



PERSPECTIVES

Special

Febbraio 2025

L'era delle tariffe commerciali più elevate

Implicazioni per l'azionario europeo e statunitense delle politiche USA



Introduzione

Autori:

Dr. Ulrich Stephan,
Chief Investment Officer
Germany

Dr. Dirk Steffen,
Chief Investment Officer EMEA

Wolf Kisker,
Senior Investment Strategist

Lorenz Vignold-Majal,
Investment Strategist

Shreenidhi Jayaram,
Investment Strategist

Sono passate poche settimane dal secondo mandato presidenziale di Donald Trump negli Stati Uniti e i mercati si sono già dovuti confrontare con un'ampia gamma di dichiarazioni in materia di dazi all'importazione da parte di colui che si è autoproclamato «Uomo delle tariffe». Le dichiarazioni e gli annunci delle tariffe hanno provocato reazioni diverse tra le asset class e hanno aumentato il grado di incertezza sia sulle mosse future degli Stati Uniti sia sulle possibili ritorsioni dei partner commerciali colpiti. I mercati sono stati molto volatili di conseguenza e lo saranno ancora per il momento, considerata la frequenza con cui cambiano gli annunci di Trump, che aumenta ulteriormente la speculazione, e la molteplicità degli esiti possibili. Dopotutto, la guerra commerciale (2017-2019) della prima presidenza di Trump ci ha insegnato che non si svolgono in una sola battuta ma vedono più alternarsi round, con mosse e contromosse delle parti. Pertanto, crediamo che un'analisi imparziale degli obiettivi della politica dei dazi di Trump sia utile per separare il rumore causato dagli annunci da ciò che potrebbe essere più duraturo, per delineare una possibile guida agli investimenti, con un focus, al momento, sulle azioni europee e statunitensi.

- La "guerra commerciale 2.0" è senza dubbio cominciata. Crediamo che l'amministrazione statunitense non stia semplicemente usando i dazi come arma di negoziazione, pertanto presentiamo le ragioni per cui saranno implementati dazi più elevati e perchè rimarranno in vigore per molto tempo.
- La data da monitorare è il 1° aprile, quando il Congressional Budget Office (CBO) presenterà l'aggiornamento dell'outlook fiscale e quando saranno definiti le decisioni politiche sotto la "America First Trade Policy" di Trump. Questi appuntamenti stabiliranno il quadro generale da un punto di vista fiscale e commerciale entro cui dovranno muoversi i policymaker statunitensi.
- I dazi hanno un effetto limitato sugli utili dell'S&P 500 e dello STOXX 600. Tuttavia, il premio al rischio richiesto dagli investitori potrebbe cambiare. L'entità di questo cambiamento dipenderà dalle notizie e delle decisioni che verranno effettivamente prese sui dazi, inducendo volatilità nei prezzi delle azioni.
- Certi settori e alcuni titoli individuali sono più esposti agli effetti diretti dei dazi. Il settore automobilistico e delle risorse di base sono tra i principali. Anche le importazioni statunitensi di prodotti sanitari e industriali potrebbero essere soggette a dazi, ma le società quotate dovrebbero riuscire a far fronte agli effetti negativi.



Agenda

01 Quello che sappiamo finora

02 Gli obiettivi dei dazi di Trump

Strumento di negoziazione strategica
Strumento di protezionismo economico
Mezzo di finanziamento strutturale
Il “Piano equo e reciproco” di Trump

03 Azionario: implicazioni dei dazi sui mercati

Utili
Costi di finanziamento
Valutazioni
Impatto contenuto sugli utili delle aziende USA ed europee

04 I prodotti europei a maggiore rischio

05 Settori del mercato azionario in focus

Focus sui settori europei
Focus sui settori USA

06 Conclusioni

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



01

Quello che sappiamo finora

Durante la campagna elettorale	- Una tariffa del 10-20% su tutte le importazioni e una tariffa del 100% sulle auto prodotte al di fuori degli Stati Uniti. - Una tariffa del 60% sui beni cinesi e del 100% sui paesi BRICS se provano ad unirsi per "sfidare" il dominio del dollaro USA.
20 gennaio	La Casa Bianca sigla il memorandum "America First Trade Policy", che delinea misure per ridurre i deficit commerciali, affrontare pratiche commerciali sleali e migliorare la sicurezza industriale ed economica degli USA. Ciascuna delle quattro sezioni dettaglia indagini specifiche e revisioni delle politiche adottate, con risultati e raccomandazioni delle agenzie designate previsti entro il 1° aprile 2025.
1 febbraio	- Trump firma un ordine esecutivo che impone dazi del 25% su tutti i beni importati dal Messico e dal Canada (10% su petrolio e gas canadesi). - Una tariffa aggiuntiva del 10% sulle importazioni dalla Cina e la promessa di prendere misure simili contro le pratiche commerciali "sleali" dei partner commerciali europei.
4 febbraio	- Le tariffe su Messico e Canada, che dovevano entrare in vigore, sono ritardate di 30 giorni dopo che il presidente del Messico Sheinbaum e il primo ministro canadese Trudeau hanno promesso misure per combattere il traffico di droga e rafforzare i controlli alle frontiere. - La Cina risponde imponendo tariffe del 15% su carbone e GNL importati dagli USA e del 10% sul petrolio greggio, macchinari agricoli e alcuni modelli di auto. Inoltre, la Cina impone controlli sulle esportazioni di metalli come tungsteno, tellurio e germanio e avvia procedimenti antitrust contro Alphabet (Google).
10 febbraio	- Trump firma un ordine esecutivo che impone una tariffa del 25% sulle importazioni di acciaio e alluminio (efficace dal 12 marzo) applicata universalmente, eliminando le precedenti esenzioni specifiche per Paese. - Inoltre, Trump minaccia di imporre tariffe reciproche su qualsiasi paese che abbia imposto tariffe sulle importazioni statunitensi. - Il Giappone richiede un'esenzione dalle tariffe del 25% su acciaio e alluminio. - Trump indica che i suoi consiglieri svilupperanno piani per tariffe settoriali nelle prossime quattro settimane.
13 febbraio	- La Cina impone tariffe aggiuntive del 10-15% su 80 prodotti statunitensi, inclusi beni agricoli e componenti tecnologici, e aggiunge diverse aziende statunitensi a una lista di "entità inaffidabili". - Secondo il presidente della Camera degli USA, Mike Johnson, Trump potrebbe considerare esenzioni tariffarie, possibilmente includendo le industrie farmaceutiche e automobilistiche. - La Casa Bianca sigla un memorandum che ordina al suo staff di sviluppare un "Piano equo e reciproco" per il commercio che corrisponda alle tariffe, tasse e barriere non tariffarie di altri Paesi, come requisiti normativi, sussidi e politiche sui tassi di cambio. Non c'è una scadenza precisa nel memo, poiché il piano deve essere presentato solo dopo che il memorandum "America First Trade Policy" sarà presentato al Presidente, previsto per il 1° aprile.
14 febbraio	- Alla Conferenza sulla sicurezza di Monaco, le guerre commerciali e le tariffe punitive sono criticate dai politici. La presidente della Commissione Europea, Ursula von der Leyen, afferma che le tariffe alimenterebbero l'inflazione e avrebbero un impatto su lavoratori, imprese e classe media su entrambe le sponde dell'Atlantico. - Il presidente Trump dichiara che le tariffe sulle importazioni di automobili potrebbero arrivare "forse intorno al 2 aprile", il giorno dopo la scadenza del rapporto sul memorandum "America First Trade Policy".

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Gli investitori ricordano ancora la prima guerra commerciale iniziata alla fine del 2017, quando le politiche commerciali di Donald Trump avevano introdotto una notevole volatilità sui mercati finanziari. Dalla sua elezione a novembre, gli investitori si sono preparati per ricevere notizie sulla stessa lunghezza d'onda di quelle passate. Ma nonostante il flusso costante di notizie sui dazi, le maggiori piattaforme previsionali stimano solo una probabilità del 51% che Trump imponga effettivamente i dazi durante i suoi primi sei mesi, in calo rispetto al 69% del 2 febbraio. Apparentemente, gli investitori credono che Trump stia facendo più clamore rispetto all'effettiva fermezza con cui vuole applicare i dazi.

Questa percezione probabilmente è dovuta al fatto che Canada e Messico hanno ottenuto il rinvio dei dazi che erano stati imposti in breve tempo, dopo aver mostrato disponibilità a concedere a Trump alcune delle sue richieste. Questo potrebbe spiegare la risposta contenuta del mercato azionario agli annunci sui dazi, con buona parte dei mercati europei e statunitensi ai loro massimi storici o vicini a essi.

02

Gli obiettivi dei dazi di Trump

La decisione di Trump di ritardare i dazi a Canada e Messico e le indiscrezioni per cui Giappone e Australia stanno provando a negoziare delle esenzioni potrebbero far pensare che le minacce di dazi di Trump siano solo uno strumento negoziale, con l'obiettivo di rafforzare la sua posizione su tematiche quali ad esempio la sostituzione degli attuali accordi commerciali multilaterali con a favore di accordi raggiunti su base bilaterale dove gli Stati Uniti riuscirebbero ad aver maggior peso.

