



Ottobre 2021

# CIO Insights



Cambio di marcia

Aggiornamento economico e sugli investimenti



# Sommario

---

01 Lettera agli investitori pag. 2

---

02 Prospettive macroeconomiche e sulle asset class pag. 4

Crescita: la ripresa a differenti velocità

Inflazione: nessun ritorno a tassi ultra-bassi

Obbligazionario: continuerà la repressione finanziaria

Credito: per ottenere un rendimento occorrerà prendere dei rischi

Azionario: il tapering non cambierà il quadro della situazione

Materie prime: il petrolio sale mentre l'oro scende

Cambi: tornano a essere determinanti i fattori macro

---

03 Le asset class in sintesi pag. 14

---

04 Principali temi di investimento pag. 16

---

05 Previsioni pag. 19

---



## Lettera agli investitori



Christian Nolting  
Global CIO

# Cambio di marcia

La ripresa economica globale non si sta dimostrando perfettamente lineare. Con i Paesi che seguono approcci molto differenti al coronavirus (dalla "tolleranza zero" alla "coesistenza grazie ai vaccini"), le economie stanno riaprendo a velocità diverse, e non mancano ancora delle chiusure temporanee. Ma la crescita economica è destinata a consolidarsi.

Un punto di attenzione rimane la politica monetaria, con le Banche Centrali che parlano sempre più del momento in cui potranno ridurre le misure di stimolo, quando lo permetterà il contesto. Tuttavia, l'irrigidimento delle politiche potrebbe non offrire quel cambiamento del quadro complessivo che ci si potrebbe attendere. Anche dopo il promesso tapering (e i successivi rialzi dei tassi) dovrebbe persistere ancora una repressione finanziaria, ovvero tassi reali negativi (tassi nominali corretti per l'inflazione). I rendimenti dei titoli di Stato rimarranno ben al di sotto dei livelli normalmente associati a una rapida crescita. Si tratta di un quadro di ripresa economica atipico.

Focalizzarsi solo sulla politica monetaria comporta però il rischio di perdersi altri importanti sviluppi economici e sociali. L'economia globale cambierà marcia in molti modi diversi, mentre i governi, le imprese e le persone cercheranno di adeguarsi alla nuova realtà. Possiamo già vedere delle indicazioni a brevissimo termine di questa tendenza: ad esempio, i problemi nelle catene di fornitura globali (che emergono in modo evidente, ad esempio, nelle elevate tariffe dei trasporti e nei problemi di approvvigionamento dei microchip).

---

"L'economia globale sta cambiando marcia in molti modi e il processo di adeguamento continuerà. Questo contesto continuerà a favorire gli asset rischiosi, ma è importante non eccedere con l'euforia o la compiacenza."

---

Non mancheranno sicuramente gli aggiustamenti. Abbiamo intitolato le nostre previsioni annuali di quest'anno "[Scosse Costruttive](#)", evidenziando che numerose tensioni strutturali nell'economia globale erano presenti già prima della pandemia. Gli squilibri sono relativamente facili da misurare in aree come il mercato del lavoro e il crescente indebitamento pubblico, ma degli effetti meno quantificabili potrebbero risultare più importanti sul lungo periodo, ad esempio, le implicazioni dei piani di stimolo europei per l'integrazione regionale. Il cambiamento dirompente prodotto dalla pandemia sta fornendo anche il pretesto per alcuni cambi di marcia radicali e intenzionali su tematiche sociali, ad esempio, la priorità data dalla Cina alla "common prosperity" rispetto a una crescita rapida. Le nuove priorità della Cina, evidenti nel nuovo corso regolamentare e nell'ingerenza su alcuni settori (ad esempio tecnologia e immobiliare) hanno già importanti implicazioni sugli investimenti. Anche l'esigenza di una azione globale più solida su tematiche ambientali rappresenterà un importante fattore di cambiamento: siamo solo all'inizio di questo peculiare percorso.

Dove porterà gli investitori? Anche se l'ambiente degli investimenti è complesso, è particolarmente importante ricordare due aspetti: la maggior parte delle economie stanno crescendo in modo importante e le politiche (sia fiscali sia monetarie) rimarranno generalmente espansive. Quindi, anche se presto ci lasceremo alle spalle molti "picchi" (ad esempio, nella crescita economica e degli utili), il contesto dovrebbe rimanere favorevole per gli asset rischiosi come le azioni, anche se con profitti meno pronunciati rispetto agli ultimi mesi. Per questo motivo, è probabile che cresceranno di importanza gli approcci alternativi all'investimento in questi "beni reali", compresi quelli illiquidi (ad esempio attraverso private equity o venture capital).

In una situazione in cui molte questioni (sociali, economiche e societarie) richiedono risposte valide, risulta ancora importante non eccedere con l'euforia o la compiacenza. Gli interventi delle Banche Centrali e di altro genere hanno un impatto sui mercati e non è esclusa la possibilità di tensioni sulle politiche monetarie. Sono evidenti anche dei rischi geopolitici (ad esempio in Asia, o circa i rapporti tra Stati Uniti e Cina). Man mano che l'economia globale cambia marcia, in molti modi, si presenteranno molte opportunità, ma le regole degli investimenti rimangono le stesse: rimanere innovativi e aperti a nuovi approcci, distinguere tra cambiamento temporaneo e strutturale, e gestire il rischio nei portafogli.

Christian Nolting

Christian Nolting  
Global CIO

Insights istantanei

## Prospettive in sintesi

- La crescita economica continua ad accelerare, ma le economie e i decisori politici devono ancora adattarsi in molti modi alle nuove realtà.
- L'ambiente degli investimenti è favorevole ma, con molte tematiche ancora in divenire, gli investitori devono evitare di eccedere con l'euforia o la compiacenza.
- Gli investitori devono distinguere tra i cambiamenti temporanei e quelli strutturali, valutare i nuovi approcci agli investimenti e focalizzarsi sulla gestione del rischio.



Usare il QR code per accedere a una selezione di altri report CIO di Deutsche Bank ([www.deutschewealth.com](http://www.deutschewealth.com)).

# Prospettive macroeconomiche e sulle asset class

Le previsioni macroeconomiche e per asset class sono presentate in forma tabellare a pagina 19 e 20.

## Crescita: ripresa a velocità differenti

I tassi di crescita nel 2021 saranno in generale elevati, nonostante i persistenti problemi con il coronavirus. È probabile che la forte crescita proseguirà fino al 2022, per poi rallentare scalando una marcia in regioni come gli Stati Uniti e molti mercati emergenti. Le economie tuttavia seguiranno percorsi di ripresa differenti, in gran parte a causa della diversa gestione della pandemia (in termini sanitari ed economici).

Per gli Stati Uniti, nonostante i dati di contagio del coronavirus siano costantemente elevati in alcuni Stati, prevediamo una crescita del PIL del 6,2% nel 2021, il valore più alto dal 1984. I consumi rimangono il principale fattore di crescita, e con le riaperture economiche l'ago della bilancia sta passando dai beni ai servizi. Le nostre previsioni di crescita per il 2022 (4,7%) rispecchiano le aspettative di una maggiore spesa per le infrastrutture, che, a seconda del consenso politico, potrebbe aggiungere ben ottanta punti base alla crescita del PIL statunitense il prossimo anno e produrre un impatto considerevole sugli anni successivi.

La risposta politica monetaria arriverà presto. Il tapering (ovvero la riduzione degli acquisti netti mensili di titoli da parte della Fed, che riduce quindi la velocità di crescita del suo bilancio) potrebbe iniziare nel corso di quest'anno e terminare entro il settembre 2022. (Il processo di riduzione di bilancio della Fed dovrebbe essere il prossimo passaggio e richiederà ovviamente più tempo). La fine del tapering e la riduzione del tasso di disoccupazione statunitense (che raggiungerà il 3,8% entro fine 2022 o inizio 2023) definirà il quadro per due o forse tre possibili rialzi dei tassi nel 2023. Ci aspettiamo comunque qualche incertezza sul percorso, ad esempio, il mercato potrebbe sottostimare l'ammontare delle riduzioni iniziali degli acquisti della Fed di titoli garantiti da mutui (MBS) e titoli di Stato.

### Figura 1: La ripresa del mercato del lavoro statunitense è rapida ma incompleta

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 10 settembre 2021.

