

Deutsche Bank
Chief Investment Office



Outlook 2022

CIO Insights



2022: non esistono soluzioni rapide
Aggiornamento economico finanziario



Sommario

[Lettera agli investitori](#) pag. 2

[Dieci tematiche per il 2022](#) pag. 5

Politica:
| Sfide condivise

Economia:
| In surriscaldamento

Asia:
| L'occhio della tigre

Inflazione:
| L'elefante nella stanza

Politica monetaria:
| Timori per la zona grigia

Obbligazionario:
| Sabbie mobili

Azioni:
| Rendimenti reali(stici)

Materie prime:
| Crescita verde

Immobiliare:
| Si costruisce ancora

FX:
| Aspetti macro



[Investimento del portafoglio](#) pag. 29

[Principali temi di investimento a lungo termine](#) pag. 30

Lettera agli investitori



Christian Nolting
Global CIO

2022: non esistono soluzioni rapide

L'attenzione sarà rivolta all'inflazione e alle banche centrali. Dovrebbe essere l'anno in cui la politica monetaria inizierà veramente a cambiare marcia, mentre le altre banche centrali inizieranno a seguire la linea della Fed sulla diminuzione del supporto della politica monetaria. Ma vi saranno anche numerosi altri cambiamenti di regime (in termini di inflazione, clima, geopolitica e tecnologia, tra gli altri).

Tutti questi cambiamenti creeranno un ambiente in cui non ci si può adagiare su scenari "di base". La pandemia ha già mostrato che è difficile trovare soluzioni complete e rapide a problemi complessi. Dobbiamo vedere il 2022 come un anno di transizione che consentirà agli investitori di posizionare i portafogli per le sfide del futuro.

È stato chiaro sin da subito che la ripresa economica dai minimi di metà 2020 non sarebbe stata lineare. Servivano elevati livelli sia di supporto monetario sia di politica fiscale. Negli ultimi due anni il mondo è cambiato e molte economie stanno ancora lottando per adeguarsi.

Gli elevati tassi di inflazione sono un importante sintomo di questo processo di aggiustamento. In buona parte, sono espressione di un disallineamento tra la ripresa della domanda e l'offerta. Possiamo osservare questo fenomeno nelle difficoltà che interessano le catene globali di produzione e di fornitura, ma anche nel mercato del lavoro.

Risolvere questi disallineamenti non fermerà il processo di cambiamento: l'economia mondiale è un luogo dinamico. Per parafrasare una frase attribuita al filosofo dell'antica Grecia Eraclito: è impossibile bagnarsi due volte nello stesso fiume. Il fiume cambia, ma anche noi come persone cambiamo. Il "fiume" dell'inflazione è in costante cambiamento, sotto l'influsso di differenti fattori; ma anche le nostre aspettative personali sull'inflazione sono in cambiamento.

Questo cambiamento significa che un'efficace gestione del rischio dei portafogli deve essere completata da considerazioni di lungo periodo sulle finalità e sulla composizione del portafoglio: occorre pensare in modo strutturale, piuttosto che reattivo. Ritengo che vi siano due elementi essenziali in tutto questo.

01 È un'occasione importante per focalizzarsi sull'[asset allocation strategica](#). Con processi di cambiamento così complessi, non sarà sufficiente sfruttare il timing di mercato: molto probabilmente un'asset allocation strategica efficiente si rivelerà molto più efficace e affidabile come fonte di rendimento a lungo termine. Potrebbe rivelarsi anche un ambiente di investimento meno stabile di quanto sembri a prima vista.

La repressione finanziaria (tassi di interesse reali artificialmente bassi o negativi) è evidentemente destinata a durare. Ma anche cambiamenti relativamente modesti dei tassi di interesse possono avere effetti diretti e indiretti rilevanti sulle asset class. Non dobbiamo inoltre dare per scontato che un'asset allocation molto tradizionale (ad esempio la classica allocation 60/40 azionario/obbligazionario) funzionerà bene. Saranno necessari approcci più sofisticati.

02 Le questioni ambientali ed ESG più in generale (che comprendono anche gli aspetti sociali e di governance) acquisiranno sempre maggiore importanza per i portafogli. Le questioni ambientali sono ora stabilmente al centro dell'attenzione delle politiche globali, e le implicazioni per gli investitori non si limitano al rialzo dei tassi di inflazione. Indipendentemente dalla posizione, occorre far fronte ai possibili rischi (ad esempio asset in sofferenza). Il passaggio a un'economia neutrale dal punto di vista delle emissioni creerà certamente anche numerose opportunità interessanti. Le tematiche ESG e altre tematiche di investimento a lungo termine sono esaminate approfonditamente più avanti in questa pubblicazione.

Come ho detto prima, il 2022 deve essere visto come un anno di transizione in cui l'economia globale e l'ambiente degli investimenti evolvono alla ricerca di una nuova realtà. Agire ora sull'asset allocation strategica e sugli aspetti ESG nei portafogli dovrebbe contribuire a intercettare questo processo di cambiamento.

Vi auguro un prospero anno di investimenti di successo.

Christian Nolting

Christian Nolting
Global CIO



Dieci tematiche per il 2022

1. **Politica: sfide condivise.** La competizione per gli scambi commerciali e le risorse naturali continua, senza dimenticare le problematiche ambientali e la redistribuzione delle risorse all'interno delle economie.
2. **Economia: in surriscaldamento.** Ai forti tassi di crescita del 2021 seguirà probabilmente solo un lieve rallentamento nel 2022. Ma la ripresa presenterà sottili differenze, con implicazioni per i cambi e altre classi di asset.
3. **Asia: l'occhio della tigre.** Il dinamismo economico della regione darà vita a un 2022 molto positivo dopo un 2021 difficile. La stabilizzazione economica cinese probabilmente porterà benefici a molti asset regionali e la crescita indiana dovrebbe essere forte.
4. **Inflazione: l'elefante nella stanza.** Il rialzo dei prezzi è un problema serio che sta già causando effetti dirompenti e che porta con sé numerosi rischi a lungo termine. Probabilmente non torneremo a un regime di inflazione estremamente bassa.
5. **Politica monetaria: timori per la zona grigia.** Un'inflazione elevata crea numerosi problemi alle banche centrali e una politica reattiva potrebbe innervosire ulteriormente i mercati. Probabilmente non bisogna sovrastimare la possibilità di un atteggiamento "meno accomodante" da parte delle banche centrali.
6. **Obbligazionario: sabbie mobili.** La volatilità determinata dai cambiamenti di politiche può mettere a rischio il ruolo dell'obbligazionario all'interno dei portafogli. Alcuni mercati saranno ben supportati, ma non mancheranno i rischi.
7. **Azionario: rendimenti reali(stici).** Le prospettive per questa classe di asset sono in generale ancora positive, ma i rendimenti potrebbero essere inferiori rispetto al 2021. Nel corso del 2022 potrebbero farsi sentire delle rotazioni cicliche e geografiche.
8. **Materie prime: crescita verde.** La volatilità dei prezzi delle materie prime potrebbe scendere man mano che si allenteranno le pressioni generate dalla riapertura dell'economia. La creazione di un'infrastruttura verde potrebbe alimentare la domanda di energia e di alcune materie prime industriali.
9. **Immobiliare: Si costruisce ancora.** Questo settore offre alcuni margini per ulteriori guadagni, ma è importante operare una differenziazione settoriale e geografica. I costi dei materiali e della manodopera potrebbero pesare sull'offerta in alcuni mercati.
10. **Cambi: aspetti macro.** I timori sull'inflazione statunitense e le possibili risposte politiche hanno fatto salire il dollaro USA. Ma nel 2022 altri fondamentali politici e macro potrebbero iniziare a lavorare contro questa moneta.



Usare il QR Code per accedere a una selezione di altri report del Chief Investment Officer di Deutsche Bank (www.deutschewealth.com).

Dieci tematiche per il 2022

01



Politica: Sfide condivise

Mentre il mondo impara a convivere con il coronavirus, la **geopolitica** torna nuovamente alla ribalta. I differenti sistemi sociali ed economici sono in competizione per gli scambi commerciali e le risorse naturali in misura ben maggiore rispetto alle storiche rivalità dei tradizionali blocchi di potere regionali.

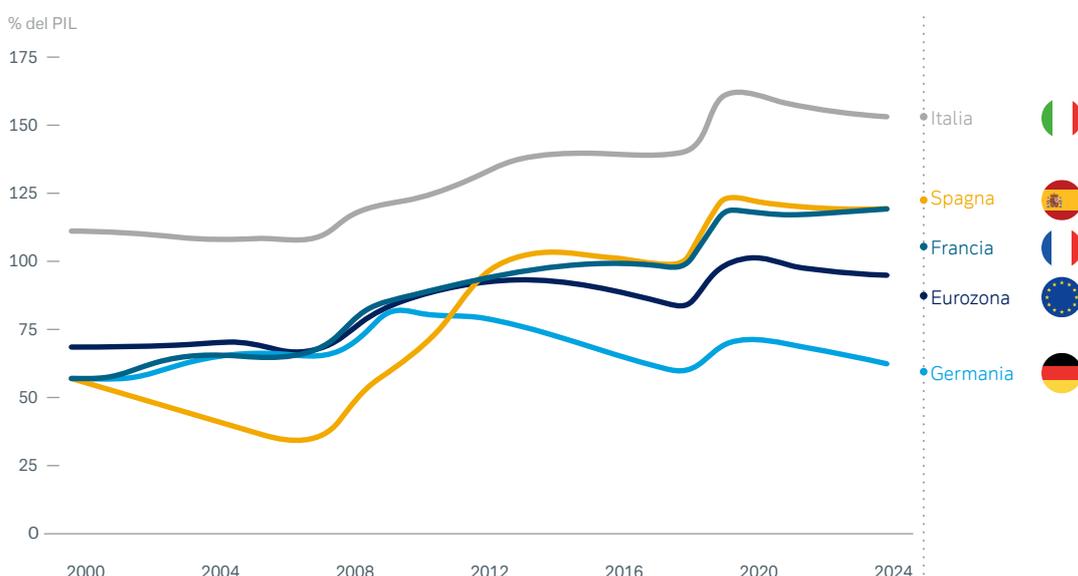
Le tensioni geopolitiche possono manifestarsi in molti modi: attraverso i mercati finanziari (ad esempio in termini di restrizioni di quotazione), attraverso le materie prime (restrizioni dell'offerta), attraverso altre regolamentazioni, attraverso i vertici politici e, in ultima analisi, la sottostante minaccia di conflitti militari.