Pertanto, sorge spontaneo domandarsi se i dazi più elevati voluti da Trump siano soltanto un mezzo per mettere pressione ed ottenere ciò che vuole nelle negoziazioni internazionali («tramite la minaccia dei dazi»), con la conseguenza che questi dazi cambieranno rapidamente, oppure se essi non siano l'obiettivo finale della politica estera di Trump. Noi crediamo la nuova amministrazione USA sia alla ricerca di dazi più alti per una combinazione di tre aspetti: strategici, protezionistici e strutturali. Per cui, a nostro giudizio sono destinati a rimaner e **prevediamo regime di tariffe "più alte per più tempo"**.

Il 20 gennaio, la Casa Bianca ha siglato il memorandum **"America First Trade Policy"**, che delinea misure necessarie per la riduzione dei deficit commerciali, per affrontare le pratiche commerciali sleali e per migliorare la sicurezza industriale ed economica degli Stati Uniti. I risultati e le raccomandazioni delle agenzie designate sono previsti per il **1° aprile 2025**. Ognuna delle **quattro sezioni** definisce indagini specifiche e revisioni delle politiche attuali, coprendo tutti e tre gli aspetti menzionati degli obiettivi della politica di dazi di Trump:

Sezione 1 – Pratiche Commerciali Sleali: approfondisce e regola i dazi sulle importazioni che danneggiano le industrie statunitensi, tra cui una revisione dei dazi, degli accordi commerciali, della manipolazione delle valute e pratiche di anti-dumping.

Sezione 2 – Relazioni con la Cina: copre la conformità commerciale, la proprietà intellettuale, le pratiche sleali e valuta i rischi economici e quelli legati alla sicurezza associati al commercio con la Cina.

Sezione 3 – Sicurezza Economica: si concentra sulla protezione del tessuto industriale, sui rischi di contraffazione e sugli aggiustamenti delle importazioni.

Sezione 4 – Fiscali e Appalti: copre le politiche fiscali estere, le entrate doganali e le implicazioni degli appalti.

Strumento di negoziazione strategica

Riguardo alle minacce di dazi a Messico e Canada, il nuovo Segretario del Tesoro USA Scott Bessent ha dichiarato che erano mirate a garantire delle azioni dei governi su questioni non commerciali come l'immigrazione e il traffico di droga illegale. Ma gli aumenti dei dazi contro entrambi i Paesi sono stati solo ritardati e non annullati. Le prossime settimane daranno un'opportunità alle parti di trovare una soluzione che permetta ai politici coinvolti di limitare i potenziali danni economici o, idealmente, prevenirli del tutto.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.

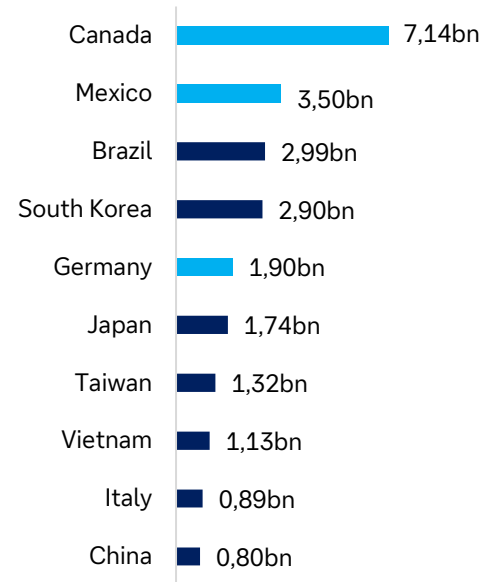


Dopotutto, la posta in gioco è elevata anche gli Stati Uniti. Il Messico e il Canada sono i suoi due principali partner commerciali e i deficit commerciali sono relativamente piccoli. Anche se Trump potrebbe cercare di raggiungere accordi bilaterali con i due Paesi, è probabile che Canada e Messico concentreranno i loro sforzi per trovare un'intesa basata sull'attuale accordo di libero scambio USMCA. Firmato dai tre Paesi durante il primo mandato di Trump, esso è entrato in vigore nel 2020 e dovrà essere rinegoziato nel 2026. Un compromesso possibile potrebbe consistere in una rinegoziazione anticipata dell'accordo.

Strumento di protezionismo economico

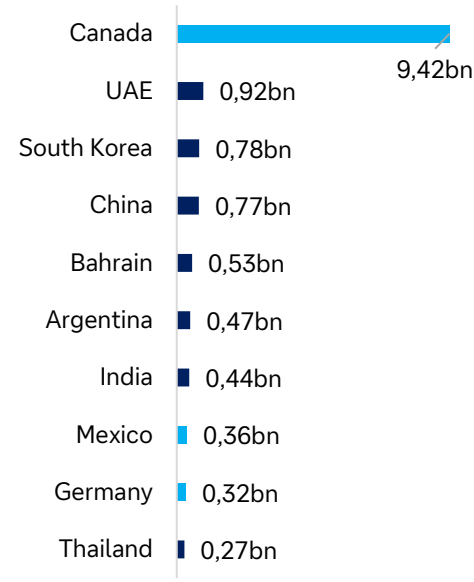
Un punto chiave della campagna elettorale di Trump era la protezione dalle pratiche commerciali "sleali" di specifiche industrie statunitensi per salvaguardare gli interessi di sicurezza strategica. I dazi del 25% reintrodotti sulle importazioni di acciaio e alluminio ne sono un esempio. I due metalli sono componenti vitali di molte industrie, tra cui i trasporti, le costruzioni e quella degli imballaggi. A differenza dei dazi imposti nel 2018 durante il primo mandato di Trump, che sono stati in gran parte revocati, questa volta i nuovi dazi riguardano anche i prodotti intermedi di acciaio e alluminio. Nel 2024, gli Stati Uniti hanno importato acciaio da 79 Paesi e alluminio da 89, per un valore complessivo di poco superiore a USD 49 miliardi, con il Canada di gran lunga il fornitore più importante che ha esportato negli Stati Uniti acciaio per USD 7,1 miliardi e alluminio per USD 9,4 miliardi. In Europa, la Germania è il maggiore fornitore di acciaio e alluminio verso gli Stati Uniti con volumi pari rispettivamente a USD 1,9 miliardi e USD 0,3 miliardi (Grafico 1 e 2). I dazi del 25% sarebbero un elemento scomodo ma non dovrebbero avere impatti eccessivi poiché, ad esempio, solo il 4% delle esportazioni totali di acciaio della Germania è destinato agli Stati Uniti.

Grafico 1: Primi 10 Paesi esportatori di acciaio verso gli USA (2024)



Fonte: U.S. International Trade Administration, Deutsche Bank AG. Dati al 14 febbraio 2025.

Grafico 2: Primi 10 Paesi esportatori di alluminio verso gli USA (2024)



Fonte: U.S. International Trade Administration, Deutsche Bank AG. Dati al 14 febbraio 2025.

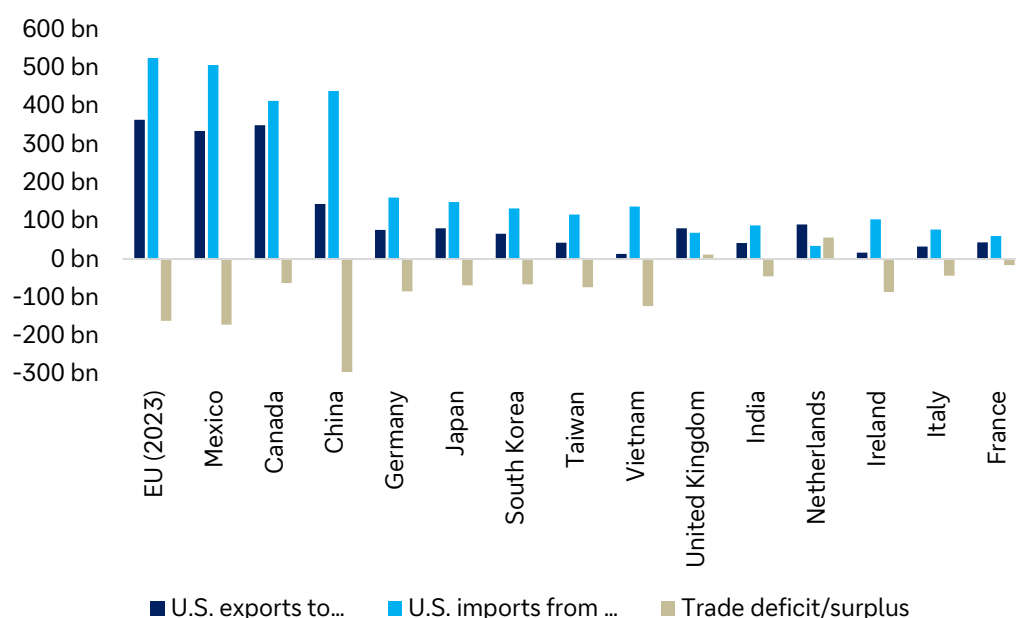
In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Per quanto riguarda le possibili misure di ritorsione, la Commissione Europea ha dichiarato di non reagire dato che non era stata ricevuta alcuna notifica ufficiale. Durante il primo mandato di Trump nel 2018, egli impose dazi sulle importazioni di acciaio e alluminio dall'UE per un valore di USD 6,6 miliardi. L'UE rispose con dazi su prodotti statunitensi per USD 2,9 miliardi e su ulteriori USD 3,8 miliardi di importazioni statunitensi che dovevano entrare in vigore tre anni dopo, ma che non furono imposti dopo l'insediamento del presidente Joe Biden.