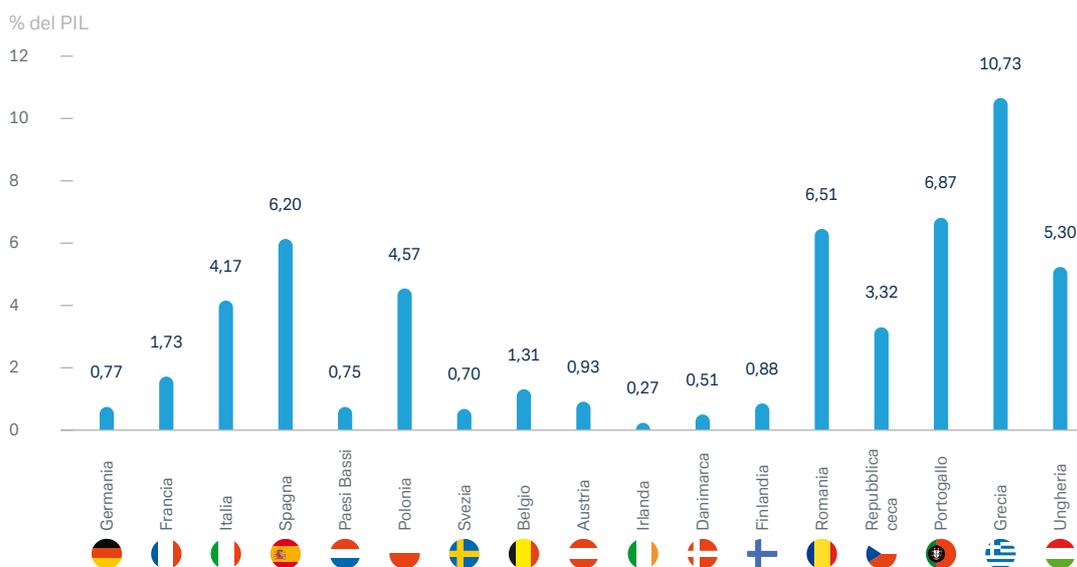


L'Europa rimarrà indietro, sia in termini di crescita sia di risposta politica. Ciononostante, la nostra previsione di una crescita del 4,5% nell'Eurozona nel 2021 porterà il PIL complessivo della regione ai livelli pre-crisi entro il quarto trimestre di quest'anno. La crescita tedesca (3,0%) sarà inferiore alla media dell'Eurozona quest'anno, in parte a causa delle carenze di beni intermedi che limitano l'aumento della produzione industriale. Nel 2022 però la crescita tedesca tornerà ad accelerare, aiutando a mantenere la crescita complessiva dell'Eurozona vicino ai livelli di quest'anno, anche se alcuni Paesi (ad esempio la Spagna) rimarranno indietro rispetto alla media. In conseguenza di ciò, il divario di crescita tra gli Stati Uniti e l'Eurozona tende a restringersi.

Nell'Eurozona i rialzi dei tassi di interesse sono ancora lontani. Prevediamo che alla fine del primo trimestre 2022, come annunciato, verrà chiuso il programma di acquisto di titoli nell'emergenza pandemica (PEPP). La BCE ha già dichiarato un ritmo leggermente più basso di acquisti nel programma PEPP nel quarto trimestre 2021. La scadenza del PEPP l'anno prossimo potrebbe essere seguita da un aumento degli acquisti nell'ambito del precedente programma di acquisto di titoli (APP). Nel frattempo, ovviamente, le economie dell'Eurozona riceveranno il supporto fiscale dal fondo Next Generation EU (NGEU), che dovrebbe incrementare sia gli investimenti, sia la crescita (in alcuni Paesi anche in modo considerevole, figura 2), ma anche nascondere delle vulnerabilità nell'economia dell'Eurozona.

Figura 2: Erogazioni previste del piano NGEU dell'Unione Europea (esclusi i prestiti) in proporzione al PIL

Fonte: Commissione UE, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 30 aprile 2021.



Il Giappone e il Regno Unito presenteranno due differenti percorsi di recupero dal coronavirus. Il Giappone registrerà tassi di crescita del PIL relativamente modesti quest'anno e l'anno prossimo (di poco superiori al 2,5%). Non sono probabili grandi variazioni dei tassi di inflazione e la Banca del Giappone probabilmente persevererà con la sua attuale politica monetaria. Per contro il Regno Unito si trova già in una fase di ripresa (ancorché non uniforme). Nonostante alcuni problemi non legati al coronavirus che interessano l'economia britannica, riteniamo che la Banca d'Inghilterra potrà rialzare i tassi di interesse a fine 2022, ovvero prima della Fed.

Nei mercati emergenti, abbiamo abbassato le previsioni di crescita dell'Asia per il 2021 e migliorato quelle dell'America Latina, che ha beneficiato di un rialzo dei prezzi delle materie prime e della forte crescita statunitense. Tuttavia a partire dal 2022, l'Asia tornerà probabilmente a una solida crescita, mentre verranno meno gli elementi favorevoli per l'America Latina. La ripresa del Brasile sarà sottotono nel 2021 e rallenterà nel 2022.

Nella regione asiatica, la Cina e l'India seguiranno percorsi di ripresa abbastanza differenti. Nel caso dell'India, nel 2021 la crescita ha risentito delle pesanti ondate di coronavirus, ma l'economia indiana ha dimostrato di essere sempre più resiliente alla seconda ondata e alle successive ondate, e la Reserve Bank ha continuato a offrire supporto monetario, nonostante i timori per un'inflazione di lungo periodo. La crescita indiana potrebbe salire oltre il 9% quest'anno, prima di tornare a livelli più normali l'anno prossimo.

Per contro, il rallentamento della crescita cinese è stato esacerbato dai continui tentativi di controllare i focolai locali di coronavirus. Le autorità cinesi sembrano sempre più propense ad accettare una crescita economica più lenta come percorso verso gli obiettivi sociali di più lungo periodo, alla luce anche del desiderio di ridurre il rischio finanziario e le altre fonti di rischio. Ma il rallentamento della crescita cinese non sarà drammatico e non mancheranno numerose fonti di supporto economico, rappresentate dai consumi, dal supporto fiscale e da una politica monetaria accomodante: è possibile, pertanto, un ulteriore taglio dei coefficienti di riserve obbligatorie delle banche o di altre misure. La recente esperienza cinese ci ricorda che le questioni politiche rimangono un aspetto centrale, nonostante il coronavirus.

## Inflazione: nessun ritorno a tassi ultra bassi

---

Le speranze di una "normalizzazione" della crescita si sono accompagnate alla convinzione che anche l'inflazione "si normalizzerà", favorita dalla linea tenuta costantemente dalla FED secondo la quale l'inflazione è "transitoria". Come per la crescita, Paesi differenti stanno seguendo percorsi inflazionistici diversi, i tassi di inflazione anno su anno potrebbero aver già toccato un picco negli Stati Uniti, mentre nell'Eurozona potrebbero continuare a crescere fino all'inizio dell'anno prossimo.

Tuttavia, benché sia probabile che i tassi annuali medi di inflazione rimangano nel 2022 inferiori rispetto al 2021, non prevediamo che l'inflazione torni ai minimi storici toccati prima della pandemia. Le curve di offerta delle economie tenderanno in definitiva ad avvicinarsi alla domanda, è poco probabile quindi che si confermeranno le importanti variazioni annuali registrate quest'anno su specifici beni o sull'inflazione delle retribuzioni degli Stati Uniti (ad esempio i prezzi delle auto usate e le retribuzioni nel settore dei viaggi e dell'ospitalità).

Alcune problematiche delle catene di fornitura (ad esempio quelle riguardanti i microchip) richiederanno però più tempo per essere risolte. Le pressioni sulle catene di fornitura erano già presenti prima del coronavirus (ad esempio, a causa dei dazi doganali e delle restrizioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, e di eventi locali come la Brexit), ma è possibile che la pandemia abbia accelerato un trend verso catene più corte e maggiormente localizzate, eventualmente anche con un rialzo dei costi.

Continua il dibattito sulle circostanze in cui una maggiore spesa pubblica può in generale alimentare l'inflazione. Ma è possibile anche individuare un'area specifica della politica governativa con implicazioni dirette per i prezzi: la politica ambientale. Raggiungere la neutralità in termini di emissioni di CO2 avrà un costo. L'attuazione del nuovo sistema di tariffazione delle emissioni potrebbe aggiungere 106 pb all'inflazione tedesca quest'anno. L'attuazione del sistema di scambio delle emissioni (ETS) della UE aggiunge 200 pb ai livelli di inflazione, per i soli effetti diretti, anche se quest'impatto potrebbe richiedere del tempo.

È importante anche prevedere la volatilità degli asset legati al cambiamento climatico. Circa 130 Paesi del mondo si sono impegnati a raggiungere la decarbonizzazione entro il 2050 ma, alla luce delle attuali previsioni dei rialzi delle temperature, sembra probabile che questa politica richieda un ulteriore giro di vite.