Le differenze geopolitiche saranno ulteriormente complicate dalle problematiche ambientali. L'importante lotta contro il cambiamento climatico, che si fa via via più intensa, e che presenta implicazioni per i livelli di attività e i costi, può far emergere nuove divisioni all'interno dei blocchi tradizionali (ad esempio India, Cina e altri mercati emergenti) ma anche tra le economie sviluppate e quelle emergenti.

Tutto questo avverrà in un momento in cui le singole economie sono in rapida crescita, ma rimangono esposte a varie forme di tensioni economiche. Per la maggior parte dei paesi, compensare l'impatto economico del coronavirus è stato oneroso. Le finanze pubbliche sono già in difficoltà, ma permane comunque la necessità di **ridistribuire** le risorse tra i gruppi sociali (man mano che le economie si ristrutturano), in un momento in cui il livello di debito pubblico è già elevato, pur con alcune divergenze (la figura 1 presenta l'Eurozona). Le preoccupazioni delle popolazioni per la redistribuzione troverà espressione in diverse importanti tornate elettorali e appuntamenti nel 2022: ad esempio, le elezioni presidenziali francesi nel mese di aprile e le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti a novembre. Un processo decisionale più formalizzato (ad esempio, il Congresso nazionale del popolo in Cina e il probabile successivo rimescolamento politico ad alto livello) dovrà fare i conti anche con i timori del pubblico in quest'area.

Figura 1: Previsioni del FMI sul debito pubblico per l'Eurozona

Fonte: FMI, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati a novembre 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 dicembre 2021.

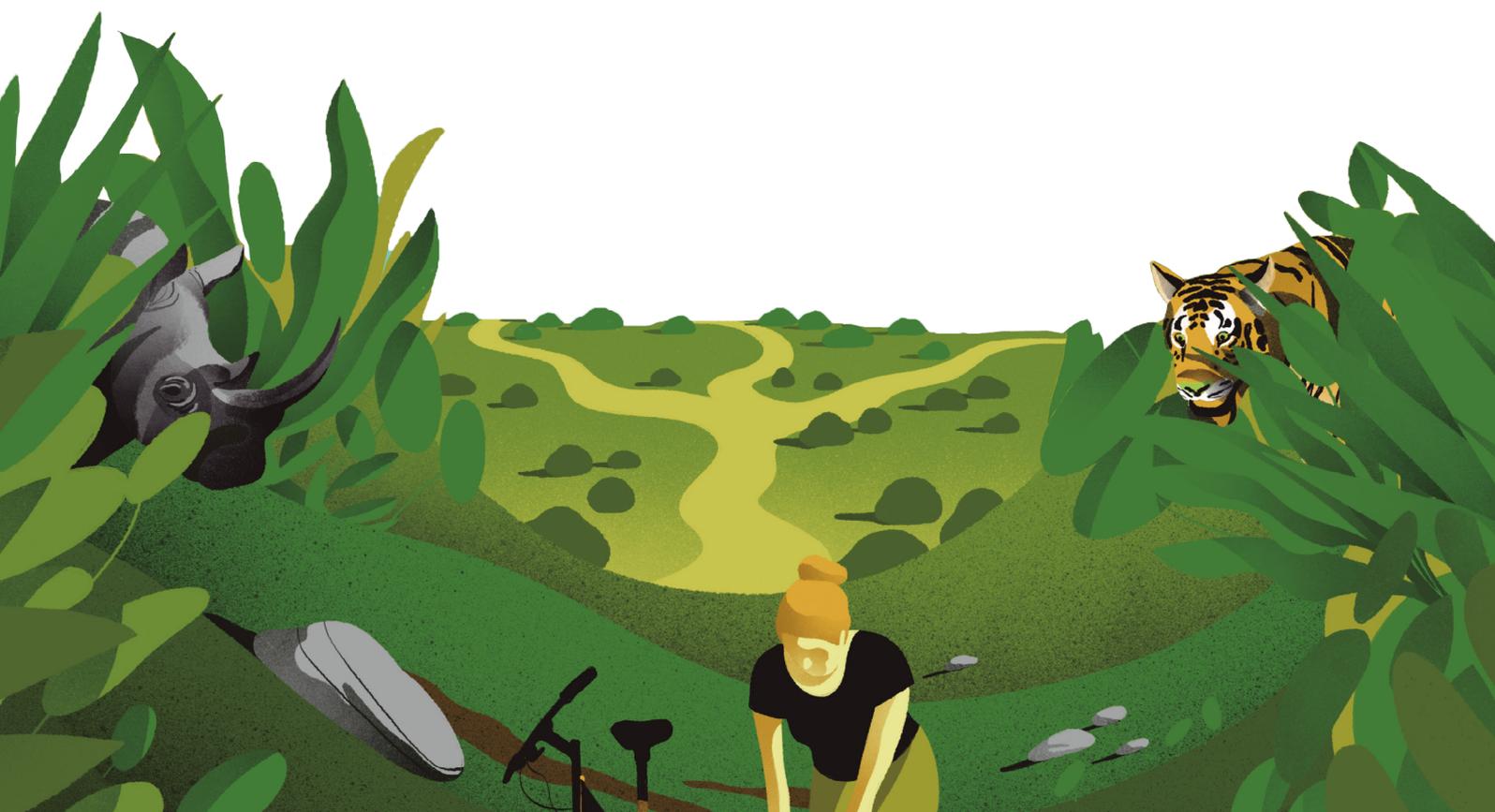
Questo significa che vi sarà una significativa **condivisione delle difficoltà** sia a livello internazionale che nazionale. Riconciliare le differenti esigenze economiche e politiche dietro questa condivisione delle sofferenze sarà difficile: sarà la grande sfida politica del 2022.

Le differenze geopolitiche possono essere complicate dalle tematiche ambientali, in un momento in cui le singole economie rimangono esposte a varie forme di tensioni economiche. Le preoccupazioni delle popolazioni per la redistribuzione troverà espressione in diverse importanti tornate elettorali e appuntamenti nel 2022.

Tema 1. Politica: sfide condivise

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- La geopolitica non riguarda solo le materie prime
- Anche le problematiche di finanza pubblica alimenteranno le tensioni sugli investimenti
- Prevista volatilità intorno ai principali avvenimenti



02



Economia: in surriscaldamento

La ripresa economica continuerà, nonostante la presenza ormai endemica del coronavirus in molti paesi. Per la maggior parte delle economie prevediamo ancora che agli **elevati tassi di crescita** registrati nel 2021 seguirà solo un rallentamento complessivamente modesto nel 2022. (Le nostre previsioni sono presentate nella successiva figura 2.) In generale, molte economie si surriscaldano per effetto degli elevati livelli di stimolo che continuano ad agire su economie in cui i tassi potenziali di crescita rimangono bassi: ignorare in questo modo le condizioni dell'offerta genera inflazione e altri rischi.

Figura 2: previsioni di crescita del PIL

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 18 novembre 2021.

Crescita del PIL (% anno su anno)

	2021	2022
 India	9,3	7,5
 Cina	7,7	5,3
 UK	6,8	4,5
 Francia	6,7	4,3
 Italia	6,2	4,7
 Mondo	5,6	4,5
 USA*	5,6	4,0
 Brasile	5,1	1,5
 Eurozona	5,0	4,6
 Spagna	5,0	6,3
 Russia	4,3	2,5
 Germany	3,0	4,8
 Giappone	1,9	2,9

* Per gli Stati Uniti, la crescita del PIL (4° trimestre/4° trimestre) è pari al 4,7% nel 2021 e al 4,1% nel 2022.

Nonostante una crescita complessivamente forte, la **ripresa** avrà sottili **differenze**. Saranno importanti i rispettivi percorsi di crescita dei differenti paesi. Come già sappiamo, la ripresa europea è al momento in ritardo rispetto a quella statunitense. Ma occorre considerare anche le più vaste implicazioni di un rallentamento della crescita cinese. Si tratterà di un processo di continuo **aggiustamento** all'interno delle economie.

Saranno importanti i **driver del PIL**. Quando le economie hanno iniziato a uscire dalla crisi del coronavirus, l'attenzione era rivolta ai consumi, privati e pubblici. Gli investimenti e i consumi sono stati sostenuti da diversi programmi pubblici (ad esempio Next Generation EU), ma è importante realizzare che questi programmi presentano perimetri differenti e si realizzano in orizzonti temporali differenti: il loro impatto sulla crescita economica varierà nel corso del tempo, come dimostrano i diversi stimoli fiscali messi in campo dagli Stati Uniti negli ultimi anni.

In molti paesi il contributo diretto e indiretto delle esportazioni alla crescita dovrebbe essere favorito dalla soluzione, entro la seconda metà del 2022, della maggior parte delle problematiche che interessano le catene di fornitura globali. Occorre però osservare che sui tassi di crescita anno su anno peseranno, in questa fase di cambiamento, gli effetti di base.

Anche la **politica ambientale** influenzerà molto la crescita e in vari modi (ad esempio, attraverso l'introduzione a livello globale di una tariffazione delle emissioni di CO2). In passato questo aspetto era stato considerato negativamente, in quanto limita alcune attività economiche. Ma la creazione di una nuova infrastruttura verde avrà effetti positivi per molte aree, tra cui la domanda di materie prime.

Molte economie si surriscaldano a causa degli elevati stimoli ancora presenti. Ma si realizzerà una ripresa con sottili differenze, nel contesto di un processo in corso di riaggiustamento all'interno delle economie.

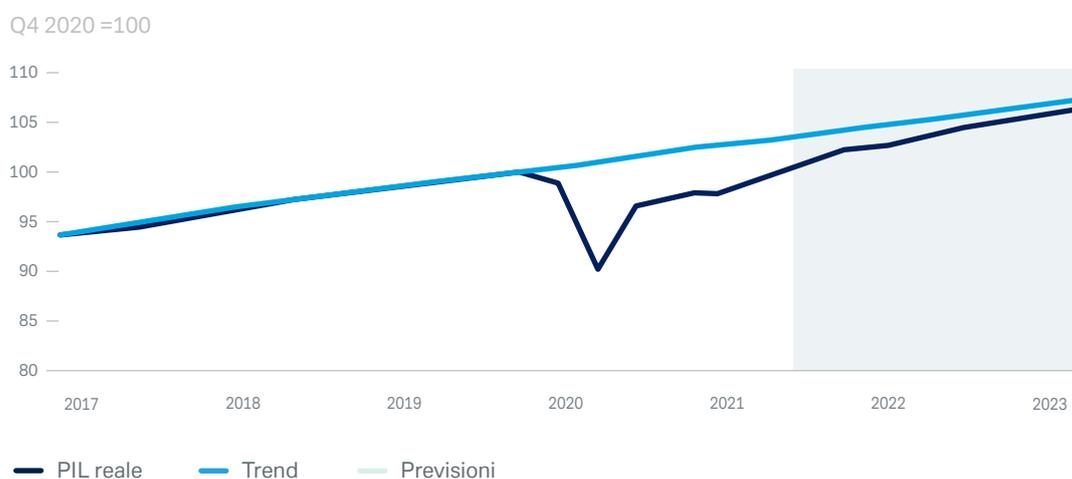
Tema 2. Economia: in surriscaldamento

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- La forte crescita sostiene l'immobiliare
- Le disparità regionali nella crescita influenzeranno i cambi e altre asset class
- La creazione di un'infrastruttura verde è positiva per molti settori

Figura 3: Il PIL statunitense presto in linea con il trend

Fonte: DWS, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati a novembre 2021.