In merito a possibili accordi, vale la pena esaminare le **leve negoziali dell'UE, che sono rilevanti**. Nel 2023, il commercio totale di beni e servizi tra Stati Uniti e UE ha raggiunto i USD 1,6 trilioni, con un deficit commerciale degli Stati Uniti di USD 54 miliardi, pari soltanto al 3% del commercio tra le due economie. Il commercio bilaterale complessivo di beni è ammontato a USD 888 miliardi, con l'UE che ha esportato negli Stati Uniti beni per USD 525 miliardi; gli Stati Uniti hanno esportato in UE beni per USD 363 miliardi. Il deficit commerciale legato ai soli beni per gli Stati Uniti è stato di USD 162 miliardi (Grafico 3). La parte interessante è il commercio di servizi. In questo caso, lo scambio tra le due economie ha raggiunto USD 718 miliardi, con l'UE che ha esportato servizi per USD 305 miliardi di dollari e gli Stati Uniti per USD 413 miliardi. Pertanto, nei servizi, il deficit di USD 108 miliardi è a carico dell'UE, un elemento che potrebbe rafforzare la sua posizione negoziale.

Grafico 3: Primi 15 partner commerciali degli USA (solo beni, USD, 2024)



Fonte: U.S. Census Bureau, Deutsche Bank AG. Dati al 14 febbraio 2025.

Mezzo di finanziamento strutturale

Per quanto riguarda le entrate fiscali derivanti dai dazi, sembra ragionevole presumere che l'amministrazione Trump vi farà affidamento in maniera strutturale come fonte di finanziamento per i prossimi quattro anni, ad esempio per finanziare (parzialmente) i tagli fiscali al settore privato, tra cui quelli inclusi nel Tax Cut and Jobs Act (TCJA). Recentemente, il Segretario del Tesoro Bessent ha sottolineato l'urgente necessità di estendere il TCJA del 2017. Bessent ha dichiarato che la sua scadenza, programmata alla fine di quest'anno, comporterebbe un onere fiscale aggiuntivo di USD 4 trilioni [in 10 anni] per imprese e individui che potrebbe "schiacciare" l'economia.

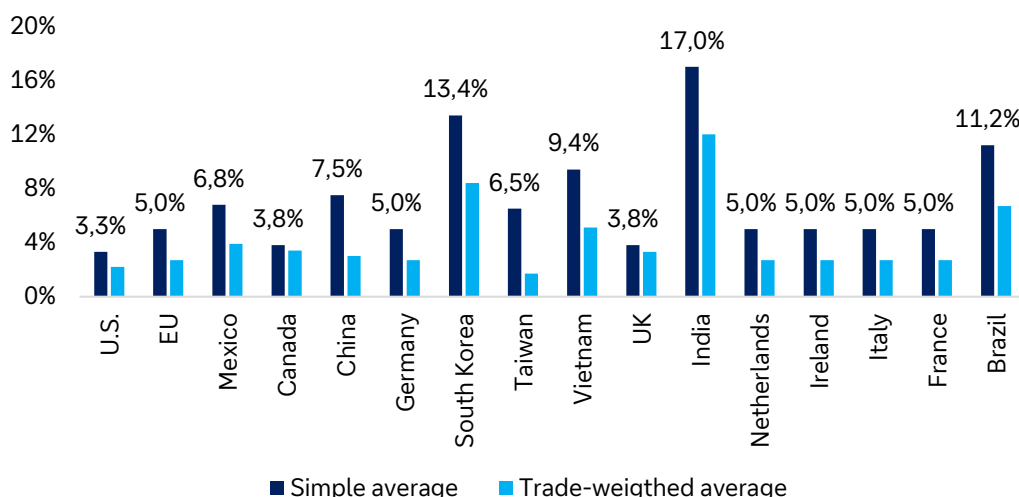
Sebbene la struttura finale dei dazi sarà determinata verosimilmente da lunghe e difficili negoziazioni, per lo più bilaterali, è ragionevole presumere che vi sarà un aumento del tasso medio dei dazi all'importazione.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Secondo il Census Bureau degli Stati Uniti, nel 2023 il Paese ha importato beni per un valore di circa USD 3 trilioni (escludendo i servizi, che probabilmente non saranno il principale obiettivo di Trump). Di conseguenza, aumentare il dazio medio all'importazione di 1 punto percentuale genererebbe entrate aggiuntive di poco più di USD 30 miliardi all'anno. Pertanto, triplicare il tasso medio dei dazi all'importazione dall'attuale 3,3% (Grafico 4) al 10% – uno scenario che secondo gli analisti sembra possibile – genererebbe entrate aggiuntive all'anno di circa USD 200 miliardi, a parità di altre condizioni.

Grafico 4: Dazio medio alle importazioni per gli USA e i principali partner commerciali (2024)



Nota: Gli Stati Uniti hanno accordi di libero scambio con Canada, Messico e Corea del Sud che eliminano quasi tutti i dazi tra i paesi membri.

Fonte: U.S. Census Bureau, WTO, Deutsche Bank AG. Dati al 14 febbraio 2025.

Nell'aggiornamento di gennaio, il Congressional Budget Office (CBO) stima che la scadenza del TCJA il 31 dicembre 2025 porterà ad entrate annuali aggiuntive di circa USD 400 miliardi nel 2026 e oltre. Ma l'intenzione di Trump e Bessent è di rendere permanente il TCJA. Per finanziare parte del divario alla Camera sono stati discussi tagli alla spesa fino a USD 2 trilioni nei prossimi dieci anni, o una media di USD 200 miliardi all'anno. Gran parte dei risparmi deriverebbe dal limitare i sussidi federali per il Medicaid. Tuttavia, allo stesso tempo, l'amministrazione prevede di aumentare la spesa per la sicurezza delle frontiere e la difesa, riducendo i risparmi netti.

Ed è qui che entra in gioco il regime di dazi più elevato – probabilmente composto da un aumento sostanziale dei dazi importazioni dalla Cina, dazi più elevati su specifici prodotti importati dall'Europa e possibilmente un dazio generale alle importazioni più elevato, seppur con un trattamento separato per Canada e Messico in quanto partner commerciali più importanti per gli Stati Uniti. Supponendo che la combinazione di dazi raccolga fondi sufficienti, è ragionevole aspettarsi un deficit vicino alla proiezione del CBO pari a circa il 5,5% nel 2026.

Ma se l'amministrazione Trump fosse costretta a fare modifiche su uno o entrambi i fronti (ad esempio, sui dazi a causa di contromisure efficaci da parte dei partner commerciali colpiti e/o sui tagli alla spesa a causa della crescente pressione sociale e di politica interna), l'unica via d'uscita sarebbe un compenso finanziato dal debito, a parità di altre condizioni.

Il prossimo aggiornamento del CBO sulle prospettive fiscali del Paese (che notifica i legislatori e il pubblico sullo stato delle finanze federali, come il debito nazionale, i vari deficit e le condizioni economiche) sarà uno degli strumenti chiave su cui i politici di Washington faranno affidamento per prendere le proprie decisioni in materia fiscale per i prossimi anni. **Pertanto, sui mercati, prevediamo di prestare al suddetto aggiornamento che avverrà il 1° aprile. Nella stessa data, sono previste anche le potenziali decisioni politiche previste nel piano "America First Trade Policy".**

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Il “Piano equo e reciproco” di Trump

Il memorandum emesso dalla Casa Bianca il 13 febbraio dà istruzioni al suo staff per sviluppare un piano commerciale che prevede tariffe reciproche, ossia che corrispondano ai dazi, alle tasse e alle barriere non tariffarie imposte dagli altri Paesi. Tra questi ultimi rientrano, ad esempio, requisiti normativi, sussidi e manovre sui tassi di cambio. Non è stata identificata una scadenza precisa per questo piano ma solo che dovrà essere consegnato dopo che il memorandum "America First Trade Policy" sarà presentato al Presidente, previsto per il 1° aprile. L'Ufficio per la Gestione e il Bilancio della Casa Bianca (eng. Office of Management and Budget, OMB) è incaricato di presentare il rapporto entro un ampio lasso di tempo di 180 giorni, cioè entro il 12 agosto.

L'ambito del piano è molto ampio. Copre non solo i dazi ma anche le tasse (comprese l'imposta sul valore aggiunto (IVA), tasse extraterritoriali sulle aziende statunitensi) e le barriere non tariffarie (requisiti normativi, sussidi e manovre sui tassi di cambio). È importante notare che, mentre gli Stati Uniti non hanno un sistema di IVA federale, per cui i beni importati attualmente entrano nel Paese senza IVA, l'IVA è una pratica comune nei Paesi dell'UE – con un'aliquota minima a livello UE del 15% e aliquote effettive che variano dal 17% al 27%. Gli analisti stimano che un piano che include l'IVA sulle importazioni statunitensi potrebbe avere un impatto sulla tariffa media effettiva degli Stati Uniti pari a oltre cinque volte quello che avrebbe un piano concentrato solo sulle differenze tariffarie. Un piano che include anche barriere non tariffarie potrebbe aumentare ancora di più l'impatto.

Alla luce sia della scadenza prolungata per la consegna e sia del suo ampio spettro di applicazione, il piano di tariffe reciproche potrebbe mirare ad una negoziazione tra le parti piuttosto che alla sua implementazione. Sebbene il Presidente Trump abbia sostenuto un piano di tariffe reciproche sin dal suo primo mandato e sembri serio riguardo l'allineamento delle tariffe, l'ampio ambito del piano suggerisce una posizione maggiormente volta ad ottenere concessioni dai partner commerciali e la sua scadenza in là nel tempo è probabilmente un segno implicito di disponibilità a negoziare.