La tariffazione delle emissioni è molto avanzata nella UE, ma meno in altre regioni. Nel mese di luglio la Cina ha lanciato un mercato nazionale delle emissioni e sono possibili ulteriori importanti cambiamenti al mercato internazionale delle emissioni, che potrebbero determinare la tassazione delle emissioni alla fonte del consumo, piuttosto che alla produzione, un prezzo minimo internazionale delle emissioni, o un accordo per abbassare i prezzi delle emissioni per i Paesi emergenti. Tutte queste alternative avrebbero implicazioni non solo sui livelli dei prezzi, ma anche sull'attività economica e le classi di investimento.

## Obbligazionario: continuerà la repressione finanziaria

---

La repressione finanziaria continuerà a essere determinante. I rendimenti dei titoli di Stato saliranno in modo modesto, mentre i tassi reali di interesse (ovvero corretti per l'inflazione) rimarranno bassi o negativi. Come sopra indicato, fino al 2023 non sono previsti rialzi dei tassi ufficiali degli Stati Uniti.

Tuttavia, mentre le previsioni a 12 mesi delle asset class (vedere pagina 20) sembrano in generale positive, vi sono incertezze su come affrontare i prossimi mesi. Dal punto di vista dei mercati, questo potrebbe rappresentare un rischio aggiuntivo. Si presume che il tapering (ovvero la riduzione del supporto di politica monetaria) sia ampiamente scontato dai mercati, mentre il mercato potrebbe non aver ancora scontato correttamente il ciclo di rialzo (che dovrebbe iniziare nel 2023). Distinguere il ciclo del coronavirus dal normale ciclo economico rimane difficile, proprio perché i decisori politici e i mercati sono incerti sugli effetti futuri dell'attuale politica fiscale e monetaria e sulla modalità di reazione dei consumatori a un rialzo dei prezzi. I mercati potrebbero stare quindi già scontando la ripresa del coronavirus, ma non un rialzo dei tassi.

I rendimenti dei titoli di Stato dovrebbero continuare a salire verso livelli più compatibili con una forte crescita, ma il processo sarà parziale e richiederà del tempo. Le nostre previsioni a 12 mesi (fine settembre 2022) prevedono rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni al 2,0%, e un rendimento dello 0,0% per il bund tedesco a 10 anni, nonostante il percorso verso questi livelli probabilmente non sarà privo di intoppi. I recenti rialzi dei rendimenti si sono infatti rapidamente sgonfiati.

Varie scadenze della curva dei rendimenti dei Treasury statunitensi verranno anche influenzate da diversi fattori. Sulla componente a breve della curva (ad esempio 2 anni) le aspettative sui rialzi dei tassi rappresenteranno un fattore determinante; all'altra estremità (30 anni) le aspettative di lungo periodo per l'inflazione potrebbero rimanere la questione principale. L'inclinazione della curva dipenderà dalle relazioni tra queste due grandezze.

## Credito: per ottenere un rendimento occorrerà assumersi dei rischi

---

Prevediamo un leggero restringimento degli spread dei titoli obbligazionari societari in un orizzonte di 12 mesi, ma i rendimenti in buona parte di questa casset class rimarranno negativi in termini reali. Sussiste anche il rischio associato alla velocità di variazione dei rendimenti dei Treasury statunitensi: rendimenti dei titoli troppo forti o variabili potrebbero perturbare gli spread corporate.

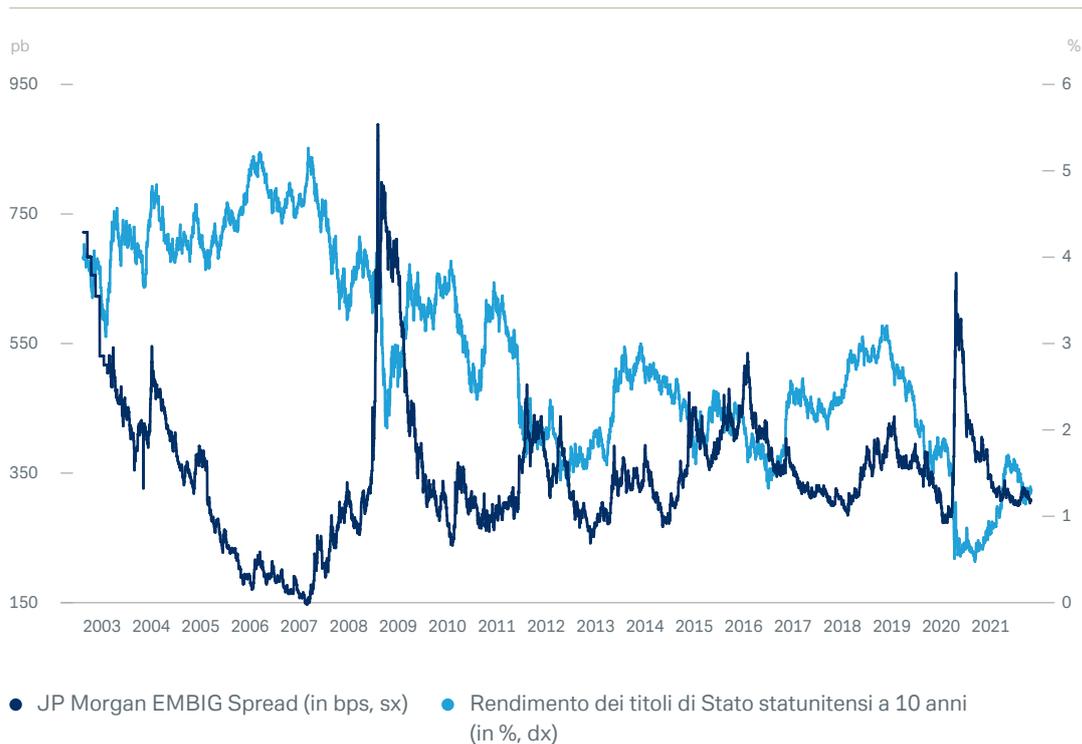
Alla luce di ciò, rimaniamo cauti sulle [obbligazioni investment grade](#), nonostante la presenza di fondamentali di mercato sottostanti discreti. Per l'investment grade in USD, la domanda continua a sorprendere in positivo, ad esempio, quella proveniente dai fondi pensione alla ricerca di duration. Anche in Europa, i titoli investment grade sono ricercati per scopi regolatori e gli acquisti da parte della BCE continueranno tramite il programma APP: la BCE possiede il 27% dell'universo corporate ammissibile. Alla luce di questo scenario, rimane però il problema fondamentale di valutazioni troppo elevate su quasi tutti i criteri, e di bassi rendimenti possibili.

I titoli "high yield" in USD beneficiano di basse aspettative di default (tassi attuali all'1,5%) e della crescente quota di mercato considerata come "rising stars". Tuttavia, anche se i fondamentali sono positivi, sussistono rischi in particolare in caso di rapido rialzo dei tassi, che potrebbe danneggiare le obbligazioni high yield e favorire i prestiti. I titoli high yield in USD, insieme a quelli in EUR, probabilmente non beneficeranno di un altro importante movimento degli spread, ma sono comunque una fonte di carry. Anche i titoli high yield in EUR beneficiano di una minore dispersione e di bassi tassi di default, pur dovendosi chiedere in che misura sia possibile mantenere fino al 2022 gli attuali margini di utile corporate.

Le obbligazioni cinesi hanno gettato un'ombra sui **titoli corporate dei mercati emergenti**. È stata messa in discussione la volontà delle amministrazioni centrali o locali di salvare le imprese in difficoltà, e gli investitori stanno uscendo dai settori che giudicano particolarmente problematici (ad esempio l'immobiliare). Complessivamente, le previsioni degli spread mascherano una considerevole divergenza nell'interesse degli investitori tra le aree attrattive e quelle esposte a un rischio di vendita generalizzato.

**Figura 3: La crescita dei rendimenti statunitensi ha un impatto limitato nel tempo sugli spread dei mercati emergenti**

Fonte: Bloomberg Finance L.P., JPMorgan. Dati aggiornati al 10 settembre 2021.



Al di fuori dell'Asia, il credito corporate ha visto un forte sviluppo: ad esempio, in America Latina i principali esportatori beneficiano spesso della ripresa statunitense, e con un certo margine di recupero anche per le imprese focalizzate sul mercato domestico. A livello globale, vediamo una possibilità di restringimento degli spread.

Rimaniamo generalmente positivi sui titoli sovrani dei mercati emergenti. Continuano a essere presenti rischi di tipo geopolitico e di crescita, ma anche fondamentali favorevoli (ad esempio, i saldi con l'estero e l'uso del denaro del Fondo Monetario Internazionale per alimentare le riserve di valuta), anche se l'attenzione degli investitori potrebbe essere differenziata su aree come la politica fiscale. La figura 3 suggerisce che l'impatto della crescita degli spread dei titoli di Stato statunitensi sugli spread dei mercati emergenti è relativamente limitato su un orizzonte a lungo termine.