03



Asia: l'occhio della tigre

L'Asia è al centro di molte questioni in corso, ad esempio, di natura geopolitica (Cina/Stati Uniti/India), problemi delle catene di fornitura (circuiti integrati da Taiwan e altri paesi) e lotta contro il coronavirus. La centralità della regione rispecchia la sua importanza economica e il costante dinamismo economico. Questo dinamismo creerà un 2022 molto positivo e questo giustifica il nostro focus sui mercati emergenti.

La **Cina** ha avuto un 2021 difficile e deve ancora risolvere numerosi problemi. I tassi di crescita cinese sono in rallentamento (vedere figura 2), la nuova regolamentazione si è dimostrata problematica e i timori per il settore immobiliare hanno gettato un'ombra sul mercato obbligazionario e azionario cinese. Molti di questi problemi richiederanno del tempo per essere risolti, ma probabilmente entrando nel 2022, "l'anno della tigre", assisteremo a trend di crescita trimestre su trimestre più stabili. Le autorità vorranno evidentemente stabilizzare l'economia prima che Xi presumibilmente si candidi a un nuovo mandato presidenziale alla fine dell'anno prossimo. Abbiamo già registrato alcuni segnali di un atteggiamento più flessibile da parte della PBoC e nella prima parte del 2022 potremmo assistere a un sostegno più chiaro, sia monetario sia sotto forma di misure di finanza pubblica. Potremmo eventualmente anche assistere a un passo indietro sulle misure di regolamentazione, con effetti benefici per i mercati, ma questo richiederà del tempo. Come accade spesso, le riforme che intendono favorire la crescita a lungo termine possono invece ostacolare la crescita nel breve termine.

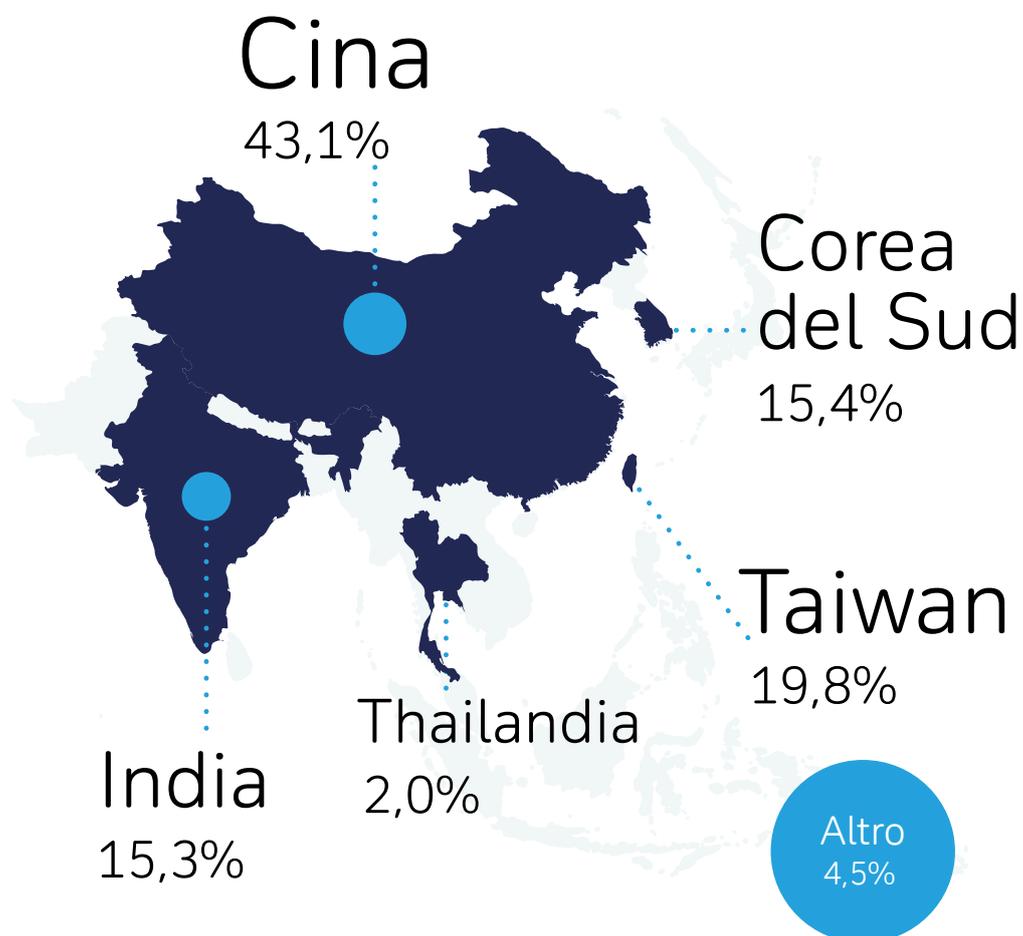
L'**India** si è ripresa molto bene dalla pandemia di coronavirus: dopo una crescita stimata del PIL di oltre il 9% nel 2021 si prevede un PIL in crescita del 7,5% nel 2022, ben al di sopra della crescita stimata per la Cina. Il coronavirus sembra sotto controllo, dopo varie ondate, e vediamo opportunità di recupero sia negli investimenti corporate sia nei consumi privati. Permangono i rischi di inflazione, ma la Reserve Bank of India dovrebbe operare un irrigidimento monetario in modo lento, e probabilmente i tassi reali rimarranno negativi.



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 dicembre 2021.

Figura 4: MSCI EM Asia – ponderazione dei paesi nell'indice

Fonte: MSCI, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 9 novembre 2021.



Tema 3. Asia: l'occhio della tigre

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Servirà del tempo per risolvere i problemi dell'immobiliare cinese
- Ma la stabilizzazione economica cinese porterà benefici a molti asset regionali
- La crescita indiana dovrebbe creare opportunità di investimento

04



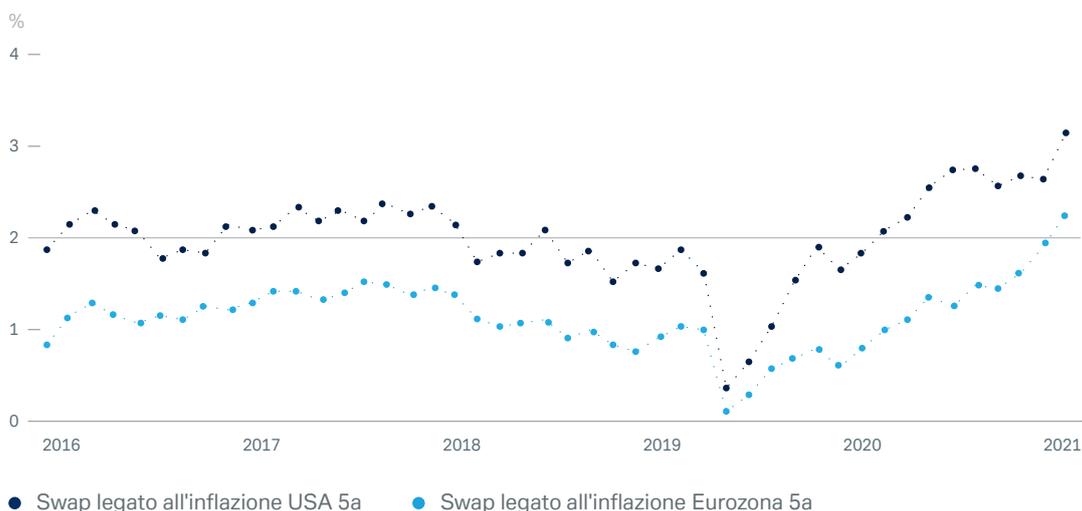
Inflazione: l'elefante nella stanza

Il disallineamento tra la domanda e l'offerta in questa ripresa dalla pandemia ha messo sotto pressione i prezzi di numerosi prodotti nel 2021, e i timori per una possibile deflazione hanno lasciato rapidamente il posto alle preoccupazioni per l'inflazione, con tassi di crescita annuale dei prezzi al consumo superiori al 6% negli Stati Uniti e un'inflazione PPI al di sopra del 10% anno su anno in molte economie.

L'inflazione è un problema serio che sta già creando problemi e che porta con sé numerosi rischi a lungo termine: è veramente **l'elefante nella stanza**. Uno dei timori è che le aspettative di un rialzo dell'inflazione inizino a essere scontate negli adeguamenti salariali (e incrementi dei benefici). Continua ad aleggiare lo **spettro degli anni 1970**, quando a elevati tassi di inflazione si accompagnavano bassi tassi di crescita e disordini sociali. Probabilmente il 2022 sarà l'anno della resa dei conti per l'inflazione, in cui si inizierà a risolvere il problema, oppure farà un ulteriore salto di livello.

Figura 5: Aspettative di inflazione negli Stati Uniti e in Europa

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 9 novembre 2021.



Ci sono alcuni motivi per essere ottimisti. È probabile che le pressioni sui costi si ridurranno man mano che verranno maggiormente risolte le problematiche delle catene di fornitura globali (entro metà 2022) e il mondo si adatterà a nuovi schemi di produzione e distribuzione. Questo si tradurrà ad esempio in una riduzione delle pressioni sui costi e sull'offerta di circuiti integrati e alcuni loro utilizzatori (ad esempio veicoli). Non prevediamo nemmeno un forte incremento del prezzo del petrolio su un orizzonte di 12 mesi. Ma l'inflazione è determinata da **diversi fattori**. L'elevata domanda di alcune tipologie di lavoratori in singole economie (in parte a causa dei cambiamenti nelle catene di fornitura regionali) sta, ad esempio, spingendo al rialzo le retribuzioni. Al momento, ipotizzando che i tassi di inflazione annuali tornino a scendere nel corso del 2022, riducendo quindi i tassi di inflazione medi annuali (vedere figura 6), l'ipotesi è che le aspettative inflazionistiche non saranno scontate dai mercati del lavoro, ma non vi è nulla di certo.