L'ampio ambito di questo piano ha anche portato qualcuno a speculare sulla possibilità che la tariffa generale e indiscriminata su tutte le importazioni statunitensi che il Presidente Trump ha esposto durante la sua campagna elettorale potrebbe non essere più lo scenario più probabile. Anche i commenti recenti di Trump e del consigliere alla Casa Bianca Peter Navarro puntano in questa direzione. Sebbene non sia una certezza, la concentrazione e gli sforzi per un piano di tariffe reciproche riduce il rischio che una tariffa generale venga proposta nel prossimo futuro.



03

Azionario: implicazioni dei dazi sui mercati

I dazi possono influire sui prezzi delle azioni attraverso canali differenti, impattando (1) sugli utili, (2) sui costi di finanziamento e (3) sulle valutazioni.

Utili

Impatti diretti

- Negativi: le aziende che dipendono dall'importazione di beni o prodotti intermedi possono trovarsi costi più elevati. L'entità con cui questi maggiori costi comprimono i margini aziendali dipende dalla capacità dell'azienda di trasferire tali costi ai clienti. Questo, a sua volta, è influenzata da fattori come l'elasticità della domanda, la forza del proprio marchio e il livello di concorrenza nel mercato. Ad esempio, le aziende con una forte fedeltà al marchio e clienti meno sensibili al prezzo possono aumentare i prezzi senza vedersi ridurre significativamente la domanda dei propri beni o servizi. Al contrario, le aziende in mercati altamente competitivi e con clienti sensibili al prezzo possono avere difficoltà a trasferire questi costi e vedere una riduzione dei margini di profitto.
- Positivi: le aziende che producono beni a livello nazionale senza prodotti intermedi dall'estero non sono influenzate dai costi di importazione più elevati. Queste aziende possono beneficiare di una maggiore domanda poiché i loro prodotti diventano relativamente più economici rispetto ai beni importati. Inoltre, possono ottenere un vantaggio in termini di costi rispetto ai concorrenti che dipendono dalle importazioni, aumentando potenzialmente la loro quota di mercato e redditività.

Impatti indiretti

I dazi possono anche portare a prezzi più elevati nell'economia nel suo complesso, dato che le aziende trasferiscono i maggiori costi sui consumatori. I consumatori, quindi, potrebbero permettersi meno beni e servizi, riducendo la domanda aggregata. L'entità di questo impatto dipende dalla durata delle tariffe. Più tempo i dazi rimangono elevati, maggiori sono i rischi di una riduzione prolungata della spesa dei consumatori.

Costi di finanziamento

Le Banche Centrali potrebbero rispondere all'aumento dei prezzi derivante dall'introduzione di maggiori tariffe riducendo i tassi di interesse in misura minore di quanto gli investitori attualmente si aspettano. In casi più estremi, potrebbero addirittura aumentare i tassi per combattere l'inflazione. Tassi di interesse più alti possono portare a rendimenti obbligazionari in salita e incrementare il costo di finanziamento delle aziende. Di conseguenza, le aziende potrebbero vedersi ridurre la loro redditività e limitare la capacità di investire.

Valutazioni

Costi di finanziamento più alti aumentano il costo del capitale per le aziende. Le valutazioni azionarie potrebbero risentirne. I flussi di cassa futuri, infatti, dovrebbero essere scontati ad un tasso maggiore. Questo effetto è vero in particolare per quelle aziende che non generano ancora utili. Ma l'incertezza associata alle politiche commerciali potrebbe indurre gli investitori a richiedere un premio al rischio più alto per investire nelle azioni, con un effetto negativo sulle valutazioni del mercato azionario.

L'effetto complessivo sul mercato azionario, comunque, dipenderà dalla durata e dall'entità dei dazi, nonché dalla capacità delle aziende di adattarsi al nuovo contesto. Dati i molteplici canali di trasmissione e l'assenza di numeri precisi sui dazi che verranno applicati, è possibile soltanto fare delle stime sull'effetto complessivo delle tariffe sui mercati azionari.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Impatto contenuto sugli utili delle aziende USA ed europee

Pensiamo che le tariffe avranno un impatto negativo sugli utili delle aziende negli Stati Uniti e in Europa, anche se l'entità sembra essere relativamente contenuta. Per gli USA, si stima che un aumento di 5 ppt dei dazi USA, attualmente intorno al 3%, ridurrebbe le aspettative degli utili per azione (EPS) dell'S&P 500 per il 2025 di circa l'1-2%. Ma questa indicazione non considera l'impatto non lineare delle tariffe e non tiene conto del potenziale rafforzamento del dollaro USA, che sarebbe un freno ulteriore all'EPS dell'indice.

Per gli indici europei come lo STOXX 600, l'impatto di dazi maggiori potrebbe essere leggermente più alto, dato che le aziende generano circa il 60% dei loro ricavi al di fuori dell'Europa.

Per quanto riguarda l'impatto delle tariffe statunitensi sulle importazioni, osserviamo che solo circa il 25% dei ricavi totali delle «large cap» europee proviene dagli USA. La quota di ricavi generata dalla vendita di beni negli USA è limitata al 7% perché le aziende producono in loco i beni per il mercato USA. I ricavi derivanti da beni prodotti localmente rappresentano il 10% delle vendite totali. Il 9% delle vendite complessive è legato alla vendita di servizi negli USA.

A questo proposito, precisiamo che oggi il 30% degli asset delle società dello STOXX 600, comprese i siti produttivi, si trova negli USA, rispetto al 18% nel 2012. Questo dà alle aziende europee la possibilità di spostare parte della produzione negli USA e mitigare ulteriormente l'esposizione ai dazi. Le aziende con una significativa presenza negli USA beneficiano anche dell'attenzione di Trump sulla crescita economica elevata, potenziali tagli fiscali e deregolamentazione.

Infine, un quarto dei ricavi complessivi proviene dai mercati emergenti, di cui circa la metà in Cina. Le azioni europee potrebbero risentire anche dell'impatto delle tariffe statunitensi nei confronti della Cina.

Un euro più debole come elemento positivo?

La diminuzione degli utili europei potrebbe essere mitigata da una svalutazione dell'euro. L'esposizione globale delle aziende europee, infatti, fa sì che le aspettative di EPS tendono a salire di fronte un calo della divisa. I ricavi generati all'estero in questa circostanza sono più elevati una volta che sono convertiti in euro. Per questo motivo l'indebolimento del 6% dell'euro rispetto al dollaro USA ha avuto un effetto ammortizzante contro i dazi più elevati (grafico 5).

Tuttavia, gli utili sono solo uno dei driver dei mercati azionari; devono essere considerate anche le valutazioni. Storicamente, i prezzi delle azioni europee erano positivamente correlati con l'euro e l'indebolimento dell'euro era tipicamente associato ad una crescita globale più debole. Pertanto, un indebolimento dell'euro di norma è accompagnato da un aumento del premio al rischio per le azioni europee che compensa l'effetto del maggior valore degli utili esteri.

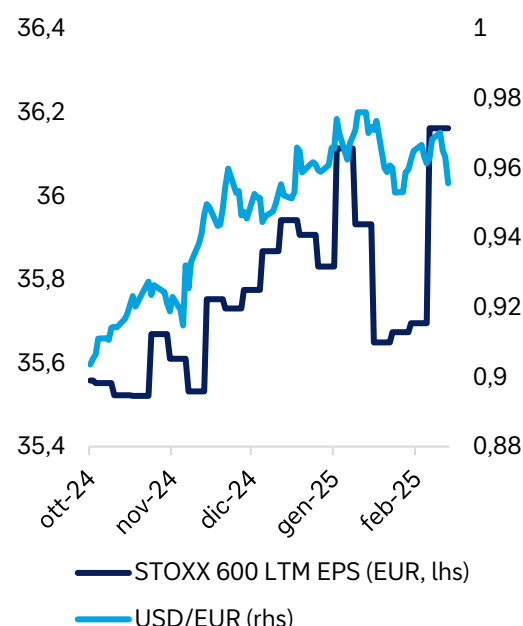
Inoltre, va precisato che molti investitori sul mercato azionario europeo sono investiti in dollari, il che significa che perdono valore se l'euro si deprezza a meno che non coprano il rischio di cambio. Pertanto, questi potrebbero ridurre il loro appetito verso le azioni europee, che potrebbe influire negativamente sui corsi azionari europei.

Complici questi fattori, l'effetto complessivo di un euro più debole non è univoco.

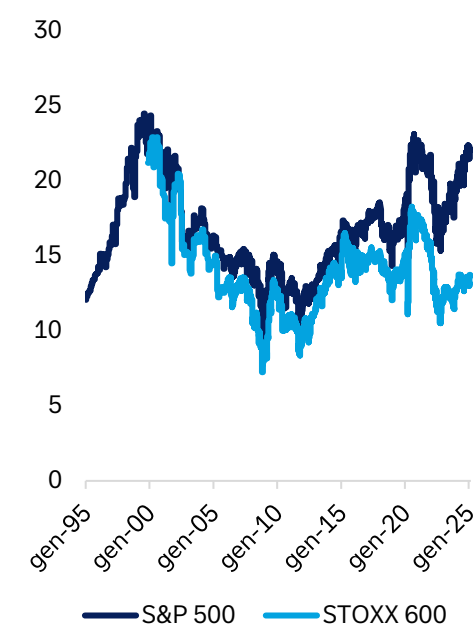
L'impatto sulle valutazioni è dominante

Come detto, l'impatto sugli utili dovrebbe essere relativamente contenuto. Pertanto, l'aspetto valutativo sembra essere quello più importante. L'elemento chiave in tal senso, quindi, è di quanto l'incertezza legata al commercio internazionale ridurrà i multipli del mercato azionario.