## Azionario: il tapering non cambierà il quadro della situazione

---

Le azioni hanno registrato un buon andamento quest'anno, anche se con alcune eccezioni sui mercati emergenti (compresa la Cina) e, fino a poco tempo fa, anche il Giappone. I titoli azionari growth hanno fatto bene, con dei rally anche da parte delle azioni value parallelamente alla fluttuazione delle aspettative sui rendimenti.

Probabilmente il tapering non cambierà il quadro della situazione per l'azionario. Con la repressione finanziaria ancora in essere, anche dopo il tapering e i successivi rialzi dei tassi, i tassi reali negativi manterranno l'appeal delle azioni. In altre parole, continua ad essere vera l'argomentazione "TINA" ("there is no alternative", non c'è altra alternativa).

Su un orizzonte di 12 mesi, prevediamo dei ritorni positivi dall'azionario, anche se probabilmente i profitti saranno inferiori rispetto all'anno precedente. Un forte slancio degli utili consentirà ai mercati di salire senza aumentare le valutazioni prezzo/utili (P/E), diversamente da quanto accaduto negli anni precedenti (figura 4). Tuttavia, è possibile assistere a uno spostamento più sostenuto verso i titoli value e ciclici, allontanandosi invece dai titoli growth caratterizzati da elevate valutazioni.

Negli Stati Uniti, gli utili nel secondo trimestre sono stati ben al di sopra delle aspettative, ci sono stati diversi casi in cui gli utili hanno "battuto" le aspettative, soprattutto nel mondo digitale. Prevediamo un livello medio di utili S&P 500 pari a USD 200 nel 2021. Ma la velocità della crescita dei profitti rallenterà. Prevediamo una crescita del 5% dei profitti del S&P 500 nel 2022, anziché il 10-15% che ci si potrebbe normalmente attendere in un ambiente caratterizzato da forte crescita. Un aumento programmato delle imposte sulle società è motivo di cautela. Colpirebbe in modo sproporzionato le imprese concentrate sul mercato domestico, anche se l'aliquota attualmente proposta potrebbe essere ridotta nel processo legislativo. Ci si interroga anche su chi abbia effettivamente il potere di stabilire i prezzi in una situazione di carenza di semiconduttori e di altre problematiche delle catene di approvvigionamento. Infine, la corsa al digitale continuerà? Possiamo vedere una certa maturazione dei social media, ma le attività di software Enterprise e cloud sembrano destinate a confermarsi aree di crescita.

L'Europa ha beneficiato di revisioni al rialzo degli utili ancora più forti, con i titoli ciclici (particolarmente importanti per questo mercato) che hanno registrato ottimi risultati in termini di utili. Dato che solo ora una buona parte dell'Europa sta lasciandosi alle spalle i lockdown, una parte della domanda (ad esempio per l'automotive) potrebbe spostarsi al 2022, continuando a favorire i profitti delle imprese. Come suggerito sopra, l'inflazione potrebbe iniziare ad allentarsi nel 2022 ed è possibile che ulteriori dati positivi per quanto riguarda il PMI possano incoraggiare delle revisioni degli utili al rialzo. È probabile che i rialzi continueranno a essere determinati prevalentemente dai ricavi, ma poiché i mercati azionari europei continuano a essere dominati dai titoli ciclici, in questa area serviranno dei miglioramenti degli utili complessivi.

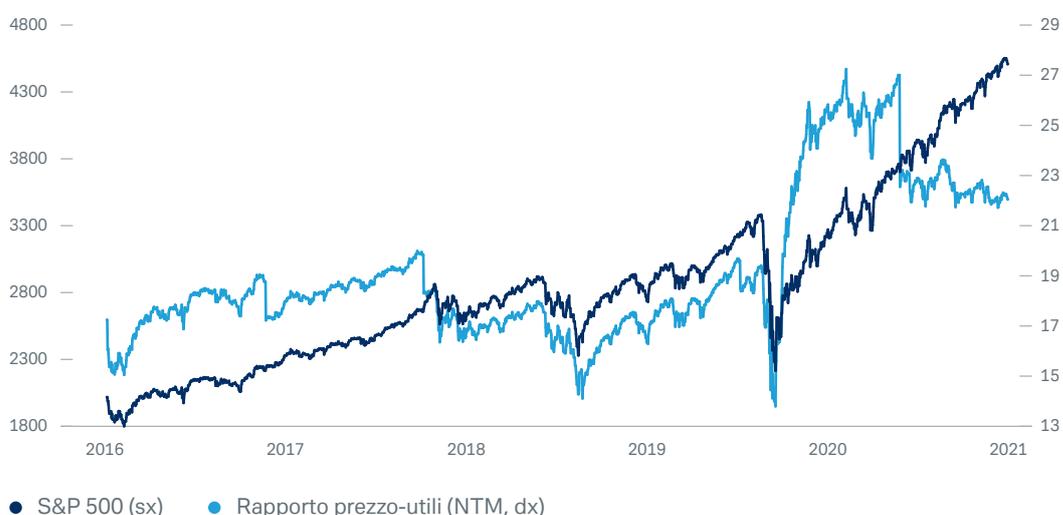
---

"Con la repressione finanziaria ancora in essere, i tassi reali negativi manterranno l'interesse per i titoli azionari, nonostante l'andamento di alcuni mercati emergenti quest'anno."

---

Figura 4: Il principale driver di mercato sono ora gli utili, non i multipli

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 10 settembre 2021.



**Il Giappone** ha sottoperformato per buona parte dell'anno nonostante i buoni dati sugli utili, anche se di recente vi sono stati segni di ripresa. L'interesse in questo mercato è ancora generalmente basso, nonostante i buoni fondamentali. In teoria, un recupero è possibile ma è difficile individuare un evento scatenante. Una stagionalità insolitamente positiva potrebbe non essere sufficiente. I recenti guadagni sono nati sulla scia della recente decisione del Primo ministro Suga di dimettersi (di fatto) ed è possibile che il suo successore avrà priorità politiche differenti.

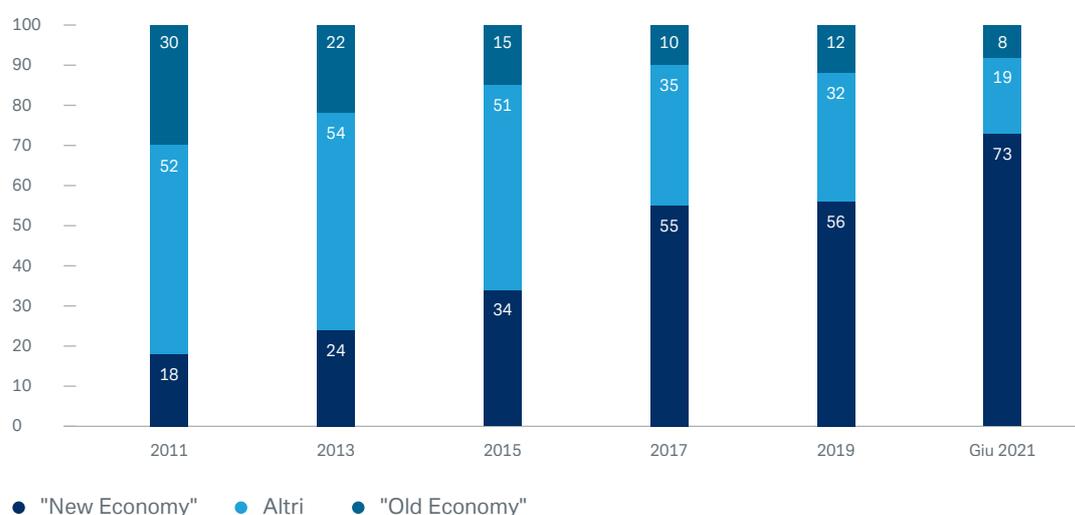
**Anche gli azionari dei mercati emergenti** hanno avuto un 2021 difficile. A un buon inizio di anno è seguita una sottoperformance a partire da metà febbraio. I motivi non sono difficili da individuare. L'impatto della politica cinese relativamente rigida, con crescente enfasi sulla regolamentazione, è stato esacerbato dalle difficoltà di riapertura economica, con l'approccio "zero Covid" del Paese messo in discussione dai continui focolai regionali di coronavirus.

Le **azioni cinesi**, di conseguenza, hanno sottoperformato in maniera significativa, e gli indici ad alto contenuto di titoli tecnologici (ad esempio MSCI China, figura 5) hanno registrato risultati particolarmente deludenti. (Le A Share si sono dimostrate più resilienti). Attualmente vi è incertezza su quello che accadrà prossimamente e sulle sottostanti intenzioni politiche nei confronti del settore privato. Esistono ancora delle opportunità, ma manca un catalizzatore convincente per la variazione dei tassi. L'obiettivo della "common prosperity" potrebbe contribuire ai consumi nel più lungo termine, ma a breve termine continuerà a creare incertezza.