L'inflazione è un problema serio ma esistono alcuni motivi di ottimismo se le aspettative inflazionistiche non verranno scontate. È probabile che le pressioni sui costi diminuiscano ma l'inflazione è determinata da diversi fattori.

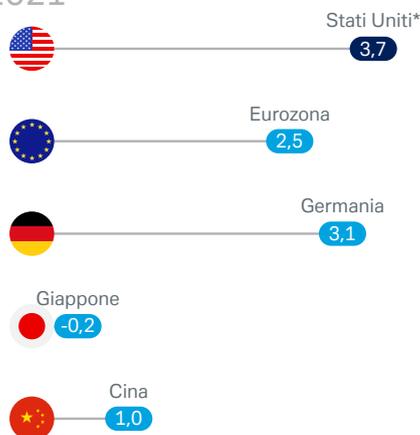
In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici 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 dicembre 2021.

Figura 6: Previsioni di inflazione

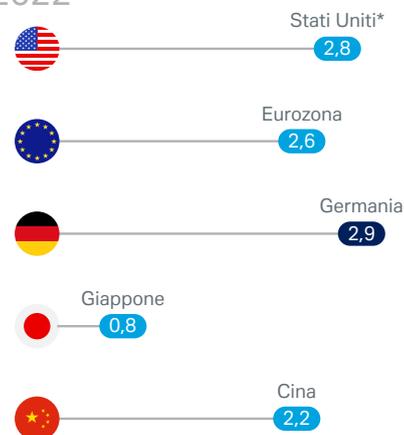
Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni aggiornate al 18 novembre 2021.

Previsioni di inflazione

2021



2022



*Per l'indice CPI, l'unità di misura è l'indice Core PCE (dic/dic) - la media è pari al 3,1% nel 2021 e al 3,3% nel 2022; il PCE complessivo (dic/dic) è pari al 4,0% nel 2021 e al 3,0% nel 2022 - la media è pari al 3,5% nel 2021 e al 3,6% nel 2022.

Non prevediamo però un ritorno al regime di inflazione estremamente basso che ha caratterizzato all'incirca l'ultimo decennio. I tassi di inflazione rimarranno vulnerabili ad altri elementi di disturbo, man mano che il mondo si adatta. La regionalizzazione delle catene di fornitura (cosiddetta **glocalizzazione**, dovuta a questioni di ordine politico o semplicemente pensata per attenuare le future ricadute globali) può continuare ad alimentare le pressioni sui prezzi. E, sul lungo periodo, **l'inflazione verde** (aumento dei prezzi dovuto a misure di tipo ambientale, oppure pressioni nella costruzione di nuove infrastrutture green) rappresenterà una significativa minaccia.

Dal punto di vista degli investitori, è importante differenziare tra le varie tipologie di inflazione, perché possono prodursi effetti differenti sulle correlazioni tra le diverse asset class.

Tema 4. Inflazione: l'elefante nella stanza

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Tassi di inflazione elevati contribuiscono all'incertezza sui rendimenti
- L'inflazione verde è già una problematica significativa
- Le diverse cause dell'inflazione producono effetti differenti sulle correlazioni tra le asset class

05

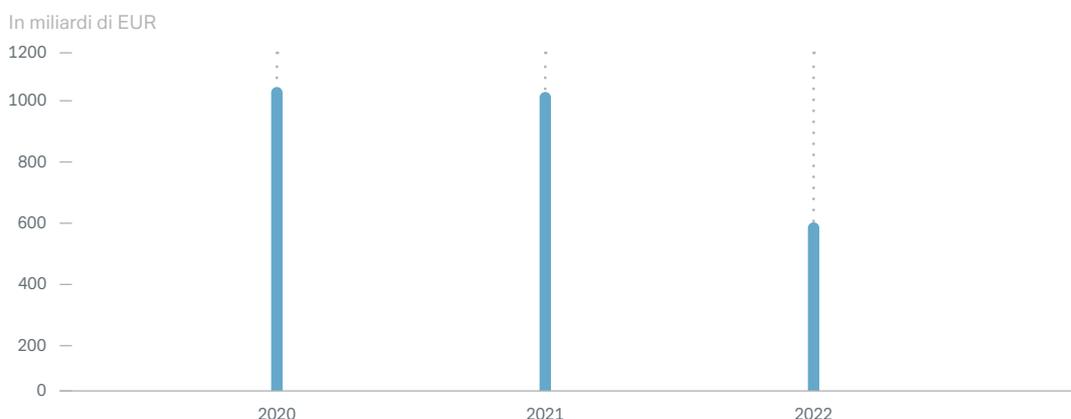


Politica monetaria: timori per la zona grigia

Le prospettive di un rialzo dei tassi di inflazione, quantomeno per alcuni mesi, rappresentano un'ulteriore difficoltà per le banche centrali. Potrebbero infatti rendere ancora più difficile la gestione di questo mondo di passaggio verso un moderato irrigidimento monetario. Un problema, ad esempio, è che l'inflazione elevata può spingere le **banche centrali a essere maggiormente reattive, e meno proattive**. Potrebbero iniziare a perdere il controllo degli eventi. Potrebbero non essere più in grado di delineare e mantenere un percorso di politiche che ci porti fuori dai problemi (come avvenuto nel 2008 e nel 2020), trovandosi invece a dover reagire alle variazioni mensili dell'inflazione, con la possibilità che le aspettative dei mercati principali si discostino significativamente rispetto alla linea delle aspettative delle banche centrali. Questa incertezza potrebbe spalancare le porte ai **bond vigilantes**: mercati determinati ad attaccare la decisione delle banche centrali. Una maggiore volatilità dei mercati obbligazionari avrebbe in definitiva delle ripercussioni anche sulla volatilità dei mercati azionari e più in generale sul sentiment di mercato.

Figura 7: Nel 2022 probabile diminuzione degli acquisti totali di titoli della BCE

Fonte: DWS, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati a novembre 2021.



Al momento, la Fed sembra essere in ritardo sulla curva dei rialzi dei tassi, forse intenzionalmente. Il targeting medio dell'inflazione elimina uno dei motivi per muoversi con rapidità (in quanto gli elevati tassi di inflazione possono essere scontati, almeno inizialmente). Ma il rinvio del rialzo dei tassi può far sì che nel 2023 ci si trovi a dover gestire un problema inflazionistico ancora peggiore. Potrebbe rendere più difficile per i mercati giudicare il probabile atteggiamento meno accomodante delle banche centrali: ipotizziamo che, viste le incertezze che circondano la crescita futura, manterranno un atteggiamento sostanzialmente accomodante. Al momento della stesura del presente documento (dicembre 2021) sembra probabile che la fine del processo di tapering della Fed sarà seguito da un rialzo dei tassi nella seconda parte del 2022. Il livello complessivo di acquisti netti di titoli da parte della BCE verrà ridotto nel 2022, ma sembra improbabile un rialzo dei tassi. La Bank of England invece potrebbe operare diversi rialzi dei tassi nel corso del 2022. La Bank of Japan probabilmente non effettuerà grandi cambiamenti della sua politica monetaria nel 2022.

Esistono anche alcuni problemi più concettuali che interessano la politica monetaria. Ci sono alcune questioni irrisolte (dopo un decennio atipico e nel mezzo di un riassetto globale in corso) su cosa si intenda esattamente per "normalità" della sottostante politica monetaria, in termini di cicli economici e tassi di interesse naturali, ad esempio.

Le banche centrali possono dover affrontare anche [un più ampio dibattito accademico sulla politica monetaria](#) e sulle sue relazioni con la politica di finanza pubblica. Potrebbero accendersi le discussioni sulla teoria monetaria moderna (MMT), in particolare se i disavanzi delle finanze pubbliche continueranno ad essere elevati.

Anche se il rialzo dei tassi di interesse nominali dovrebbe essere relativamente modesto e i tassi di interesse reali rimanere molto bassi o negativi, un cambiamento dei tassi reali potrà comunque spostare la sovraperformance e la sottoperformance relativa dei diversi paesi e dei diversi settori, creando quindi opportunità e rischi.

Il rinvio dei rialzi dei tassi di interesse potrebbe addirittura far peggiorare il problema inflazionistico nel 2023. Potrebbe anche rendere più difficile per i mercati giudicare il probabile atteggiamento meno accomodante delle banche centrali.

Tema 5. Politica monetaria: timori per la zona grigia

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- L'inflazione può spingere le banche ad essere maggiormente reattive, alimentando l'incertezza
- Ma l'incertezza sulla politica e sui rendimenti spalanca le porte ai bond vigilantes
- La volatilità dei rendimenti determina un rimescolamento tra paesi e settori

06



Obbligazionario: sabbie mobili

Il mondo sta cambiando, ma la repressione finanziaria non passerà molto presto. Valgono quindi le consuete clausole per qualunque valutazione dell'obbligazionario. La figura 8 presenta le nostre principali previsioni.

Figura 8: Previsioni per l'obbligazionario per fine dicembre 2022

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni aggiornate al 18 novembre 2021.

Stati Uniti (UST 2 anni)	1,10%
Stati Uniti (UST 10 anni)	2,00%
Stati Uniti (UST 30 anni)	2,30%
USD IG Corp (BarCap U.S. Credit)	70 bp
USD HY (Barclays U.S. HY)	290 bp
Germania (Schatz 2 anni)	-0,50%
Germania (Bund 10 anni)	0,20%
Germania (Bund 30 anni)	0,40%
Regno Unito (Gilt 10 anni)	1,25%
EUR IG Corp (iBoxx Eur Corp all)	75 bp
EUR HY (ML Eur Non-Fin HY Constr.)	290 bp
Giappone (JGB 2 anni)	0,00%
Giappone (JGB 10 anni)	0,20%
Credito Asia (JACI)	275 bp
EM Sovereign (EMBIG Div.)	320 bp
Credito mercati emergenti (CEMBI Broad)	290 bp

Le sabbie mobili che circondano l'obbligazionario, e la relativa volatilità, riducono ulteriormente il valore di questa asset class nei portafogli bilanciati. Sussiste anche il rischio che il tapering determini dei movimenti associati dei prezzi delle azioni e delle obbligazioni (in particolare negli Stati Uniti e in Europa), riducendo quindi il loro ruolo di diversificazione. Gli investitori potrebbero cercare un profilo di rischio/rendimento più elevato.