Da questo punto vista è importante osservare i punti di partenza differenti tra il mercato statunitense e quello europeo. Le valutazioni dell'S&P 500 si trovano su livelli visti l'ultima volta durante la pandemia e negli anni della bolla DotCom. Il mercato europeo, invece, scambia su valutazioni più basse e non è così diffuso nei portafogli degli investitori come lo è il mercato azionario statunitense. Pertanto, le valutazioni europee forniscono un buffer maggiore contro eventuali ribassi dei prezzi rispetto a quelle degli USA.


Grafico 5: EPS europeo di pari passo con il USD


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 14 febbraio 2025.

Grafico 6: NTM P/E per Europa e USA


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 14 febbraio 2025.

Queste ultime, al contrario, potrebbero essere più sensibili nel caso in cui gli investitori individueranno nei dazi un elemento per rivedere le proprie aspettative sui rischi che l'amministrazione USA è disposta a correre in materia di crescita e inflazione. In tal caso, il premio al rischio potrebbe aumentare sensibilmente. Tuttavia, non va dimenticato che Trump potrebbe cercare di rassicurare i mercati azionari se questi vedessero nella manovre commerciali del Presidente un rischio eccessivo per l'economia.

Uno sguardo più profondo: impatti a livello geografico e per settore

Date le differenze tra i vari Paesi e le ponderazioni settoriali all'interno dei rispettivi indici, alcuni mercati europei sono più esposti al commercio globale rispetto ad altri. Pertanto, sono più esposti ai dazi e alle frizioni nel commercio globale. Generalmente, il beta dei rendimenti azionari rispetto alla crescita del commercio mondiale è più alto per i mercati europei rispetto agli USA, con il beta più alto nei mercati emergenti. In Europa, i Paesi nordici (OMX) e la Germania (DAX, MDAX) sono i più vulnerabili. Al contrario, il FTSE 100 britannico ha un beta contenuto rispetto al commercio mondiale, a causa della sua composizione; il Regno Unito è un'economia orientata ai servizi e potrebbe essere esente dai dazi a causa del suo saldo commerciale con gli Stati Uniti. Allo stesso modo, l'indice svizzero SMI è storicamente più isolato con un basso beta rispetto alla crescita del commercio mondiale. È anche un indice difensivo, e le esportazioni svizzere tendono ad essere inelastiche poiché comprendono in gran parte prodotti tecnologicamente avanzati, in particolare farmaceutici.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



04

I prodotti europei a maggiore rischio

L'amministrazione USA ha indicato che intende aumentare i dazi sulle importazioni di **automobili** dall'Europa. Le importazioni di auto sono un target ovvio perché (1) i volumi delle importazioni sono elevati (nel 2023, le importazioni totali di automobili dall'Europa ammontavano a USD 59 miliardi), (2) l'industria automobilistica è importante per l'economia degli USA in termini di valore aggiunto e occupazione, (3) l'elasticità della domanda rispetto al prezzo è sufficientemente alta, il che significa che i clienti potrebbero considerare l'acquisto di un'auto prodotta localmente, se si ipotizza che diventano relativamente economiche, e (4) i dazi sulle automobili sono già in vigore, il che significa che possono essere aumentati senza un lungo processo burocratico e sono inferiori ai rispettivi dazi dell'UE.

In particolare, l'UE applica un dazio medio ponderato di circa il 10% sulle automobili importate dagli USA, mentre questi impongono un dazio pari soltanto al 2,6% su quelle importate dall'UE. Per questo motivo i produttori di automobili europei sono tra gli obiettivi più probabili dei dazi protezionistici degli USA. L'UE potrebbe anticipare questa mossa e offrire una riduzione dei propri dazi per raggiungere un accordo commerciale con gli USA.

Anche le importazioni di **prodotti medici e farmaceutici** potrebbero essere un potenziale obiettivo. Il volume delle importazioni dall'UE è enorme, pari a USD 99 miliardi nel 2023. Inoltre, gli USA godono di un'industria farmaceutica domestica notevole e i prodotti dei concorrenti stranieri sono soggetti a dazi molto bassi. Tuttavia, l'elasticità della domanda è relativamente bassa in questo settore, data la protezione dei brevetti tra altri fattori.

La terza area candidata che mostra caratteristiche simili alle automobili è l'insieme **macchinari ed attrezzature elettriche e industriali**. Gli USA ne hanno importato un totale di USD 67 miliardi nel 2023. Tuttavia, l'elasticità della domanda potrebbe essere bassa dal momento che vi sono incompatibilità dei macchinari che ne rendono più difficile la sostituzione.

05

Settori del mercato azionario in focus

Nelle tabelle di seguito valutiamo l'impatto dei dazi sui diversi settori dei principali indici azionari europei e USA. Ci teniamo a precisare, però, che le aziende all'interno del rispettivo settore dell'indice azionario non sono rappresentative dell'industria nell'economia reale. Soltanto un numero limitato di imprese, infatti, è quotato in borsa. Inoltre, queste aziende sono spesso multinazionali che sono proprietarie o gestiscono impianti di produzione negli USA. Questo consente loro di mitigare l'esposizione ai dazi. Infine, queste aziende detengono un potere di fissazione dei prezzi notevole che permette loro di trasferire i maggiori costi ai loro clienti.



Focus sui settori europei

Automobili e componentistica auto

- Molti produttori e fornitori di auto europei hanno spostato gli impianti di produzione in Messico, Canada e USA negli ultimi anni, basandosi sulla libera circolazione attraverso i confini nordamericani. I componenti semilavorati spesso attraversano questi confini più volte. Il settore, quindi, sarebbe particolarmente danneggiato dai dazi proposti a Canada e Messico. Tuttavia, il grado in cui queste aziende sono influenzate varia significativamente. Alcuni produttori europei di camion hanno oltre il 70% della loro produzione nordamericana in Messico e sarebbero quindi estremamente esposti.
- Inoltre, notiamo che se venissero imposti ulteriori dazi sulle importazioni di automobili dall'Europa, come dichiarato da Trump, i marchi europei di auto di lusso, che importano fino al 100% delle loro vendite negli USA dall'Europa, potrebbero essere a maggior rischio. Tuttavia, queste aziende hanno un potere di fissazione dei prezzi molto alto e potrebbero trasferire i costi sui clienti e mitigare la compressione dei margini.
- Il settore auto affronta una doppia sfida. La Cina ha annunciato dazi di ritorsione sui veicoli prodotti negli USA con motori a combustione superiore a 2,5L. Questi includono SUV prodotti da alcuni marchi europei negli USA per il mercato cinese. La forte concorrenza potrebbe rendere difficile per le aziende trasferire questi costi ai clienti. Di conseguenza, i profitti dalla Cina potrebbero diminuire.
- Il settore pesa soltanto il 2% dello STOXX 600; pertanto, è troppo piccolo per impattare in maniera significativamente l'indice.

Sanità

- Il settore sanitario europeo genera oltre il 40% dei suoi ricavi negli USA, con alcune aziende che hanno un'esposizione fino al 70%. Tuttavia, le aziende hanno significative capacità produttive in loco. Le aziende farmaceutiche, che occupano buona parte degli indici, generano solo il 15% delle vendite negli USA. Le società di tecnologia medica hanno un'esposizione maggiore al 25%.
- Le aziende farmaceutiche europee beneficiano anche di margini sani, che consentono loro di assorbire più facilmente i costi aggiuntivi. Tuttavia, a causa della bassa elasticità della domanda per i loro prodotti, queste aziende probabilmente trasferirebbero eventuali costi maggiori ai clienti, aggravando ulteriormente la già bassa accessibilità sanitaria negli USA. Di conseguenza, vi è un forte argomento a favore dell'esenzione dai dazi per il settore sanitario.

Lusso

- L'industria del lusso genera quasi tutti i suoi ricavi USA da beni importati, rappresentando circa il 20% dei ricavi totali. Ad esempio, il segmento dei vini e degli alcolici genera il 35% delle sue vendite negli USA e il 95% di questi è prodotti nell'UE. Nonostante queste dipendenze, il settore non sembra essere significativamente a rischio, poiché il segmento del lusso è caratterizzato da una bassa elasticità della domanda. In alcuni casi, l'industria mostra persino un'elasticità positiva del prezzo, dove la domanda aumenta con l'aumento dei prezzi.

Risorse di base

- L'esposizione USA dei ricavi del settore è relativamente piccola, pari a circa il 10%. L'impatto dei nuovi dazi dipenderà dalla reazione dei prezzi globali al London Metal Exchange (LME) e dai premi locali per l'acciaio e l'alluminio. Dal loro annuncio, il prezzo di riferimento dell'alluminio al LME è diminuito. Gli investitori prevedono un calo della domanda globale di metalli in vista di una possibile seconda guerra commerciale. Nel frattempo, il premio pagato nel Midwest degli USA, che viene aggiunto ai prezzi globali al LME, è salito al livello più alto in oltre due anni a causa dei dazi. Prezzi locali più alti potrebbero portare ad un deterioramento della domanda USA, poiché i costi aggiuntivi probabilmente saranno trasferiti ai consumatori finali. Questo potrebbe ulteriormente pesare sulla domanda globale di metalli, che è già bassa, con la Cina che fatica a rilanciare la sua economia.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Beni strumentali

- L'esposizione dei ricavi del settore è leggermente superiore alla media, circa il 25%. Tuttavia, solo l'8% dei ricavi è generato dalla vendita di beni di importazione. La maggior parte delle vendite avviene tramite vendite locali. Inoltre, i servizi rappresentano una quota non influente, circa il 4%.
- Data la bassa sostituibilità dei prodotti industriali, pensiamo che il settore dei beni strumentali affronterà bene i dazi più elevati. I rischi maggiori per le prospettive del settore sono potenziali aggiustamenti della spesa fiscale e una diminuzione degli investimenti degli «hyperscaler» in data center e infrastrutture elettriche.