Figura 5: La mutevole composizione dell'indice MSCI China

Fonte: MSCI, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 10 settembre 2021.



Note: i settori della "New economy" sono definiti in questo contesto come i beni di consumo discrezionali, i beni di consumo di base, la sanità, l'IT, media e intrattenimento; i settori della "Old economy" sono invece i materiali, l'energia e gli industriali; gli altri sono l'immobiliare, le utility, i finanziari e le telecomunicazioni.

Al di fuori della Cina, la maggior parte del resto dell'Asia sembra ragionevolmente valutata e la crescita degli utili riprenderà ma, ancora una volta, manca un catalizzatore per la variazione dei tassi. Confermiamo l'atteggiamento positivo verso l'Asia sul più lungo termine, ma rimarremo cauti nei prossimi sei mesi circa.

## Venture capital, possibili benefici ma anche rischi.

I titoli azionari quotati in borsa non sono ovviamente l'unico modo per investire in imprese. Gli investimenti di private equity rimangono un'alternativa per alcuni investitori, mentre si conferma l'interesse per il venture capital. Si tratta di investimenti intrinsecamente rischiosi che offrono però alcuni possibili vantaggi, oltre alla probabilità di guadagnare dal premio di illiquidità: vengono riconosciuti dei rendimenti più elevati per compensare investimenti relativamente poco liquidi. L'asset class Venture Capital ha continuato ad ampliarsi durante la pandemia, favorita dalla sua forte componente tecnologica, pur rimanendo relativamente sotto utilizzata in Europa. Il venture capital può consentire all'investitore di diversificare un portafoglio in un'ampia gamma di imprese innovative, con bassa correlazione con altre asset class. Alla luce di ciò, i rischi sui singoli investimenti sono elevati, solitamente è necessario un impegno a lungo termine e per ottenere discrete performance può essere necessario il coinvolgimento dei top manager.

## Materie prime: il petrolio sale mentre l'oro scende

---

La ripresa economica globale è stata accompagnata da un forte rialzo dei prezzi di alcune commodity. L'indice Bloomberg Commodity Price Index è salito di circa il 50% dall'inizio dell'anno.

Le quotazioni del petrolio sono salite in modo considerevole, presumendo che la domanda globale continuerà a riprendersi e che la crescita dell'offerta globale sia limitata, o per volontà politica (ad esempio l'accordo di produzione OPEC+) o a causa di fattori economici (ad esempio l'investimento in capacità di produzione). Entrambi questi fattori possono essere messi in discussione nei prossimi mesi, ad esempio, con la possibilità che l'Iran ritorni sul mercato.

Riteniamo tuttavia che, benché l'investimento finanziario stia raggiungendo il minimo, continuerà a frenare una crescita dell'output e riteniamo che l'OPEC+ confermerà la propria unità. Le nostre previsioni a 12 mesi (prezzo a termine del WTI a 12 mesi) sono pari a USD 68/b. Nel medio termine, è possibile un rialzo temporaneo dovuto agli sviluppi in ambito ESG, ma la creazione di un'infrastruttura energetica alternativa richiederà investimenti e sarà energivora.

Il rialzo dei prezzi dell'energia all'ingrosso in Europa è stato rapido. Il prezzo delle emissioni in Europa (per lo scambio delle quote di CO<sub>2</sub>) è cresciuto di oltre 80% dall'inizio dell'anno. Sussistono anche timori sui livelli di stoccaggio del gas: con l'inverno alle porte, in questo momento dell'anno le strutture di stoccaggio del gas europee sono solo al 70% rispetto a una media negli ultimi cinque anni dell'86%. Una riduzione significativa del prezzo del gas sembra improbabile nel breve termine. La situazione andrà in definitiva a normalizzarsi, ma la tempistica potrebbe essere condizionata da diversi fattori (ad esempio la lunghezza e la pesantezza dell'inverno europeo).

L'oro, per contro, non ha beneficiato del contesto attuale. I prezzi dell'oro sono scesi nel 2021, e non ci attendiamo una ripresa sostenuta. I tassi di interesse reali negativi offrono evidentemente un certo supporto all'oro. Tuttavia riteniamo che la combinazione di rialzo dei tassi nominali, un clima macroeconomico in generale miglioramento e l'inizio del processo di tapering della Fed ostacolerà gli investimenti destinati all'oro nei prossimi 12 mesi. La nostra previsione di fine settembre 2022 è 1.750 USD/oz.

## Cambi: tornano ad essere determinanti i fattori macro

---

I principali cambi continuano a evolvere, passando da una situazione in cui sono ampiamente determinate dalla presenza/assenza di propensione al rischio, rispondendo maggiormente ai fattori macro. Per osservare questo fenomeno è possibile esaminare in che modo le singole coppie di valute del G10 rispondono alle variazioni giornaliere nell'indice S&P 500. Un numero crescente di valute sembra non correlato a questo semplice indicatore di sentiment del rischio. Tuttavia, è importante individuare quali fattori macro stanno spingendo invece le valute. Al momento, i tassi di cambio non stanno seguendo il differenziale di tasso a breve termine: si concentrano invece sugli swap a 10 anni. In altre parole, i mercati sono maggiormente preoccupati per le prospettive di crescita a lungo termine.

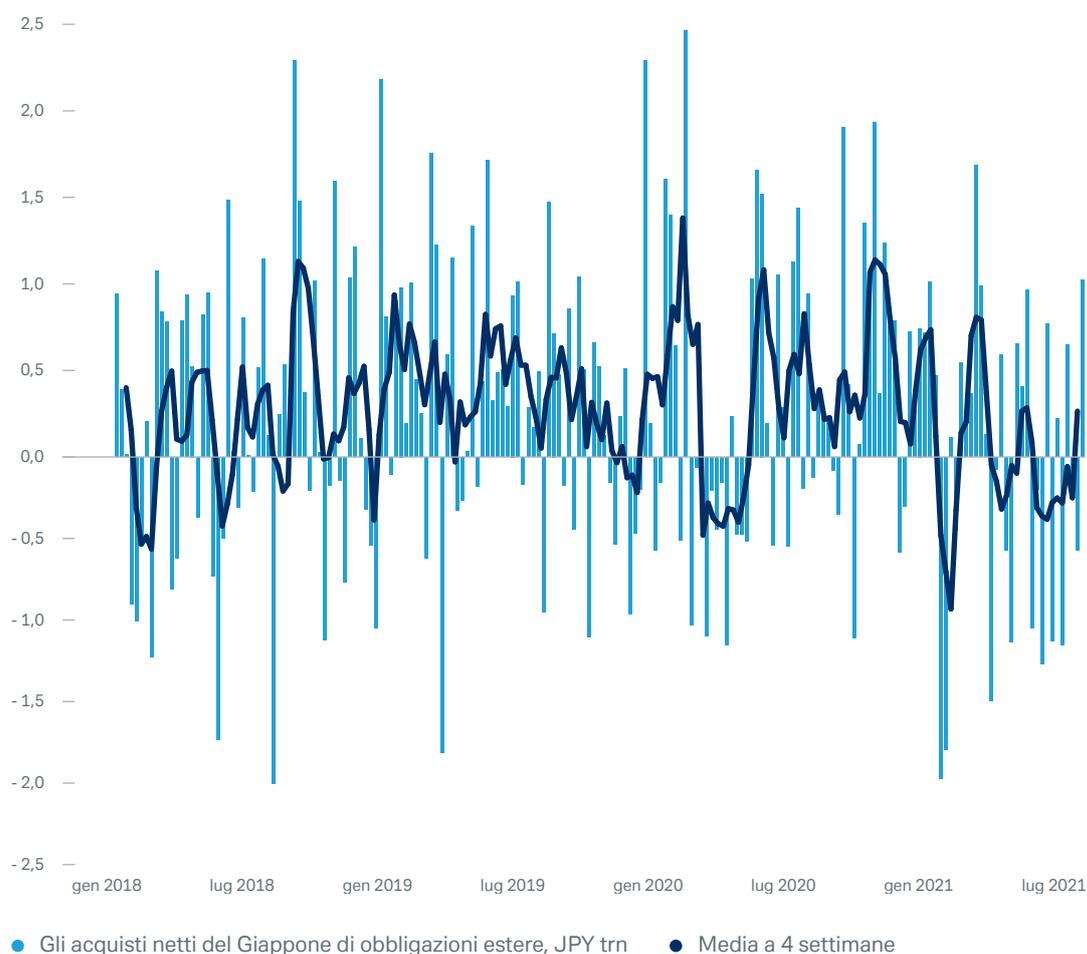
La nostra previsione di fine settembre 2022 EUR vs USD di 1,20 implica un leggero deprezzamento dell'USD rispetto ai valori correnti. I differenziali di crescita del PIL tra gli Stati Uniti e l'Eurozona probabilmente si assottiglieranno l'anno prossimo, e potrebbero esserci preoccupazioni ricorrenti sui "deficit gemelli" degli Stati Uniti (budget e pagamenti correnti). Questi due elementi creano un apprezzamento intermedio in USD difficile da sostenere, se non in presenza di un deterioramento marcato a causa della situazione geopolitica globale o di quella legata al coronavirus.