Per i **titoli di Stato**, prevediamo incrementi solo apparentemente modesti dei rendimenti complessivi su un orizzonte di 12 mesi, che potrebbero comunque avere importanti riflessi per il mercato dei titoli di Stato.

Ma in un certo senso **il percorso potrebbe essere non meno importante della destinazione**. Le nostre previsioni di fine anno per i Treasury statunitensi, ad esempio, prevedono una certa ripresa dei rendimenti nel corso dell'anno (parallelamente al proseguimento della crescita) prima che l'avversione al rischio (ad esempio per quanto concerne le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti) torni a far scendere i rendimenti più avanti nel corso dell'anno. La forma della curva dei rendimenti sarà importante: sia come indicazione di quello che sta avvenendo, sia come indicazione di quello che avverrà in futuro. La curva dei rendimenti rispecchia le preoccupazioni delle differenti tipologie di acquirenti di scadenze differenti, che possono essere anche contrastanti.

L'aspetto importante da osservare è che i rendimenti sui titoli di Stato potrebbero essere negativi e i prezzi delle obbligazioni potrebbero salire o scendere, e che quindi non si tratta di un investimento "privo di rischio". Come avvenuto negli ultimi anni, la questione per gli investitori è in che misura sono intenzionati ad allontanarsi dalla curva rischio/rendimento per ottenere un rendimento.

È probabile che i **titoli investment grade (IG)**, sia in USD sia in EUR, continuino a beneficiare di una forte domanda da parte degli investitori. Negli Stati Uniti, una riduzione dell'offerta lorda e altri fattori dovrebbero mantenere positivi anche alcuni fattori tecnici. Il deleveraging e il continuo sostegno da parte delle banche centrali con gli acquisti sosterranno i titoli investment grade in EUR. Tuttavia, l'elevata duration dell'investimento IG (ad esempio, rispetto a HY) si aggiunge ai rischi associati a eventuali rialzi dei tassi.

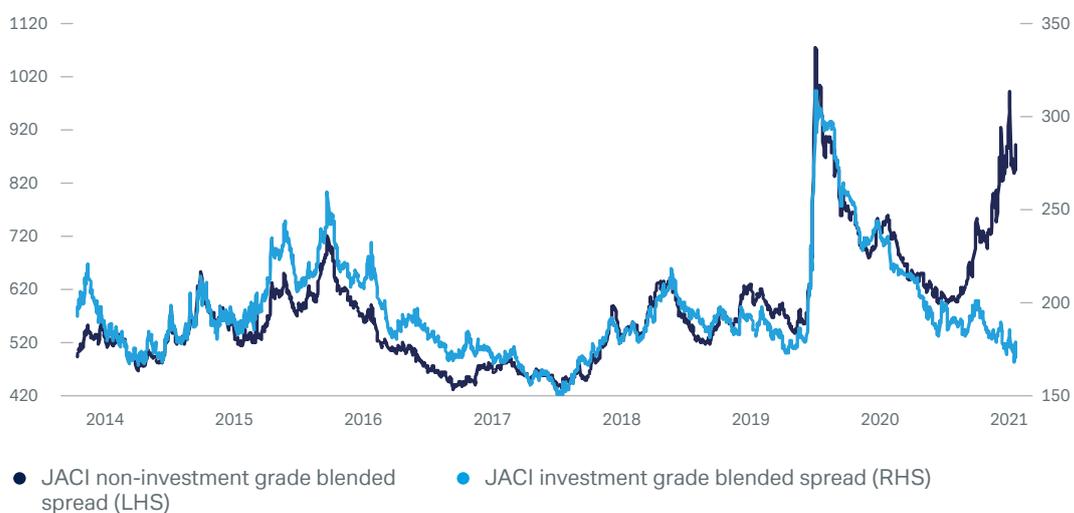
Nel comparto dei **titoli ad alto rendimento (HY)**, molti fondamentali (ad esempio i tassi d'inadempienza molto bassi) probabilmente continueranno a favorire questa asset class. Ma non sarebbe saggio trascurare i possibili rischi di un rialzo dell'inflazione, di cambiamento di politica da parte delle banche centrali o magari di sorprese negative sul fronte degli utili delle imprese. Attualmente prevediamo una lieve contrazione degli spread EUR HY ma prevediamo che gli spread USD HY si mantengano indicativamente ai livelli attuali.

L'obbligazionario dei **mercati emergenti** ha vissuto un 2021 in chiaroscuro: il rialzo dei prezzi delle materie prime ha sostenuto molte economie dei paesi emergenti, il supporto del FMI è stato importante e sono stati evitati dei problemi di liquidità. I fondamentali macro sono invece differenziati nelle diverse economie, non sono ancora stati risolti i problemi legati al coronavirus e gli sviluppi in Cina gettano un'ombra lunga, in particolare sul comparto high yield asiatico (figura 9).

L'irrigidimento della politica da parte della Fed potrebbe creare dei problemi, così come le decisioni politiche in alcuni paesi. Abbiamo leggermente abbassato le nostre previsioni strategiche a 12 mesi per i titoli sovrani dei paesi emergenti, ma prevediamo ancora un leggero restringimento degli spread. Per i titoli corporate, riteniamo che la resilienza dei fondamentali di credito, la ripresa della crescita EM e un margine di valutazione conteranno i rischi politici e legati ai tassi, prevedendo un leggero restringimento degli spread.

Figura 9: Spread di credito in Asia

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 29 novembre 2021.



Tema 6. Obbligazionario: sabbie mobili

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Rimangono dei rischi di "orso bilanciato", con vendita anche dell'obbligazionario
- L'elevata duration dell'investment grade alimenta i rischi legati ai tassi di interesse
- I titoli corporate dei mercati emergenti possono essere più interessanti dei titoli sovrani

07



Azionario: rendimenti reali(stici)

Le aspettative per il 2022 per il mercato azionario sono ancora positive, grazie alle previsioni di prosecuzione della buona crescita economica, e la possibilità che le banche centrali opereranno un irrigidimento delle politiche solo graduale (mantenendo quindi negativi i tassi reali). I problemi delle catene di approvvigionamento probabilmente si mitigheranno e la maggior parte delle imprese avrà una certa capacità di trasferire l'inflazione verso i consumatori. E l'information technology continua a evolvere in modo interessante: la rivoluzione della digitalizzazione non è finita.

Pensiamo che questo crei il campo per **una crescita a singola cifra degli utili nella maggior parte dei mercati su un orizzonte di 12 mesi** (figura 10). Per vari motivi la crescita dell'azionario nel 2022 non sarà sostenuta come nel 2021. La crescita economica è forte ma in decelerazione verso il potenziale di lungo periodo, ed è ragionevole aspettarsi che le valutazioni abbiano già raggiunto il picco. I margini di crescita probabilmente rallenteranno rapidamente e presumibilmente registreremo un abbassamento dei multipli prezzo/utili (P/E) a termine (benché ai massimi storici) su un orizzonte di 12 mesi.

Figura 10: Previsioni degli indici azionari per fine dicembre 2022

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni aggiornate al 18 novembre 2021.

Stati Uniti (S&P 500)	5.000
Germania (DAX)	17.000
Eurozona (Euro Stoxx 50)	4.600
Europa (Stoxx 600)	510
Giappone (MSCI Japan)	1.350
Svizzera (SMI)	13.000
Regno Unito (FTSE 100)	7.350
Mercati emergenti (MSCI EM)	1.340
Asia Giappone escluso (MSCI Asia ex Japan)	885
Australia (MSCI Australia)	1.500

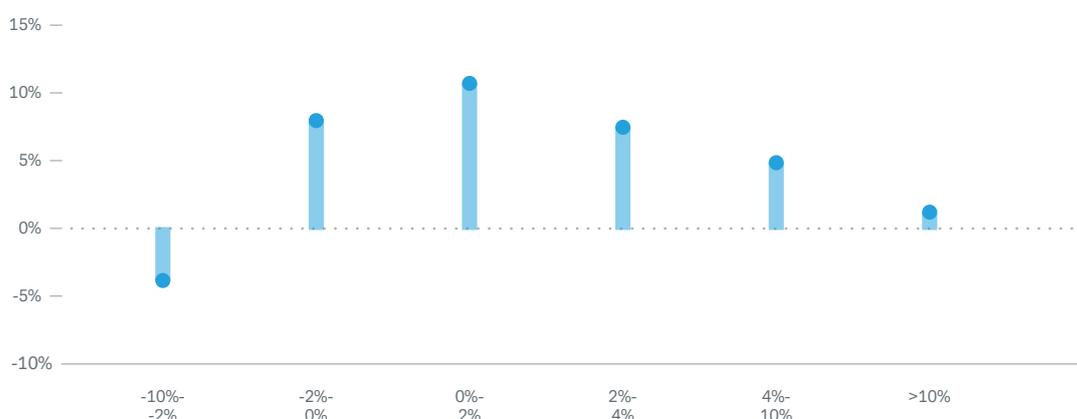
La crescita modesta degli indici su un orizzonte di 12 mesi nasconderà tuttavia un potenziale significativo rimescolamento tra i settori e le aree geografiche nel corso del 2022. Le dinamiche dei tassi saranno un fattore importante (come nel 2021): ad esempio in termini di titoli value rispetto a titoli growth e di Europa/Giappone rispetto a Stati Uniti. In generale, potremmo assistere a un allontanamento dai titoli ciclici nel primo semestre 2022 verso titoli più difensivi nel secondo semestre 2022. I tassi reali in crescita (benché ancora negativi) potrebbero far crescere l'interesse per le azioni "a breve duration" come i titoli bancari e i ciclici rispetto alle azioni "a lunga duration", che dipendono in misura considerevole dalle ipotesi sugli utili attesi. Queste azioni "di lunga duration" spaziano dalle infrastrutture vecchio stile fino all'information technology, sia consolidate sia di recente costituzione, e società tecnologiche non profittevoli con elevate valutazioni dovute alle aspettative sugli utili futuri. Inoltre, queste rotazioni potrebbero non essere totalmente indolori: tassi reali in veloce aumento possono creare elevata volatilità e instabilità tra i differenti mercati e settori.

Le azioni sono spesso indicate come uno strumento abbastanza resiliente per contrastare l'inflazione, ma il **rialzo dei prezzi e dei costi** avranno effetti differenti nei vari settori. La crescita dei salari (conseguenza della carenza di manodopera in alcune aree dovuta a fattori temporanei e cambiamenti più strutturali) potrebbe favorire le piattaforme digitali scalabili, mentre il settore dei servizi potrebbe risentirne. Gli elevati prezzi delle materie prime dovrebbero favorire il petrolio e il gas, e in generale danneggiare la manifattura. Più elevati costi dei trasporti dovrebbero favorire le spedizioni e la logistica, e danneggiare invece le imprese che dipendono dalle supply chain. Il prezzo dell'energia potrebbe favorire i titoli IT e i brand premium, non aiutando invece i consolidati brand consumer. La figura 11 illustra la media storica dei rendimenti annuali in termini di prezzo dell'S&P 500 a vari livelli di inflazione.