Focus sui settori USA

Sanità

- L'industria farmaceutica e dei dispositivi medici dipende ampiamente dalle importazioni dalla Cina. Queste sono già soggette a dazi relativamente alti introdotti dall'amministrazione Biden per contrastare prodotti di qualità inferiore.
- I farmaci GLP-1 hanno attirato molta attenzione l'anno scorso e sostenuto le performance dell'industria farmaceutica (uno dei sottosettori con le migliori performance all'interno del settore sanitario). I potenziali dazi di Trump sull'Europa potrebbero portare a previsioni di vendita inferiori, dato che una quota significativa di produzione avviene in Europa.
- Tuttavia, anche se i principali produttori di farmaci potrebbero beneficiare dalle loro operazioni globali che li proteggono dall'impatto eccessivo dei dazi da una regione, l'effetto dei dazi sarebbe comunque negativo nel complesso. La natura altamente regolamentata e complessa del panorama sanitario e assicurativo negli USA rende difficile aumentare la produzione domestica.

Energia

- Petrolio, gas e combustibili rappresentano circa il 93% del settore energetico, rendendolo il contribuente più significativo alle performance del settore. Gli USA derivano oltre il 70% delle loro importazioni di petrolio da Messico e Canada e i dazi potrebbero comportare un aumento dei prezzi di 0,50-1,00 USD/gallone pagato dal consumatore finale.
- L'obiettivo dell'amministrazione Trump potrebbe essere quello di produrre più petrolio negli USA. Questo potrebbe abbassare i prezzi nel lungo periodo. Ma il mercato è saturo e ci sono pochi incentivi a causa dei costi elevati di perforazione e perché l'offerta aggiuntiva di petrolio potrebbe esercitare una pressione al ribasso sui prezzi. Nel medio periodo, l'impatto potrebbe essere neutro ma nel breve termine potrebbe influire negativamente a seconda dell'entità dei dazi.

Beni di prima necessità

- Un terzo del settore è costituito dalla distribuzione e dalla vendita al dettaglio. I negozi di alimentari e della vendita all'ingrosso hanno visto un calo dell'EPS nel corso degli anni e qualsiasi dazio aggiuntivo inciderebbe sui loro margini già ridotti. I maggiori costi dovrebbero essere scaricati sui consumatori.
- Nel sottosettore delle bevande, l'impatto potrebbe non essere notevole. La maggior parte delle bevande consumate è prodotta a livello nazionale. Ma ci sono tendenze nella diminuzione dell'uso di materie prime prodotte a livello nazionale (ad esempio, dal 2021, meno del 70% del vino era prodotto a livello nazionale, rispetto a circa l'89% di 30 anni prima).

Immobiliare

- I costi di costruzione potrebbero salire a causa della maggiore spesa per le importazioni di legname e materiali da costruzione in seguito ai dazi a Canada e Messico.
- Combinati con tassi sui mutui elevati e offerta di case limitata, il settore immobiliare residenziale potrebbe non essere ben posizionato per beneficiare in caso di dazi alti.
- La logistica potrebbe essere più protetta nel breve e medio termine. L'industria ha avuto un eccesso di offerta negli ultimi anni (per coprire le carenze dell'era pandemica) e potrebbe non essere così influenzato dall'aumento dei costi dei materiali da costruzione.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Beni di consumo discrezionali

- Nonostante il contesto di inflazione a seguito della pandemia, i consumatori USA hanno speso parecchio per i beni di lusso negli ultimi anni grazie al mercato del lavoro resiliente e all'effetto ricchezza. Dazi più elevati potrebbero mettere a dura prova i segmenti colpiti (importazioni di abbigliamento di lusso, articoli sportivi, ecc.) a causa dei prezzi più alti.
- Ma i beni di lusso non sono i più elastici del mercato (cioè un aumento marginale dei prezzi ha un impatto limitato per un consumatore ricco). L'entità dei dazi e le successive ritorsioni influenzeranno le performance del sottosettore a causa del potenziale cambiamento delle dinamiche dei consumatori.

Tecnologia

- Il settore è influenzato dai dazi USA sulle importazioni dalla Cina. Potrebbe anche essere colpito se l'UE decidesse di prendere provvedimenti contro le Big Tech.
- L'esposizione ai dazi è attualmente concentrata nei segmenti dell'hardware e degli apparecchi tecnologici. La produzione di hardware come smartphone, notebook, tablet o monitor è ancora in gran parte basata in Cina.
- Nel complesso, il 20% della produzione del settore è basata in Cina. Gli analisti stimano che l'impatto sugli utili per azione (EPS) di un aumento del 10% dei dazi sia del 2,5% degli EPS per l'intero settore. Senza misure di mitigazione, le aziende di hardware IT potrebbero essere esposte 2-3 volte di più.
- La mitigazione è possibile tramite: richieste di esenzione dai dazi, spedizioni tramite Paesi terzi come il Vietnam, ma con un aumento dei prezzi.

06

Conclusioni

All'inizio del suo secondo mandato, il presidente Trump ha lanciato la sua "guerra commerciale 2.0". Pensiamo che l'amministrazione USA non stia semplicemente usando i dazi come merce di scambio ma, al contrario, abbiamo identificato delle ragioni strutturali per cui i dazi potrebbero essere implementati e rimanere in vigore per parecchio tempo.

Pensiamo che il processo di definizione delle tariffe richiederà tempo, non da ultimo per via dell'approccio triplice dei dazi che combina un aspetto di negoziazione strategica, uno protezionistico e uno di finanziamento strutturale. Le mosse di ritorsione da parte dei partner commerciali probabilmente innescheranno più round di negoziazioni.

Pertanto, gli investitori potrebbero affrontare una fase turbolenta nei prossimi mesi, se non di più, in scia alle varie notizie sui dazi. Questo aumenterà la volatilità dei mercati azionari, che sono già alle prese con altre questioni quali le conseguenze del nuovo modello di IA della società cinese DeepSeek, ma più in generale l'ascesa dell'IA, e le molteplici incertezze politiche.

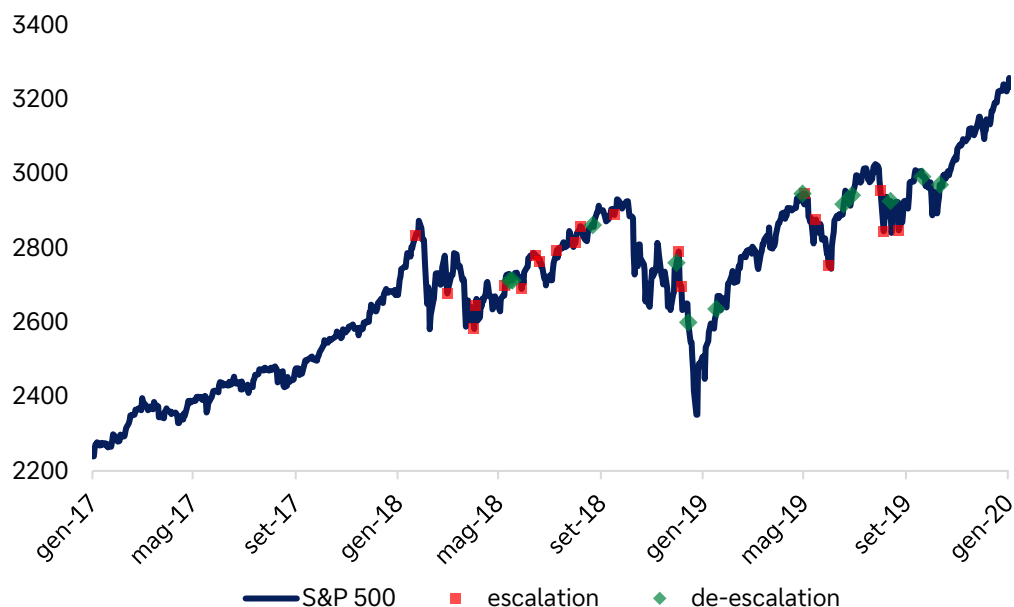
Consigliamo agli investitori di prestare molta attenzione al 1° aprile, quando si prevede la pubblicazione di due importanti rapporti: l'aggiornamento regolare del CBO sulle prospettive fiscali della nazione e le potenziali decisioni politiche nell'ambito del piano "America First Trade Policy" di Trump, che stabilirà il quadro per i decisori politici per seguire determinare manovre sia sul fronte fiscale che commerciale per i prossimi anni.

Sebbene gli utili di S&P 500 e STOXX 600 non dovrebbero essere significativamente influenzati dai nuovi dazi, i premi al rischio potrebbero fluttuare con intensità variabile a seconda delle notizie e delle decisioni sui dazi, inducendo volatilità nelle azioni. Durante la prima guerra commerciale, i mercati azionari hanno subito diversi contraccolpi a seguito delle escalation tariffarie. Ci aspettiamo che questo schema si ripeta (Grafico 7).