Anche il comportamento degli investitori in risposta alle politiche di tasso USA sarà importante per determinare l'andamento dei cambi. Ad esempio, gli investitori giapponesi (figura 6) probabilmente inizieranno a posizionarsi nel 2022 per l'avvio da parte della Fed del rialzo dei tassi nel 2023. Con un probabile incremento dei costi di copertura, potrebbero acquistare obbligazioni in dollari non coperte e spiegare le coperture sulle posizioni attualmente possedute. Abbiamo quindi modificato la nostra previsione USD-JPY a 12 mesi a 108 punti.

"Le principali coppie di valute stanno tornando a rispondere bene a fattori macroeconomici, ma rimane importante individuare i principali driver."

Figura 6: Gli acquisti netti del Giappone di titoli esteri (JPY trilioni)

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 10 settembre 2021.



Varrà la pena tenere sotto osservazione il renminbi, che ci ricorda l'opportunità di distinguere tra le visioni sulle valute dei mercati emergenti. Prevediamo una moderata traiettoria a ribasso guidata di questa moneta rispetto all'USD, ma questo trend non si protrarrà all'infinito. Una valuta debole potrebbe aiutare la Cina in un periodo di rallentamento della crescita, ma rimane l'obiettivo sottostante delle autorità monetarie cinesi (che stabiliscono range con l'USD), confermando il nostro atteggiamento positivo a lungo termine sul CNY quale allocazione che dovrà essere effettuata in valuta.

# Le asset class in sintesi



**Titoli di Stato dei Paesi principali:** rendimenti in rialzo su un orizzonte a 12 mesi, ma possibile inversione di tendenza. Il tapering negli Stati Uniti inizierà nel corso dell'anno e la procedura probabilmente verrà completata nel 2022, prima che la Fed inizi i successivi rialzi dei tassi di interesse nel 2023. I rendimenti reali dei titoli di stato USA a 10 anni rimarranno negativi; i rendimenti dei Bund a 10 anni saranno ancora più bassi. I rendimenti nominali dei titoli di Stato giapponesi potrebbero faticare a rimanere al di sopra dello zero. Un'eccessiva quota di obbligazioni in un portafoglio potrebbe incrementare il rischio. **Previsioni a fine settembre 2022: UST 10 anni 2,00%; JGB 10 anni 0,20%; Bund 10 anni 0,00%.**



**Investment grade:** la domanda da diverse fonti probabilmente rimarrà forte per titoli investment grade USD e EUR, con un'offerta che si confermerà relativamente contenuta. Un cambiamento positivo del rating è evidente sia in USD sia in EUR, e con ogni probabilità continuerà. Ma le valutazioni sono elevate sulla maggior parte dei parametri, mentre gli spread sono bassi e le previsioni sono di un ulteriore leggero restringimento. I titoli investment grade in EUR dovrebbero essere resilienti di fronte a un rialzo dei tassi (se la variazione non sarà troppo brusca) e alla fine del programma PEPP in Europa (con possibile incremento degli acquisti nel programma APP). A fronte di questo rischio, è possibile prevedere possibili rendimenti contenuti. **Spread previsti a fine settembre 2022: US investment grade (BarCap U.S. Credit) 75 pb, EUR investment grade (iBoxx EUR Corp) 75 pb.**



**High yield:** i tassi di default in USD e EUR continuano ad abbassarsi a medie ben al di sotto di quelle storiche; con la ripresa economica e il buon momento degli utili societari, probabilmente continueranno a rappresentare un elemento favorevole per questa asset class. Proseguono anche gli upgrade di rating. L'emissione di high yield in USD è ampiamente utilizzata per rifinanziamento, che è positivo, mentre il forte supporto da parte della Banca Centrale rappresenta un elemento favorevole per i titoli high yield in EUR. Negli Stati Uniti, l'attenzione potrebbe essere rivolta alle imprese con potenzialità "rising star". In Europa saremmo cauti sulle obbligazioni a più lungo termine con un'elevata sensibilità ai tassi di interesse. **Spread previsti a fine settembre 2022: US high yield (Barclays U.S. HY) 290 pb, EUR high yield (ML EUR Non-Financials) 280 pb.**



**Debito dei mercati emergenti in "hard currency":** gli sviluppi globali rimangono generalmente favorevoli per i titoli sovrani. La ripresa economica globale, le elevate quotazioni delle commodity e una buona bilancia commerciale estera sono elementi positivi per molti, così come il supporto aggiuntivo del FMI. Anche i mercati sembrano rilassati relativamente alle implicazioni dei futuri rialzi dei tassi negli Stati Uniti. È comunque possibile una maggiore differenziazione sulle performance fiscali. Per quanto riguarda le obbligazioni corporate, prosegue l'incertezza sulla Cina ma i fondamentali globali sono positivi e rimangono quindi un'asset class in rapida crescita. **Spread previsti a fine settembre 2022: titoli sovrani dei mercati emergenti (EMBIG Div) 300 pb, titoli corporate mercati emergenti (CEMBI Broad) 290 pb.**



**Azionario statunitense:** la stagione degli utili del secondo trimestre ha battuto le aspettative ed è probabile che anche i rendimenti reali negativi spingano al rialzo l'S&P 500, confermando l'argomentazione TINA ("there is no alternative"). La nostra valutazione prezzo/utile rimane invariata a 22,0 per il 2022. Sembra che i mercati abbiano già scontato il tapering della Fed, ma occorre tenere sotto osservazione eventuali problematiche che potrebbero interessare le large-cap del settore digitale e l'eventuale portata delle riforme fiscali promesse. **Previsione S&P 500 a fine settembre 2022: 4.600.**

# Le asset class in sintesi



**Azionario europeo:** gli utili sembrano rimanere positivi dopo un buon secondo trimestre nonostante alcuni dubbi sulla riapertura economica europea. La politica monetaria e lo stimolo fiscale dell'Eurozona continueranno ad essere positivi per la BCE che intende procedere con cautela. Le nostre previsioni hanno come presupposto uno sconto continuativo sul rapporto prezzo/utigli di circa il 25% per le azioni dello Stoxx Europe 600 rispetto all'S&P 500. Il mercato europeo non dovrebbe sovraperformare quello statunitense, a meno di un decisivo spostamento della preferenza verso i titoli value o ciclici. Le elezioni in alcuni Paesi europei dovrebbero avere un impatto contenuto sui mercati azionari europei. **Previsione Euro Stoxx 50 a fine settembre 2022: 4.250; previsione Stoxx Europe 600: 480.**



**Azionario giapponese:** le buone performance recenti degli utili non si sono tradotte in rialzi apprezzabili dei mercati azionari. Le imprese giapponesi hanno solidi fondamentali (ad esempio i bilanci) e la Banca del Giappone (BoJ) manterrà il proprio supporto, ma è difficile prevedere un elemento scatenante che consenta al Giappone di recuperare rispetto agli altri mercati sviluppati. La ripresa cinese aiuterebbe, ma rimangono dubbi sull'impatto del coronavirus sul Giappone. Anche le dinamiche di domanda/offerta di mercato hanno scoraggiato gli acquirenti stranieri, con una forte presenza della Banca Centrale giapponese e il fondo pensionistico pubblico obbligato a vendere a causa del raggiungimento dei limiti della quota azionaria. **Previsione MSCI Japan a fine settembre 2022: 1.200.**



**Azionario dei mercati emergenti:** la sottoperformance rispetto ai mercati sviluppati quest'anno è stata peggiorata dai crescenti timori circa la regolamentazione cinese. Si conferma la positività a medio termine delle azioni dei mercati emergenti, ma questo genere di incertezze politiche potrebbe perdurare per un po' tempo. All'interno della Cina, ci concentreremo sulle A Share e sui settori più favorevoli dal punto di vista politico (ad esempio solare, semiconduttori, automazione industriale). L'area Asia (esclusa la Cina) può presentare delle opportunità di acquisto se la regione aprirà in misura maggiore nei prossimi mesi. Esclusa l'Asia, le imprese associate alle commodity o quelle esposte alla riapertura statunitense potrebbero essere interessanti. **Previsione MSCI Emerging Markets a fine settembre 2022: 1.310.**



