunisce per stabilire la politica relativa ai tassi di interesse.

**GBP** è la sigla che identifica la sterlina britannica.

Il prodotto interno lordo (PIL) è il valore monetario di tutti i beni e servizi prodotti entro i confini di una nazione, in un determinato periodo.

**Dati "grezzi"** indica i dati che possono essere dimostrati sulla base di numeri e fatti.

L'**Indice manifatturiero ISM** si basa su di un'indagine delle aziende manifatturiere condotta dall'Institute for Supply Management.

**JPY** è la sigla che identifica lo yen giapponese, la valuta in vigore in Giappone.

L'**Indice MSCI AC World** comprende le aziende a media e grande capitalizzazione di 23 Paesi dei mercati sviluppati e di 23 Paesi dei mercati emergenti.

L'**Indice MSCI Japan** è studiato per misurare la performance dei segmenti a grande e media capitalizzazione del mercato giapponese.

L'**Indice MSCI EM** comprende la rappresentazione a grande e media

capitalizzazione in 23 Paesi dei mercati emergenti.

Il **Price/earnings (P/E) ratio** misura il rapporto tra prezzo e utili attesi per ogni azione di una società. In questo contesto LTM si riferisce agli utili degli ultimi dodici mesi.

Il **Price/book (P/B) ratio** misura il rapporto tra prezzo delle azioni e beni tangibili di una società.

L'**allentamento quantitativo (QE)** è uno strumento di politica monetaria non convenzionale con il quale le banche centrali acquistano titoli su larga scala.

L'**Indice S&P 500** include le 500 principali società statunitensi e comprende l'80% della capitalizzazione di mercato disponibile sul mercato americano.

Un **indice sul tasso di cambio ponderato sugli scambi** viene ponderato secondo la percentuale di scambi commerciali con ciascun Paese partner.

Le **obbligazioni governative statunitensi (Treasury)** sono obbligazioni emesse dal Governo degli Stati Uniti.

Le **Treasury Inflation Protection Securities (TIPS)** sono obbligazioni che pagano cedole su un capitale indicizzato all'indice dei prezzi al consumo (CPI) statunitense.

L'**U.S. Dollar Index (DXY)** è un indice ponderato basato sul valore del dollaro americano rispetto a un paniere di sei altre valute.

Le **valutazioni** cercano di quantificare l'attrattività di un titolo, ad esempio considerando il prezzo di un'azione societaria in relazione agli utili.

L'**Indice VIX** indica una misurazione della volatilità implicita dalle opzioni dell'Indice S&P 500.





## 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.

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'RPMB (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 Wealth Management

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.

026989.021618