Figura 11: Media dei rendimenti annuali sui prezzi dell'S&P 500 in differenti regimi inflazionistici

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 9 novembre 2021.

Asse X = tasso di inflazione, Asse Y = media annuale dei rendimenti S&P 500



Le strategie azionarie variano nel tempo e tra i diversi mercati ma una strategia di base sempre valida potrebbe essere un **approccio "barbell"**, con titoli "growth"/tecnologici da una parte e titoli "value"/bancari dall'altra.

A livello geografico, e nonostante i timori per i tassi di interesse, l'IT e il **mercato statunitense** appaiono ancora favoriti. Negli Stati Uniti preferiamo una sovrapponderazione sui titoli di consumo discrezionale, sui finanziari e sull'IT. In più, guardiamo positivamente ai titoli small cap e mid cap statunitensi.

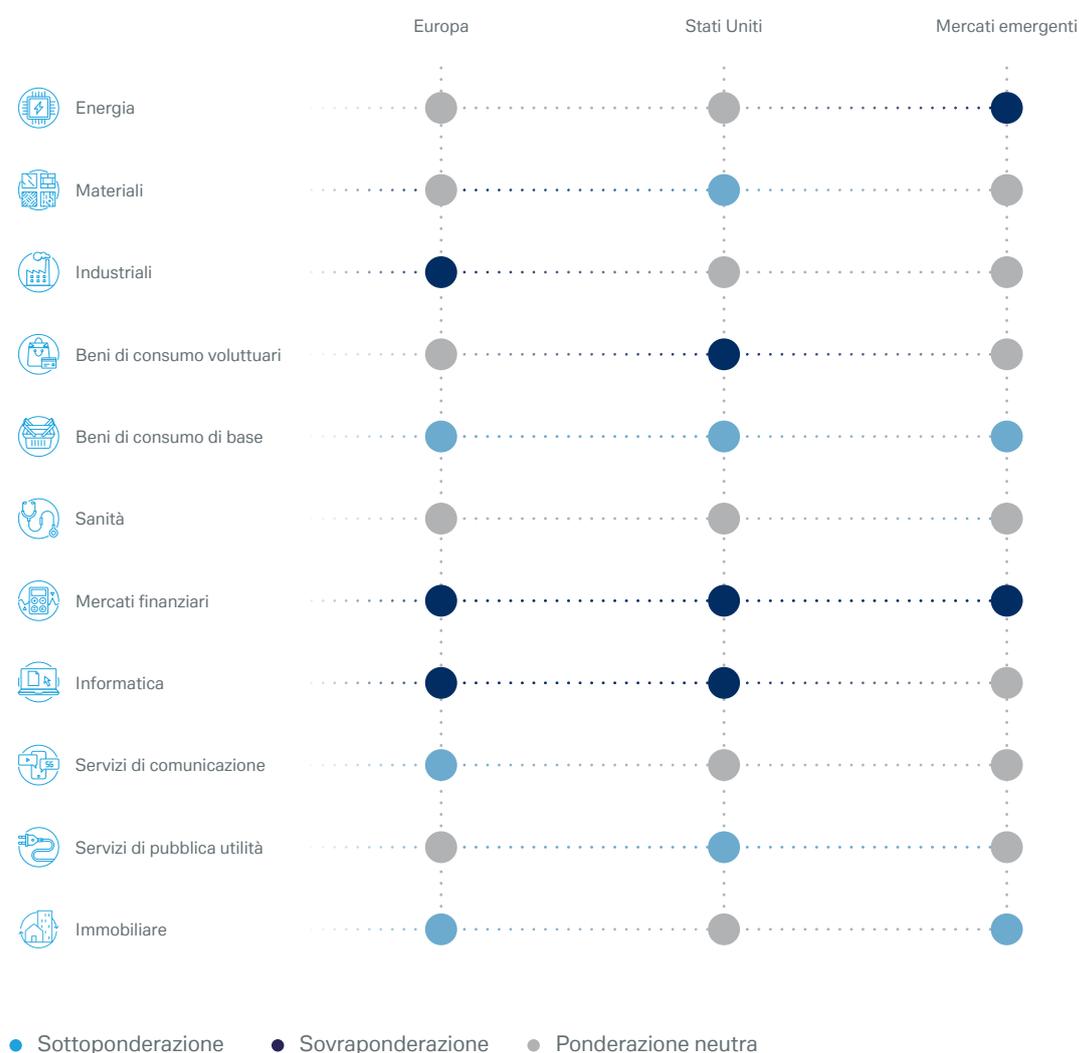
In **Europa**, molti segnali sono positivi. I multipli sono già a livelli più sostenibili, i coefficienti prezzo/utili sono tornati ai livelli pre-crisi e in passato questa regione ha avuto la tendenza a sovraperformare nei periodi con rendimenti di mercato più elevati. Anche le pressioni compressive sul costo del lavoro sembrano sotto controllo nella maggior parte delle economie. Un approccio potrebbe essere quello dell'investimento selettivo in titoli growth IT strutturali e nei materiali e negli industriali (che comprendono alcuni titoli legati alla ripresa ciclica). Anche i titoli small cap e mid cap sembrano interessanti.

In **Giappone**, In Giappone le valutazioni in termini relativi sono favorevoli e ci sono speranze che la crescita domestica riprenda dopo la riapertura economica. Le valutazioni in termini relativi sono favorevoli e ci sono speranze che la crescita domestica riprenda dopo la riapertura economica. I bilanci delle imprese sono solidi e i dividendi sono rimasti stabili nel corso della pandemia. A tutto ciò fanno da contrappeso invece profitti per azione (EPS) strutturalmente bassi e i rischi geopolitici provenienti dalla Cina. Le imprese sono anche riluttanti ad alzare i prezzi nel mercato interno. Tutto questo potrebbe spingere gli investitori esteri a essere cauti sul Giappone.

Le azioni dei **mercati emergenti** hanno registrato un 2021 relativamente scarso, adombrate dalla Cina. Ma, mentre le valutazioni dei titoli azionari cinesi sembrano ora interessanti dopo i recenti cali, si consiglia ancora cautela nel medio termine, alla luce dei timori sul fronte regolamentare, del rallentamento della crescita cinese, del restringimento della politica creditizia e dei problemi che affliggono il settore immobiliare. Dopo un primo trimestre difficile, auspichiamo un certo miglioramento nel corso del 2022. Guardando avanti, preferiamo le A-Share e i settori "allineati alla politica" come il solare, i veicoli elettrici, i semiconduttori e l'automazione industriale. Anche i titoli azionari dell'America Latina saranno probabilmente influenzati dalle perduranti questioni legate all'inflazione, dalla politica fiscale e da un denso calendario politico, soprattutto con le elezioni che si terranno il 2 ottobre in Brasile.

Figura 12: Preferenze settoriali e geografiche per l'azionario

Fonte: Deutsche Bank AG. Opinioni aggiornate al 25 novembre 2021. Queste preferenze probabilmente cambieranno nel corso del 2022.



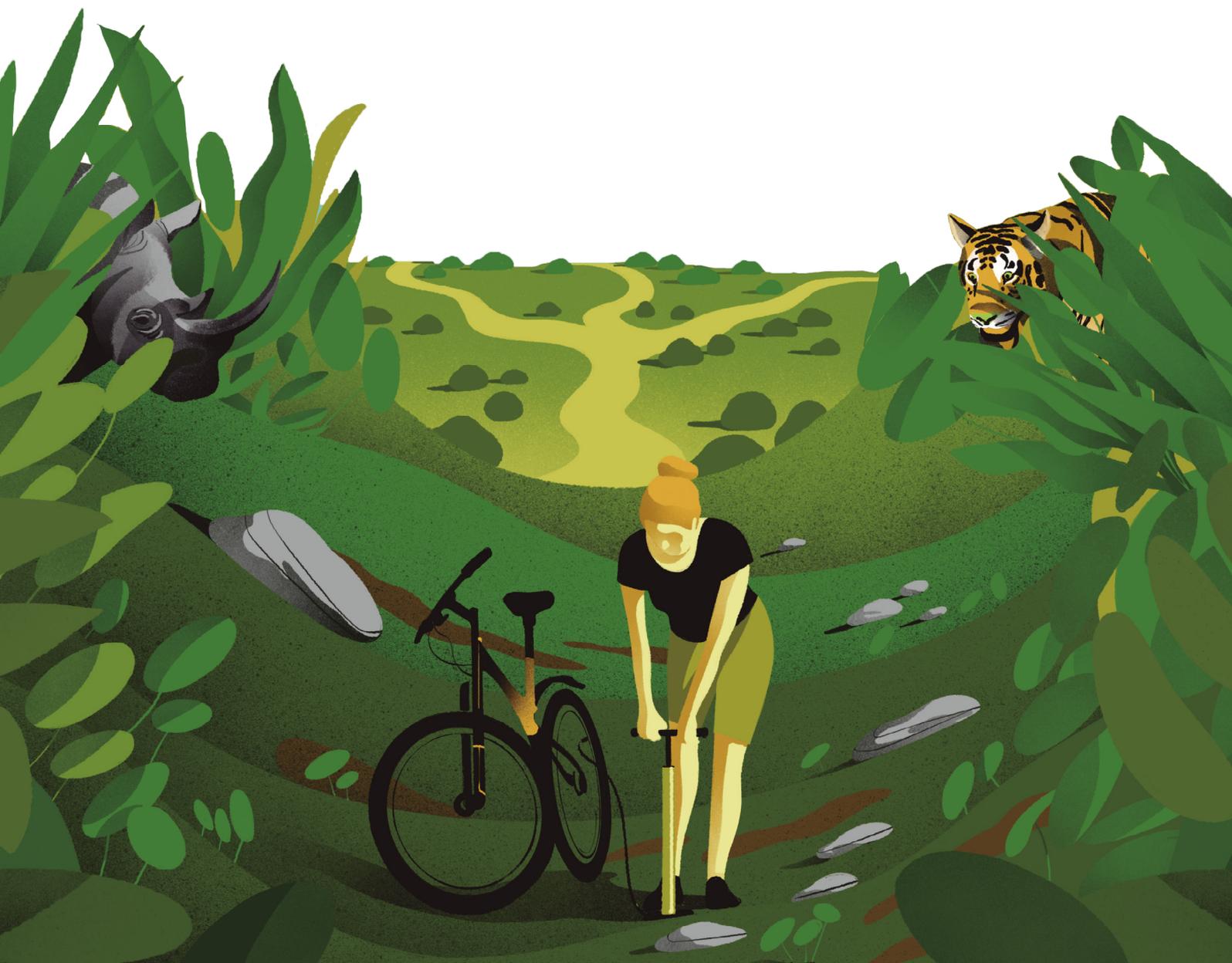
In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici 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 dicembre 2021.