**Oro:** i timori per l'inflazione non hanno provocato un rialzo sostenuto dell'oro nella prima parte dell'anno, con prezzi che sono scesi a circa USD 1.750. L'interesse degli investitori (ad esempio attraverso gli ETF) rimane moderato e le posizioni speculative sono in discesa. I prezzi potrebbero subire un rally temporaneo sulla scia di cattive notizie sull'inflazione, sul coronavirus o altri sviluppi geopolitici ma non prevediamo rialzi sostenuti. L'inizio del processo di tapering della Fed dovrebbe avere un impatto negativo, in quanto saliranno i tassi nominali (anche se i tassi reali rimarranno fortemente negativi). **Previsione del prezzo dell'oro a fine settembre 2022: 1.750 USD/oz.**



**Petrolio:** la continua ripresa economica globale dal coronavirus (anche se a macchia di leopardo) ha contribuito a far salire i prezzi da sotto 50 USD/b (WTI) all'inizio dell'anno a circa 70 USD/b. La costante disciplina di produzione dell'OPEC+ ha aiutato, così come gli investimenti limitati da parte di altri produttori (ad esempio Stati Uniti.). Gli investimenti potrebbero ora essere giunti al minimo, ma non prevediamo un forte incremento della produzione. La domanda globale continuerà a crescere, in particolare alla luce delle aspettative circa ulteriori riaperture in Asia. **Previsione WTI a fine settembre 2022 (a 12 mesi forward): 68 USD/b.**

# Principali temi di investimento

Stiamo sviluppando i nostri principali temi di investimento da cinque anni, pensati per avere una rilevanza a lungo termine e per identificare continue opportunità di investimento. Le dieci tematiche presenti possono essere visualizzate all'interno di un triangolo chiuso dalle tre dimensioni della tecnologia, demografia e sostenibilità del mondo in cui viviamo, abbreviate anche in TEDS (figura 7).

Figura 7: Principali temi di investimento – il triangolo TEDS

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 10 settembre 2021.



## Intelligenza artificiale (IA)

La pandemia di coronavirus ha favorito un maggiore ricorso all'intelligenza artificiale in diversi aspetti della sanità, ad esempio, lo screening e la diagnosi di patologie e malattie. L'intelligenza artificiale sembra anche in grado di avere un crescente ruolo nel comprendere il cambiamento climatico e nell'applicazione immediata per il suo contenimento, ad esempio, attraverso un uso più efficiente dell'energia. Anche il suo utilizzo nel settore finanziario è molto importante. La crescente potenza di calcolo e di archiviazione accelererà la sua adozione, ma sussistono diversi rischi politici.



## Blue economy

La salute dell'oceano è fondamentale per la biodiversità, il capitale naturale fornito dai nostri oceani e la preservazione dei sistemi socioeconomici. La blue economy è minacciata sia dal cambiamento climatico sia da altri problemi causati dall'uomo, come, ad esempio, la pesca eccessiva, ma offre anche nuove ed emergenti opportunità di investimento. Servono maggiori investimenti e serviranno nuovi meccanismi di finanziamento e una buona governance per assicurare un impatto positivo.

- 

### Cybersecurity

I continui attacchi sia verso le imprese sia verso la pubblica amministrazione ci ricordano l'importanza della sicurezza informatica, in particolare alla luce della centralità della digitalizzazione sia per l'economia sia per le infrastrutture critiche. L'amministrazione statunitense sta spingendo le imprese a migliorare le iniziative di sicurezza informatica, ma alcune aree si presentano deboli (ad esempio Internet of Thing) e le imprese tecnologiche di riferimento si sono di recente impegnate a incrementare la spesa in questo ambito.
- 

### ESG

L'ESG è al centro dei nostri principali temi di investimento. La pandemia di coronavirus ha sottolineato l'importanza della gestione del rischio attraverso investimenti con orientamento ambientale, sociale e di governance. Sembrano probabili maggiori impegni da parte dei governi sugli obiettivi ambientali man mano che viene compresa la portata del problema, con settori come la biodiversità sempre più sotto i riflettori. È probabile che aumenti il ruolo degli investimenti del settore privato.
- 

### Accelerazione del 5G

Il 5G (e il crescente dibattito sul 6G) presenta implicazioni per molti settori e può a sua volta favorire l'intelligenza artificiale. La creazione della rete 5G coinvolge un ampio spettro di attività economiche, dalla domanda di semiconduttori e materie prime fino alla fornitura di infrastrutture per data center e torri telefoniche e un'efficace sicurezza informatica. Sono stati di recente sollevati dei rischi politici con alcuni Paesi che non intendono affidarsi alla Cina come fornitore tecnologico.
- 

### Sanità

La pandemia ha dato all'aspetto sanitario un'importanza ancora maggiore, ma sono determinanti anche i fattori a lungo termine come l'invecchiamento della popolazione e il crescente benessere dei mercati emergenti. La tecnologia sta aiutando ancora a guidare la trasformazione nella prestazione dei servizi di cura, nei dispositivi medici, nei farmaceutici e nella finanza per il settore sanitario. La sanità potrebbe essere in fase di trasformazione verso un processo di gestione e mantenimento della salute delle singole persone che dura per l'intera vita.
- 

### Investimenti in infrastrutture

Le esigenze infrastrutturali sono grandissime sia nei Paesi sviluppati sia in quelli in via di sviluppo. Le infrastrutture fisiche tradizionali sono solo uno dei componenti: anche le infrastrutture tecnologiche e di altro tipo sono importanti. Probabilmente vedremo ulteriori sviluppi dell'intersezione degli investimenti pubblici/privati, una maggiore attenzione all'ESG in termini di valutazione dei progetti e un uso più creativo della tecnologia a tutti i livelli.



## Millennial

I millennial sono un gruppo sempre più importante in molte economie, sia in termini economici sia politici. L'investimento può concentrarsi evidentemente sulle abitudini di consumo dei millennial (ad esempio tecnologia e intrattenimento). È importante però anche considerare le problematiche sottostanti che definiranno la vita lavorativa dei millennial (ad esempio demografia e debito) e che avranno importanti implicazioni sugli investimenti.



## Gestione delle risorse

La gestione delle risorse si concentra (ma non in modo esclusivo) sulla gestione dei rifiuti, dove la tecnologia rappresenta sia un problema (rifiuti elettrici ed elettronici) sia la possibile soluzione. In quest'area si trovano anche tematiche familiari (ad esempio le energie alternative). Ma in presenza di ristrettezze di finanza pubblica, nella gestione delle risorse potrebbe essere necessario lottare per il necessario impegno finanziario: la spesa qui è infatti strettamente collegata ai cicli economici.



## Smart mobility

La smart mobility determinerà un progressivo cambiamento in tutto il settore dei trasporti. Al momento, la maggior parte dell'attenzione è incentrata sul settore automotive e sulle quattro tendenze di elettrificazione, connettività, guida autonoma e veicoli on-demand o condivisi, anche se il concetto è più ampio. I progressi in questo campo creeranno delle opportunità di investimento in numerosi settori, dalla distribuzione elettrica fino alle risorse minerarie.



# Appendice 1 Previsioni macroeconomiche

	Previsioni 2021	Previsioni 2022
<b>Crescita del PIL (%)</b>		
Stati Uniti*	6,2	4,7
Eurozona (di cui)	4,5	4,6
Germania	3,0	4,5
Francia	6,0	4,3
Italia	6,0	4,7
Spagna	6,0	5,7
Regno Unito	6,8	5,3
Giappone	2,7	2,6
Cina	8,2	5,6
India	9,3	6,5
Russia	3,8	2,5
Brasile	5,3	2,0
Mondo	5,8	4,5
<b>Inflazione dei prezzi al consumo (%)</b>		
Stati Uniti**	3,0	2,5
Eurozona	2,1	1,6
Germania	3,1	2,6
Giappone	0,1	0,6
Cina	1,2	2,4

\*Per gli Stati Uniti, la crescita del PIL (4° trimestre/4° trimestre) è pari al 6,2% nel 2021 e al 4,0% nel 2022.

\*\*Per l'indice CPI, l'unità di misura è l'indice Core PCE dic.-dic. - la media è pari al 2,9% nel 2021 e al 2,5% nel 2022; il PCE complessivo (dic/dic) è pari al 3,1% nel 2021 e al 2,3% nel 2022 – la media è pari al 3,1% nel 2021 e al 2,4% nel 2022. Previsioni al 26 agosto 2021.