Alcuni settori sono più vulnerabili ad un regime tariffario più elevato data la loro esposizione al commercio globale. Questi sperimenteranno una maggiore volatilità. Evidenziamo i rischi settoriali ma anche il potenziale di ripresa nell'eventuali in cui le negoziazioni porteranno ad un accordo commerciale.



Grafico 7: L'S&P 500 è stato sensibile al flusso di notizie legato alla prima Guerra commerciale



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 14 febbraio 2025.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Glossario

BRICS è un'organizzazione intergovernativa composta da dieci paesi: Brasile, Russia, India, Cina, Sudafrica, Egitto, Etiopia, Indonesia, Iran e Emirati Arabi Uniti.

Il **DAX** è un indice di borsa blue-chip composto dalle 40 principali aziende tedesche quotate alla Borsa di Francoforte; altri indici DAX includono una gamma più ampia di aziende.

Gli **utili per azione** (eng.; **Earnings per Share, o EPS**) sono calcolati come il reddito netto delle aziende meno i dividendi delle azioni privilegiate, il tutto diviso per il numero totale di azioni in circolazione.

EUR è l'abbreviativo per l'euro, la moneta della zona euro.

L'indice **FTSE 100** misura delle performance delle 100 principali società che negoziano alla Borsa di Londra.

Il **London Metal Exchange (LME)** è un importante centro per il commercio di metalli industriali.

L'**MDAX** traccia le performance delle 50 maggiori aziende che seguono le azioni del DAX sul mercato regolamentato.

NTM sta per "next twelve months" (prossimi dodici mesi) nel contesto degli utili e quindi dei rapporti prezzo/utili.

OMX è una società svedese di servizi finanziari.

I rapporti **prezzo/utili** (eng.; **Price to Earnings, o P/E**) misurano il prezzo corrente delle azioni di una società rispetto ai suoi utili per azione.

In questo contesto, **LTM** si riferisce agli utili degli ultimi dodici mesi.

L'indice **S&P 500** comprende 500 società statunitensi di primo piano che catturano circa l'80% della capitalizzazione di mercato statunitense disponibile.

Lo **Stoxx Europe 600** è un indice ampio che considera varie dimensioni di aziende in 17 paesi europei.

Lo **Swiss Market Index (SMI)** include 20 titoli di grandi e medie capitalizzazioni.

USD è l'abbreviativo per il dollaro USA.

L'**imposta sul valore aggiunto (IVA)**, nota anche come imposta su beni e servizi (eng.; Good and services tax, o GST), è un'imposta basata sull'aumento del valore di un prodotto o servizio in ciascuna fase della produzione o distribuzione.



Appendice

Performance storica

	14.2.2020 – 14.2.2021	14.2.2021 – 14.2.2022	14.2.2022 – 14.2.2023	14.2.2023 – 14.2.2024	14.2.2024 – 14.2.2025
Performance					
S&P 500	16,4%	11,9%	-6,0%	20,9%	21,7%
Nasdaq Composite	44,8%	-2,2%	-13,3%	32,6%	25,8%
Eurostoxx 50	-3,8%	10,0%	4,3%	11,1%	13,7%
FTSE 100	-11,1%	14,3%	5,6%	-4,8%	15,3%
2-Year U.S. Treasury	2,6%	-1,9%	-2,0%	3,8%	4,7%
10-Year U.S. Treasury	6,6%	-4,3%	-12,1%	-0,6%	2,7%

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream; Dati al 14 febbraio 2025.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Informazioni importanti

General

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, ma è da intendersi esclusivamente a scopo informativo. Le informazioni non sostituiscono la consulenza personalizzata in base alle circostanze individuali dell'investitore.

Tutti i contenuti presenti nella presente comunicazione devono essere letti nella loro interezza.

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 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. Secondo quanto consentito dalle leggi e dai regolamenti applicabili, non si rilasciano dichiarazioni sulla redditività di strumenti finanziari o parametri economici. 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 attengono 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.

Se non diversamente indicato nel presente documento, tutte le opinioni riportate riflettono l'attuale valutazione di Deutsche Bank, che può cambiare in qualsiasi momento. 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 nel presente documento sono soggette a modifiche senza preavviso e si basano su una serie di ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici o analisi che, sebbene dal punto di vista attuale della Banca si basino su informazioni adeguate, potrebbero non rivelarsi valide o rivelarsi in futuro accurate o corrette e potrebbero differire dalle conclusioni espresse da altri dipartimenti di Deutsche Bank. Sebbene le informazioni contenute nel presente documento derivino da fonti che Deutsche Bank considera credibili e affidabili, Deutsche Bank non garantisce la completezza, la correttezza o l'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.

Secondo quanto consentito dalle leggi e dai regolamenti applicabili, questo documento è solo a scopo informativo e non è inteso a creare obblighi giuridicamente vincolanti per Deutsche Bank, e Deutsche Bank non agisce come consulente finanziario o in qualità di fiduciario per l'investitore, a meno che non sia espressamente concordato per iscritto da Deutsche Bank. Prima di prendere una decisione d'investimento, gli investitori devono considerare, con o senza l'assistenza di un professionista finanziario, se gli investimenti e le strategie descritti o forniti da Deutsche Bank siano appropriati alla luce delle esigenze dell'investitore, degli obiettivi, della situazione finanziaria, dei possibili rischi e benefici di tali decisioni di investimento. Quando prendono una decisione d'investimento, i potenziali investitori non dovranno fare affidamento sul presente documento, ma solo su quanto è contenuto nella documentazione d'offerta finale relativa all'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'adottare 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 relativa a casi specifici, 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.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Informazioni importanti

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 dalle leggi o dai regolamenti applicabili. 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 a tali restrizioni.

I risultati conseguiti in passato non costituiscono 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.

Deutsche Bank AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita secondo le leggi della Repubblica Federale di Germania con sede a Francoforte sul Meno. È registrata presso il tribunale distrettuale ("Amtsgericht") di Francoforte sul Meno con il numero HRB 30 000 ed è autorizzata a svolgere attività bancarie e a fornire servizi finanziari. Le autorità di vigilanza sono la Banca Centrale Europea ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Francoforte sul Meno, Germania (www.ecb.europa.eu) e dall'Autorità Federale Tedesca di Vigilanza Finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graueindorfer Strasse 108, 53117 Bonn e Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Francoforte sul Meno (www.bafin.de), e dalla Banca Centrale Tedesca ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14, 60431 Francoforte sul Meno (www.bundesbank.de).

Il presente documento non è stato presentato, né rivisto o approvato da alcuna delle autorità di vigilanza sopra o sotto menzionate.

Per i residenti negli Emirati Arabi Uniti

Il presente documento è strettamente privato e confidenziale e viene distribuito a un numero limitato di investitori; non deve essere fornito a persone diverse dal destinatario originale e non può essere riprodotto o utilizzato per altri scopi. Ricevendo questo documento, la persona o l'entità a cui è stato rilasciato comprende, riconosce e accetta che questo documento non è stato approvato dalla Banca Centrale degli EAU, dalla UAE Securities and Commodities Authority, dal Ministero dell'Economia degli EAU o da altre autorità degli EAU. Nessuna commercializzazione di prodotti o di servizi finanziari è stata o sarà effettuata all'interno degli Emirati Arabi Uniti e nessuna sottoscrizione di fondi, titoli, prodotti o servizi finanziari può essere o sarà effettuata all'interno degli Emirati Arabi Uniti. Il presente documento non costituisce un'offerta pubblica di titoli negli Emirati Arabi Uniti ai sensi della Legge sulle società commerciali, della Legge federale n. 2 del 2015 (e successive modifiche) o di altro tipo. Il presente documento può essere distribuito solo a "Investitori Professionali", secondo la definizione contenuta nel Rulebook on Financial Activities and Reconciliation Mechanism della UAE Securities and Commodities Authority (come di volta in volta modificato).

Per i residenti in Kuwait

Questo documento vi è stato inviato su vostra espressa richiesta. Questa presentazione non è destinata alla diffusione al pubblico in Kuwait. Le Interessenze non sono state autorizzate per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da qualsiasi altra agenzia governativa kuwaitiana competente. L'offerta delle Interessenze in Kuwait sulla base di un collocamento privato o di un'offerta pubblica è pertanto limitata ai sensi del Decreto Legge n. 31 del 1990 e dei relativi regolamenti attuativi (e successive modifiche) e della Legge n. 7 del 2010 e del relativo statuto (e successive modifiche). Nessuna offerta privata o pubblica delle Interessenze viene effettuata in Kuwait e nessun accordo relativo alla vendita delle Interessenze verrà conclusa in Kuwait. Non sono previste attività di marketing o di sollecitazione o di inducement per offrire o commercializzare le Interessenze in Kuwait.

Per i residenti del Regno dell'Arabia Saudita

Il presente documento non può essere distribuito nel Regno se non alle persone autorizzate dai Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non si assume alcuna responsabilità per il contenuto del presente documento, non rilascia alcuna dichiarazione in merito alla sua accuratezza o completezza e declina espressamente qualsiasi responsabilità per eventuali perdite derivanti da, o sostenute facendo affidamento su, qualsiasi parte del presente documento. I potenziali sottoscrittori dei titoli dovrebbero condurre la propria due diligence sull'accuratezza di qualsiasi informazione relativa ai titoli. Se non si comprende il contenuto del presente documento, è necessario consultare un consulente finanziario autorizzato.