In generale, è probabile che i **ribassi dei mercati azionari avranno breve durata** e che stenteranno a prolungarsi. Ma dobbiamo rimanere vigili per i vari possibili rischi che potrebbero determinare aumenti di volatilità. Tra i più ovvi vi sono l'offerta energetica (in particolare in Europa), gli effetti a catena nel settore immobiliare cinese, la recrudescenza della pandemia di coronavirus, o un rialzo dei tassi più rapido del previsto. Ribassi nel mercato delle criptovalute, importanti rialzi della tassazione negli Stati Uniti (improbabili) o un irrigidimento della regolamentazione sulle imprese tecnologiche potrebbero alimentare questi dubbi.

Tema 7. Azionario: rendimenti reali(stici)

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Potrebbe essere ancora appropriato un approccio a bilanciare: ad esempio i titoli "growth"/tecnologici contro titoli "value"/banche
- L'inflazione avrà un impatto differente sui diversi settori dell'azionario
- I ribassi di mercato dovrebbero avere breve durata, ma persistono dei rischi sottostanti



08



Materie prime: crescita verde

Nel 2021 vi sono stati importanti movimenti dei prezzi delle materie prime per effetto della riapertura delle economie e di pressioni geopolitiche. Particolarmente in evidenza sono stati il prezzo del petrolio e del gas.

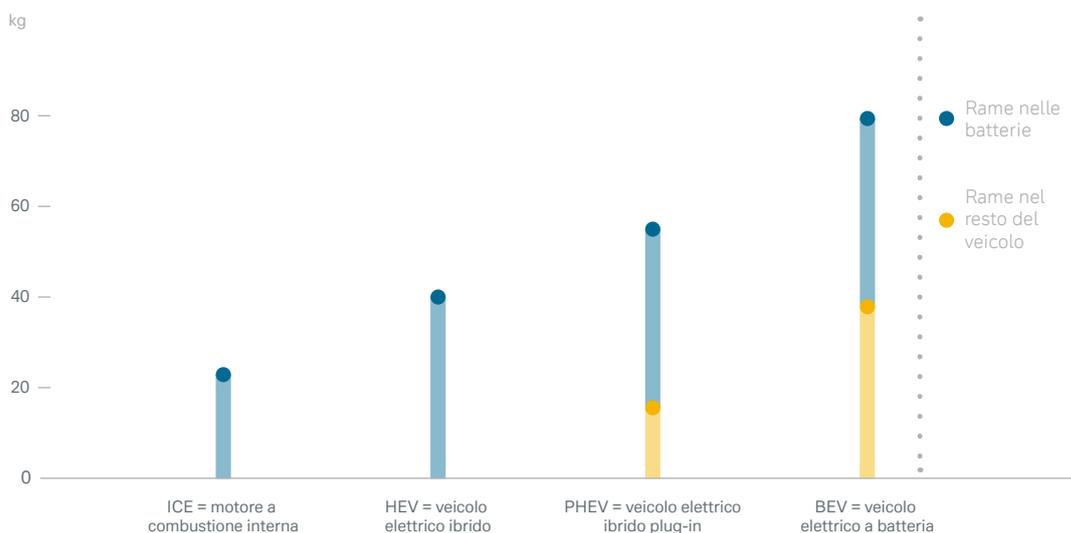
La volatilità dei prezzi delle materie prime potrebbe diminuire nel 2022, quando si allenteranno le pressioni dovute alla riapertura economica, ma la situazione non sarà ancora stabile e permarranno delle pressioni al rialzo. E' possibile ipotizzare un nuovo super-ciclo delle materie prime.

Per il **petrolio**, dovremmo assistere ad un **incremento limitato della produzione da parte dei paesi OPEC+**, in particolare nel secondo semestre 2022, mentre potrebbe crescere la produzione di alcuni membri (ad esempio Iran). Tuttavia, i produttori statunitensi probabilmente manterranno l'attuale disciplina, guidati da necessità di finanza aziendale, e questo significa che è poco probabile un ritorno a buone condizioni di offerta. Alla luce della probabilità che la domanda di petrolio rimanga elevata, le quotazioni del petrolio potrebbero rimanere intorno ai livelli attuali: prevediamo un prezzo WTI (a 12 mesi forward) a 70 dollari/barile per fine dicembre 2022.

In un contesto più ampio, le politiche di redistribuzione probabilmente favoriranno la domanda complessiva di materie prime. Vale la pena segnalare anche l'"**antitesi green**": la probabilità che la costruzione di una nuova infrastruttura green sia inizialmente dispendiosa energeticamente in termini di esplorazione/costruzione e che alimenti anche la domanda di materie prime industriali come il rame e il litio. Le pressioni ESG e la conseguente disciplina finanziaria (ad esempio restrizioni) agli investimenti nell'energia potrebbero a loro volta favorire un rialzo dei prezzi del petrolio e di altre materie prime. Infine, un'evoluzione del mercato mondiale della CO2 spingerà a una rivalutazione di molti progetti.

Figura 13: Consumo di rame in differenti tipi di veicoli

Fonte: Copper Development Association, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 9 novembre 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 dicembre 2021.

La volatilità dei prezzi delle materie prime potrebbe scendere nel 2022 ma la situazione non sarà ancora stabile e permarranno delle pressioni al rialzo. L'"antitesi green" potrebbe a sua volta inizialmente alimentare la domanda di energia e alcune materie prime industriali.

Come sempre, i metalli preziosi devono essere trattati in modo abbastanza differente. L'oro è storicamente svantaggiato in periodi di rialzi dei tassi di interesse e ha avuto un 2021 abbastanza contrastato. (È interessante notare come il rialzo dell'inflazione non si sia tradotto in un rialzo delle quotazioni dell'oro, il quale forse non rappresenta più un ovvio bene rifugio per alcuni investitori.). Nonostante l'inflazione ancora elevata, l'oro probabilmente non avrà un 2022 positivo: prevediamo un prezzo a 1.750 dollari/oncia a fine dicembre 2022.

Figura 14: Previsioni sulle materie prime a fine dicembre 2022

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni aggiornate al 18 novembre 2021.

Oro (USD/oz)		1.750
Petrolio (WTI, a 12 mesi forward, USD/b)		70

Tema 8. Materie prime: crescita verde

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- L'"antitesi green" potrebbe alimentare la domanda complessiva di materie prime
- L'offerta di petrolio rimarrà limitata, ma è improbabile che i prezzi salgano significativamente
- L'oro continua a non rispondere ai continui timori sull'inflazione

09



Immobiliare: Si costruisce ancora

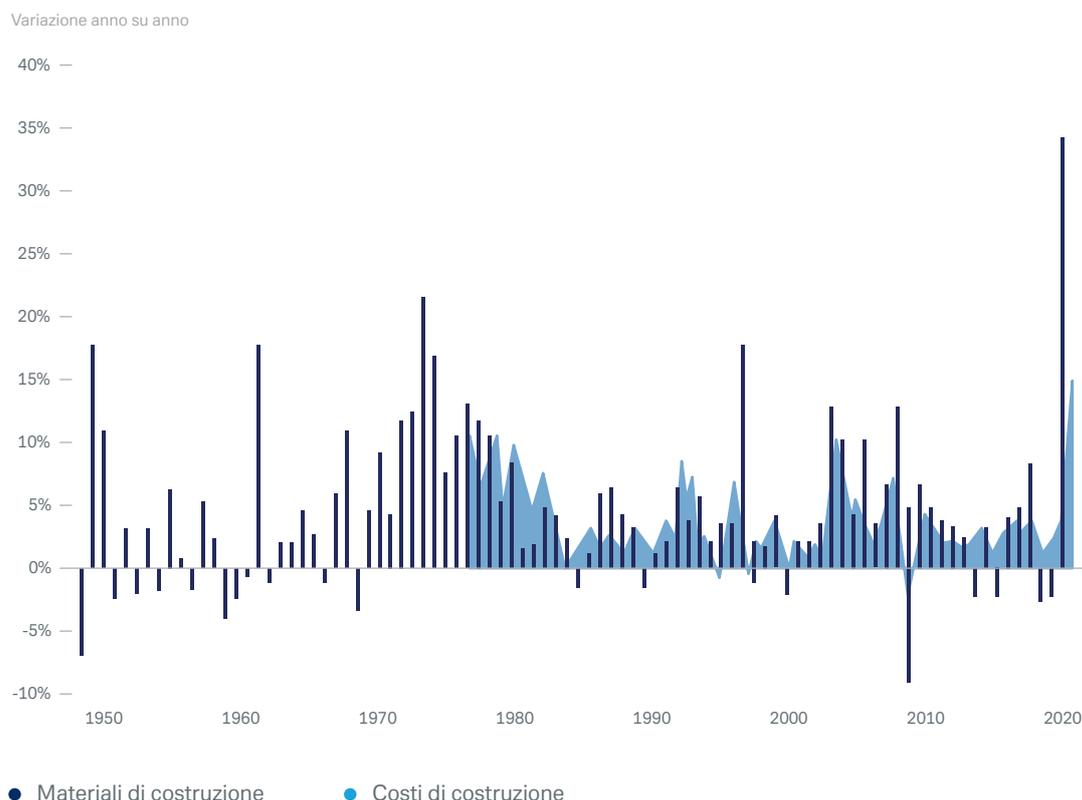
Il 2021 è stato un anno di boom per il settore immobiliare in molti mercati. Per il futuro si confermeranno molti driver fondamentali in termini di domanda e basso costo dei finanziamenti. I tassi "cap" (sostanzialmente il rapporto tra il reddito generato da un immobile e il valore dello stesso) rimangono bassi, ma i tassi di interesse lo sono ancora di più. Esistono però importanti differenze tra le diverse aree geografiche e i settori immobiliari, e non mancano rischi considerevoli.

Negli Stati Uniti, la logistica e il residenziale sono i segmenti con le migliori performance recenti. Non sorprende che il segmento degli uffici sia stato lento a recuperare rispetto alle precedenti riprese, ma non vi sono molti segnali di sofferenza. Altrove, la logistica ha avuto buone performance anche se il segmento retail rimane in difficoltà.