## Appendice 2

# Previsioni per le diverse asset class

### Previsioni su rendimento e spread delle obbligazioni per fine settembre 2022

Stati Uniti (UST 2 anni)	0,80%
Stati Uniti (UST 10 anni)	2,00%
Stati Uniti (UST 30 anni)	2,50%
USD IG Corp (BarCap U.S. Credit)	75 pb
USD HY (Barclays U.S. HY)	290 pb
Germania (Schatz 2 anni)	-0,60%
Germania (Bund 10 anni)	0,00%
Germania (Bund 30 anni)	0,60%
Regno Unito (Gilt 10 anni)	1,00%
EUR IG Corp (iBox Eur Corp all)	75 pb
EUR HY (ML Eur Non-Fin HY Constr.)	280 pb
Giappone (JGB 2 anni)	0,00%
Giappone (JGB 10 anni)	0,20%
Credito Asia (JACI)	275 pb
EM Sovereign (EMBIG Div.)	300 pb
Credito mercati emergenti (CEMBI Broad)	290 pb

### Previsioni dei cambi per fine settembre 2022

EUR vs. USD	1,20
USD vs. JPY	108
EUR vs. JPY	129
EUR vs. GBP	0,87
GBP vs. USD	1,37
USD vs. CNY	6,65

### Previsioni sugli indici azionari a fine settembre 2022

Stati Uniti (S&P 500)	4.600
Germania (DAX)	16.700
Eurozona (Euro Stoxx 50)	4.250
Europa (Stoxx 600)	480
Giappone (MSCI Japan)	1.200
Svizzera (SMI)	12.250
Regno Unito (FTSE 100)	7.000
Mercati emergenti (MSCI EM)	1.310
Asia Giappone escluso (MSCI Asia ex Japan)	840
Australia (MSCI Australia)	1.450

### Previsioni sulle materie prime a fine settembre 2022

Oro (USD/oz)	1.750
Petrolio (WTI, a 12 mesi forward, USD/b)	68

Previsioni al 26 agosto 2021.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato nel mese di ottobre 2021.

## Glossario

I **Bund** sono obbligazioni a più lungo termine emesse dal governo tedesco.

Gli **investimenti "carry"** sono pensati per realizzare rendimenti più elevati, anche utilizzando il prestito in un contesto caratterizzato da bassi rendimenti (come ad esempio le valute).

**CNY** è il codice della valuta cinese yuan.

La **correlazione** è una misura statistica che mostra come due titoli (o altre variabili) si muovono in relazione reciproca.

Le **azioni cicliche** sono influenzate dal ciclo economico, e comprendono solitamente beni e servizi i cui acquisti sono discrezionali.

Il **DAX** è un indice del mercato azionario delle blue-chip composto dalle 30 principali società tedesche che scambiano sulla Borsa di Francoforte; altri indici DAX includono una gamma più ampia di aziende.

Gli **investimenti ESG** perseguono obiettivi ambientali, sociali e di governance aziendale.

L'indice **Euro Stoxx 50** replica l'andamento delle azioni blue-chip dell'Eurozona e include le principali società dei super-settori in termini di capitalizzazione di mercato.

Lo **Stoxx Europe 600** comprende 600 società in 18 Paesi dell'Unione Europea.

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

La **Federal Reserve (Fed)** è la banca centrale degli Stati Uniti. Il suo **Federal Open Market Committee (FOMC)** si riunisce per determinare la politica dei tassi di interesse.

L'**indice FTSE 100** replica la performance delle 100 principali società che negoziano sulla London Stock Exchange.

Per **Crisi finanziaria globale (GFC)** si intende la crisi del 2007-2008.

Le **obbligazioni high yield (HY)** sono obbligazioni a rendimento più elevato con un rating di credito più basso rispetto alle obbligazioni corporate investment grade, i titoli di Stato e le obbligazioni degli enti territoriali.

**Jackson Hole** è il luogo (e il nome comune) della riunione annuale economica della Federal Reserve di Kansas City.

**A piccola, media e grande capitalizzazione** sono termini usati per differenziare le azioni sulla base delle dimensioni della capitalizzazione totale di mercato di un'azienda; le definizioni esatte variano.

**Millennial** è un termine usato per riferirsi alle persone nate negli anni '80 e '90, anche se questa definizione può variare.

L'**Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC)** è un'organizzazione internazionale che si pone come mandato quello di "coordinare e unificare le politiche petrolifere" dei suoi 12 Stati membri. La cosiddetta "OPEC+" comprende anche la Russia e altri produttori.

Il **rapporto prezzo/utigli (P/E)** misura il rapporto tra il prezzo corrente di un'azione di una società e gli utili per azione. In questo contesto, per NTM si intendono gli utili dei successivi dodici mesi.

L'**indice S&P 500** include 500 società leader statunitensi che coprono indicativamente l'80% della capitalizzazione di mercato statunitense disponibile.

## Glossario

Il **tapering**, nel contesto dei mercati finanziari, si riferisce alla graduale riduzione degli acquisti di asset da parte delle banche centrali.

I **Treasury** sono obbligazioni emesse dal governo degli Stati Uniti.

Il **West Texas Intermediate (WTI)** è un tipo di greggio utilizzato come riferimento per definire il prezzo del petrolio.



## Nota importante

### Informazioni di carattere generale

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

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

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

Il presente documento e tutte le informazioni incluse sono fornite "così come sono", "secondo disponibilità" e, per quanto riguarda le informazioni e le affermazioni contenute in tale documento o ad esso correlate, non vengono rilasciate da Deutsche Bank dichiarazioni o garanzie di alcun tipo, esplicite, implicite o stabilite dalla legge. Tutte le opinioni, i prezzi di mercato, le stime, le dichiarazioni previsionali, le ipotesi, i rendimenti previsti o le altre opinioni che generano le conclusioni finanziarie qui contenute riflettono la valutazione soggettiva di Deutsche Bank alla data in cui è stato pubblicato il presente documento. A titolo esemplificativo, ma non esaustivo, Deutsche Bank non garantisce l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza, l'affidabilità, la tempestività o la disponibilità della presente comunicazione o qualsiasi informazione contenuta nel presente documento e declina esplicitamente qualsiasi responsabilità per errori od omissioni. Le dichiarazioni previsionali comportano elementi significativi che 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.

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

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

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

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

## Nota importante

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

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

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

### Regno del Bahrain

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

### Stato del Kuwait

Il documento vi è stato inviato su vostra richiesta. La presentazione non è destinata alla pubblica divulgazione in Kuwait. Alle Interessenze non è stata concessa una licenza per l'offerta in Kuwait da parte dell'Autorità di vigilanza sul mercato dei capitali del Kuwait o di qualsiasi altra agenzia governativa del Kuwait. Pertanto l'offerta delle Interessenze in Kuwait sulla base di collocamento privato o pubblica offerta è limitata a quanto previsto dal Decreto legge n. 31 del 1990 e dalle misure attuative (e successive modifiche) e dalla Legge n. 7 del 2010 con le ordinanze pertinenti (e successive modifiche). In Kuwait non dovrà essere effettuata alcuna offerta pubblica o privata delle Interessenze e non dovrà essere stipulato alcun accordo relativo alla vendita delle stesse. Non dovranno inoltre essere effettuate attività di marketing, invito o persuasione all'offerta o alla negoziazione delle Interessenze in Kuwait.

### Emirati Arabi Uniti

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

### Stato del Qatar

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

### Regno del Belgio

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

## Nota importante

### Regno dell'Arabia Saudita

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

### Regno Unito

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

### Hong Kong

Il presente documento e i suoi contenuti sono forniti unicamente a scopo informativo. Nulla nel presente documento intende costituire un'offerta d'investimento o un invito o una raccomandazione ad acquistare o a vendere un investimento e non deve essere interpretato o inteso come un'offerta, un invito o una raccomandazione.

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

### Singapore

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

### Stati Uniti

Negli Stati Uniti i servizi di intermediazione finanziaria sono offerti da Deutsche Bank Securities Inc., una società di intermediazione e consulenza finanziaria registrata, che esegue attività di negoziazione di titoli negli Stati Uniti. Deutsche Bank Securities Inc. fa parte di FINRA, NYSE e SIPC. I servizi bancari e di finanziamento sono offerti tramite Deutsche Bank Trust Company Americas, membro FDIC, e altre società del Gruppo Deutsche Bank. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, vi invitiamo a consultare le precedenti dichiarazioni presenti nel documento. Deutsche Bank non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione in merito all'appropriatezza e alla disponibilità delle informazioni contenute nel presente documento al di fuori degli Stati Uniti o in merito all'appropriatezza e alla disponibilità per la vendita o l'uso dei servizi trattati nel presente documento in tutte le giurisdizioni o per tutte le controparti. Salvo specifica registrazione, licenza o in tutti gli altri casi in cui ciò sia ammissibile ai sensi della legge applicabile, né Deutsche Bank né le sue affiliate offrono servizi destinati agli Stati Uniti o che interessino cittadini statunitensi (come definito nel Regolamento S dello United States Securities Act (Atto sui titoli 25 statunitense) del 1933 e successive modifiche).

## Nota importante

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.

### Germania

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

### India

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

### Italia

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

### Lussemburgo

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

### Spagna

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

### Portogallo

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

### Austria

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