Per i residenti in Qatar

Il presente documento non è stato depositato presso o approvato da la Banca Centrale del Qatar, l'Autorità per i Mercati Finanziari del Qatar, l'Autorità di Regolamentazione del Centro Finanziario del Qatar o qualsiasi altro ente governativo o borsa valori del Qatar, da alcuna legge dello Stato del Qatar. Il presente documento non costituisce un'offerta al pubblico ed è rivolto esclusivamente alla controparte a cui è stato consegnato. Nessuna transazione sarà conclusa in Qatar e qualsiasi richiesta o domanda dovrà essere ricevuta, e le assegnazioni effettuate, al di fuori del Qatar.

Per i residenti nel Regno del Bahrein

Il presente documento non costituisce un'offerta di vendita o di partecipazione di titoli, derivati o fondi commercializzati in Bahrain ai sensi dei regolamenti dell'Agenzia Monetaria del Bahrain. Tutte le richieste di investimento devono essere ricevute e le eventuali assegnazioni devono essere effettuate, in ogni caso, al di fuori del Bahrein. Il presente documento è stato redatto a scopo informativo privato solo per gli investitori previsti, che saranno istituzioni. Nessun invito sarà rivolto al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento non sarà emesso, trasmesso o reso disponibile al pubblico in generale. La Banca Centrale (CBB) non ha esaminato né approvato il presente documento o la commercializzazione di tali titoli, derivati o fondi nel Regno del Bahrein.

Per i residenti in Sudafrica

Il presente documento non costituisce o fa parte di alcuna offerta, sollecitazione o promozione in Sudafrica. Il presente documento non è stato depositato, esaminato o approvato dalla South African Reserve Bank, dalla Financial Sector Conduct Authority o da qualsiasi altro ente governativo o borsa valori sudafricano pertinente o ai sensi di qualsiasi legge della Repubblica del Sudafrica.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Informazioni importanti

Per i residenti in 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 ad 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 è inoltre supervisionata in Belgio dall'Autorità per i servizi e i mercati finanziari ("FSMA", www.fsma.be). La filiale ha la sede legale in Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruxelles ed è registrata con il numero IVA BE 0418.371.094, RPM/RPR Bruxelles. Altri dettagli sono disponibili su richiesta o possono essere trovati sul sito www.deutschebank.be.

Per i residenti nel Regno Unito

Questo documento è considerato promozione finanziaria come definito nella Sezione 21 del Financial Services and Markets Act 2000 ed è approvato e comunicato all'utente da DB UK Bank Limited. DB UK Bank Limited è membro del gruppo Deutsche Bank ed è registrata in Inghilterra e Galles con il numero societario 315841 con sede legale: 21 Moorfields, London, United Kingdom, EC2Y 9DB. DB UK Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. Il numero di registrazione per i servizi finanziari della DB UK Bank Limited è 140848. Deutsche Bank Aktiengesellschaft è costituita nella Repubblica Federale di Germania e la responsabilità dei suoi membri è limitata.

Per i residenti a Hong Kong

Questo materiale è destinato a: Investitori Professionali di Hong Kong. Inoltre, questo materiale è fornito solo al destinatario, l'ulteriore distribuzione di questo materiale è strettamente proibita. Il presente documento e i suoi contenuti sono forniti unicamente a scopo informativo. Nulla nel presente documento intende costituire un'offerta 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.

Il contenuto del presente documento non è stato esaminato da alcuna autorità di regolamentazione di Hong Kong. Si consiglia di esercitare cautela in relazione agli investimenti contenuti nel presente documento (se presenti). In caso di dubbi sui contenuti del presente documento, si consiglia di richiedere una consulenza professionale indipendente.

Il presente documento non è stato approvato dalla Securities and Futures Commission di Hong Kong (la "SFC") né una copia di questo documento è stata registrata presso il Registro delle Imprese di Hong Kong, se non diversamente specificato. Gli investimenti contenuti nel presente documento possono essere autorizzati o meno dalla SFC. Tali investimenti non possono essere offerti o venduti a Hong Kong, per mezzo di qualsiasi documento, se non (i) a "investitori professionali" come definiti nella Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 delle leggi di Hong Kong) ("SFO") e qualsiasi regolamento emanato ai sensi della SFO, o (ii) in altre circostanze che non fanno sì che il documento sia un "prospetto" come definito nella Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Cap. 32 delle leggi di Hong Kong) (la "C(WUMP)O") o che non costituiscono un'offerta al pubblico ai sensi della C(WUMP)O. Nessuna persona è autorizzata a emettere o possedere ai fini della pubblicazione, sia a Hong Kong che altrove, qualsiasi pubblicità, invito o documento relativo agli investimenti che sia diretto al pubblico di Hong Kong o il cui contenuto sia suscettibile di essere consultato o letto dal pubblico di Hong Kong (salvo se consentito dalle norme sugli strumenti finanziari di Hong Kong) ad eccezione degli investimenti che saranno o sono destinati ad essere ceduti solo a persone al di fuori di Hong Kong o solo ad "investitori professionali" come definiti nella SFO e nelle norme emanate ai sensi della SFO.

Per i residenti a Singapore

Il presente documento è destinato a: Investitori Accreditati/Investitori Istituzionali a Singapore. Inoltre, questo documento è fornito solo al destinatario, l'ulteriore distribuzione di questo materiale è strettamente proibita.

Per i residenti negli Stati Uniti d'America

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.

Per i residenti in Germania

Queste informazioni sono di carattere pubblicitario. I contenuti non soddisfano tutti i requisiti legali per garantire l'imparzialità delle raccomandazioni di investimento e di strategia d'investimento o delle analisi finanziarie. Non vi è alcun divieto per il redattore o per la società responsabile della redazione di negoziare con i rispettivi strumenti finanziari prima o dopo la pubblicazione di questi documenti. Informazioni generali sugli strumenti finanziari sono contenute negli opuscoli "Informazioni di base sui titoli e altri investimenti", "Informazioni di base sugli strumenti finanziari derivati", "Informazioni di base sulle operazioni a termine" e nel foglio informativo "Rischi nelle operazioni a termine", che il cliente può richiedere gratuitamente alla Banca. La performance passata o simulata non è un indicatore affidabile della performance futura.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Informazioni importanti

Per i residenti in 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.

Per i residenti in 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. Ha sede legale in Piazza del Calendario 3 – 20126 Milano (Italia) ed è iscritta alla Camera di Commercio di Milano, partita IVA e codice fiscale 001340740156, aderisce al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, iscritta all'Albo delle Banche e fa capo al Gruppo Bancario Deutsche Bank, iscritto all'albo dei Gruppi Bancari ai sensi del Decreto Legislativo 1 settembre 1993 n. 385 ed è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Deutsche Bank AG, Francoforte sul Meno (Germania).

Per i residenti in Lussemburgo

Il presente documento è distribuito in Lussemburgo da Deutsche Bank Luxembourg S.A., una banca costituita secondo le leggi del Granducato di Lussemburgo sotto forma di società per azioni (Société Anonyme), soggetta alla vigilanza e al controllo della Banca Centrale Europea ("BCE") e della Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF"). La sua sede legale è situata al 2, boulevard Konrad Adenauer, 1115 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo ed è iscritta al Registre de Commerce et des Sociétés ("RCS") del Lussemburgo con il numero B 9.164.

Per i residenti in Spagna

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal 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 Unipersonal 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. Registrata nel Registro delle Imprese di Madrid, volume 28100, libro 0, Folio 1. Sezione 8, Foglio M506294. Registrazione 2. NIF: A08000614. Le presenti informazioni sono state distribuite da Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal.

Per i residenti in 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.

Per i residenti in Austria

Il presente documento è distribuito da Deutsche Bank AG Vienna Branch, dalla sua sede legale di Vienna, Austria, iscritta al registro delle imprese presso il Tribunale commerciale di Vienna con il numero FN 140266z. Deutsche Bank AG filiale di Vienna è anche soggetta all'Autorità austriaca per la vigilanza sui mercati finanziari (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Vienna. Il presente documento non è stato presentato né approvato da alcuna delle autorità di vigilanza menzionate in precedenza.

Per i residenti nei Paesi Bassi

Il presente documento è distribuito da Deutsche Bank AG, Filiale di Amsterdam, con sede legale in De entree 195 (1101 HE) ad Amsterdam, Paesi Bassi, e iscritta nel registro delle imprese dei Paesi Bassi con il numero 33304583 e nel registro ai sensi della Sezione 1:107 della legge olandese sulla vigilanza finanziaria (Wet op het financieel toezicht). Il registro può essere consultato all'indirizzo www.dnb.nl.

Per i residenti in Francia

Deutsche Bank AG è un istituto di credito autorizzato, soggetto alla supervisione generale della Banca Centrale Europea e della BaFin, l'Autorità Federale di Vigilanza Finanziaria Tedesca. Le sue varie filiali sono vigilate localmente, per alcune attività, dalle autorità bancarie competenti, come l'Autorità di controllo e risoluzione prudenziale (Autorité de Contrôle Prudentiel de Résolution, "ACPR") e l'Autorità dei mercati finanziari (Autorité des Marchés Financiers, "AMF") in Francia.

È vietata la riproduzione, la rappresentazione, la distribuzione o la ridistribuzione, totale o parziale, del contenuto del presente documento su qualsiasi supporto o con qualsiasi procedimento, nonché la vendita, la rivendita, la ritrasmissione o la messa a disposizione di terzi in qualsiasi modo. Questo documento non può essere riprodotto o distribuito senza il nostro permesso scritto.

© 2025 Deutsche Bank AG. All rights reserved.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.