L'immobiliare quotato ha registrato una forte crescita negli Stati Uniti nei primi tre trimestri del 2021, mentre ha avuto una crescita molto più modesta in Europa escluso il Regno Unito.

Figura 15: I costi di costruzione degli Stati Uniti sono in crescita

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



Gli aspetti demografici e la crescita dei settori tecnologici sono i fattori alla base della domanda, ma conta anche l'offerta. L'inflazione dei costi dei materiali da costruzione (cresciuti intorno al 30% anno su anno negli Stati Uniti) e degli altri costi (ad esempio della manodopera) potrebbe mettere un freno all'offerta (sostenendo quindi i prezzi, mantenendo tutti gli altri fattori invariati).

Tema 9. Immobiliare: Si costruisce ancora

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- L'immobiliare ha spazio per ulteriori guadagni
- La differenziazione settoriale è molto importante
- I costi dei materiali e della manodopera influiscono sull'offerta in alcuni mercati



10



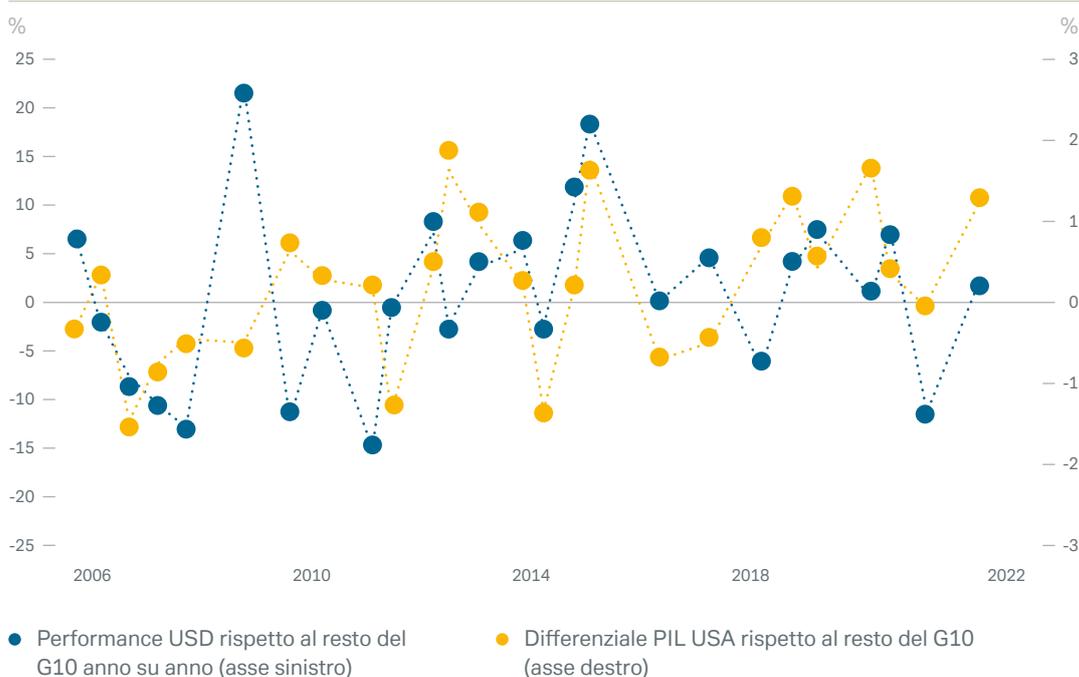
FX: aspetti macro

Nel 2021 la novità è stata che le principali valute non sono state principalmente influenzate dal sentiment generale di propensione/avversione al rischio quanto dai fondamentali. Nell'ultima parte dell'anno, i timori sull'inflazione statunitense e la possibilità che possa determinare un rialzo dei tassi della Fed hanno contribuito a far scendere il rapporto EUR/USD portando invece il DXY (il valore complessivo dell'indice di valore del dollaro) a nuovi massimi.

Cosa succederà nel 2022? I tassi di interesse relativi non sono l'unico fattore e altri fondamentali potrebbero pesare sul dollaro americano. Il differenziale di crescita tra gli Stati Uniti e l'Europa (e il resto del G10) potrebbe diminuire leggermente nel 2022 (pur rimanendo alto), riducendo quindi i flussi di capitali verso gli Stati Uniti. Una forte crescita globale potrebbe determinare anche dei flussi verso le economie che presentano migliori potenzialità di recupero (ovvero che hanno il maggiore "beta di crescita"). Se queste economie riusciranno a colmare il divario di produzione più rapidamente, i differenziali dei tassi di interesse andranno a diminuire. Molte metriche di valutazione (ad esempio, NEER, REER, PPP OCSE e potere di acquisto corretto per il PIL, PPP) suggeriscono a loro volta che l'USD sia sopravvalutato, ed è possibile che le ingenti posizioni lunghe degli investitori in questa valuta possano diminuire.

Figura 16: Performance USD e differenziali di crescita USA/G10 esclusi Stati Uniti

Fonte: DWS, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 29 ottobre 2020.



Tutto questo richiederà del tempo per produrre i suoi effetti, e pensiamo che l'USD possa mantenere la sua forza anche nella prima metà del 2022. Ma nella seconda metà dell'anno, riteniamo che si rafforzerà l'EUR, portando il suo valore a 1,20 sull'USD entro dicembre 2022.

Le nostre previsioni valutarie sono sintetizzate nella figura 17. In generale, nonostante un lieve rafforzamento dell'EUR rispetto all'USD, il rapporto JPY rispetto all'USD sarà probabilmente sostanzialmente stabile rispetto ai valori di fine 2021. Probabilmente gli elevati prezzi delle materie prime sosterranno l'AUD, NZD, CAD e NOK, anche se queste valute potrebbero aver già realizzato la maggior parte dei loro rialzi.

Figura 17: Previsioni sui cambi a fine dicembre 2022

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni aggiornate al 18 novembre 2021.

EUR vs. USD	1,20
USD vs. JPY	115
EUR vs. JPY	138
EUR vs. GBP	0,86
GBP vs. USD	1,40
USD vs. CNY	6,65

La maggior parte delle valute dei mercati emergenti potrebbe registrare un leggero peggioramento nel 2022, ma alcune subiranno un calo più marcato a causa di fattori idiosincratici o errori politici. Nel 2021 molte valute dei mercati emergenti sono state favorite dalle elevate quotazioni delle materie prime e dai rialzi dei tassi delle banche centrali (ad esempio RUB, MXN e BRL). Poiché gli Stati Uniti stanno ora virando verso una politica monetaria più restrittiva, è possibile che queste valute inizino a perdere parte di questo vantaggio nei prossimi 3-6 mesi. Ma ulteriori rialzi dei tassi da parte delle banche centrali di alcuni paesi emergenti potrebbero offrire un supporto ed è probabile che gli effetti del rallentamento della crescita cinese siano compensati dalla forza del saldo delle partite correnti, da un'inflazione dei prezzi al consumo relativamente bassa in Cina e da una politica stabile della PBoC, che contribuiranno a rallentare il declino del CNY. E la possibilità di carry continuerà ovviamente a sostenere complessivamente le valute dei mercati emergenti.

I fondamentali saranno importanti per i cambi nel 2022, ma i differenziali dei tassi di interesse non saranno l'unico fattore da considerare. Si prevede che nel 2022 alcuni fondamentali inizieranno a contrastare l'USD.

Tema 10. Cambi: aspetti macro

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Nel 2022 alcuni fondamentali inizieranno contrastare l'USD
- Il calo del CNY dovrebbe essere modesto, supportato da una bassa politica della PBoC cinese
- Le valute dei mercati emergenti sono ancora interessanti come fonte di carry nonostante l'irrigidimento della Fed

Portafogli e investimento

Visione strutturale

I portafogli devono essere basati sull'ipotesi che anche se alcuni tassi di interesse sono destinati a crescere, non torneremo a una situazione di "normalità".

I titoli di Stato dei mercati sviluppati non sono "privi di rischio" e la maggior parte delle obbligazioni societarie offre bassi tassi di rendimento.

Inoltre, le variazioni nelle correlazioni tra le asset classes fanno sì che non si possa fare affidamento sui portafogli tradizionali (ad esempio ripartiti 60/40 azionario/obbligazionario) per offrire una protezione in caso di ribasso dei mercati.

A livello più granulare, coloro che non hanno un approccio ESG dovrebbero anche tenere in considerazione che la normativa ambientale pone svariati rischi per numerosi asset, ovvero settori, imprese e attività che potrebbero perdere bruscamente di valore a causa di limitazioni operative o del passaggio a tecnologie più nuove e più ecologiche.

- 01 Strategie all'interno della stessa asset class.** All'interno delle asset class, occorre considerare attentamente come investire. Ad esempio, all'interno dell'azionario un approccio potrebbe essere quello di una strategia "barbell", con una sovrapponderazione sia dei titoli growth con interessanti prospettive di crescita sia delle società cicliche con notevoli potenzialità di recupero degli utili e bilanci solidi. È consigliabile anche concentrarsi sulle imprese con maggiore potere di mercato (ovvero la capacità di adeguare i prezzi della propria produzione in risposta alle variazioni dell'inflazione).
- 02 Strategie ESG.** Occorre considerare di adottare un approccio ESG, che può assumere varie forme differenti. Potrebbe offrire una migliore combinazione rischio/rendimento (e proteggere da asset in difficoltà) oltre a creare risultati positivi.
- 03 Investimenti alternativi.** Per alcuni investitori, in particolare quelli con un orizzonte più lungo, gli investimenti alternativi (ad esempio private equity, venture capital, immobiliare) potrebbero rappresentare un modo per accedere a rendimenti più elevati, che potrebbero essere anche correlati in misura minore ai movimenti delle asset class convenzionali. Occorre però prestare attenzione all'illiquidità e ai rischi che interessano questi investimenti.
- 04 Occorre aggiungere ulteriori controlli dei rischi.** I portafogli multi-asset potrebbero ancora beneficiare di risk overlay e altri approcci (ad esempio Risk Return Engineering).

Un approccio agli investimenti uniforme e ben ponderato continuerà a dare i suoi frutti. Un elemento di questo approccio potrebbe essere l'investimento in tematiche di lungo periodo, che esamineremo più avanti.

Anche se alcuni tassi di interesse saliranno, non torneremo a una situazione di normalità. Strategie ESG, gli investimenti alternativi e ulteriori controlli dei rischi avranno tutti un ruolo da giocare nei portafogli nel 2022.

Principali temi di investimento a lungo termine

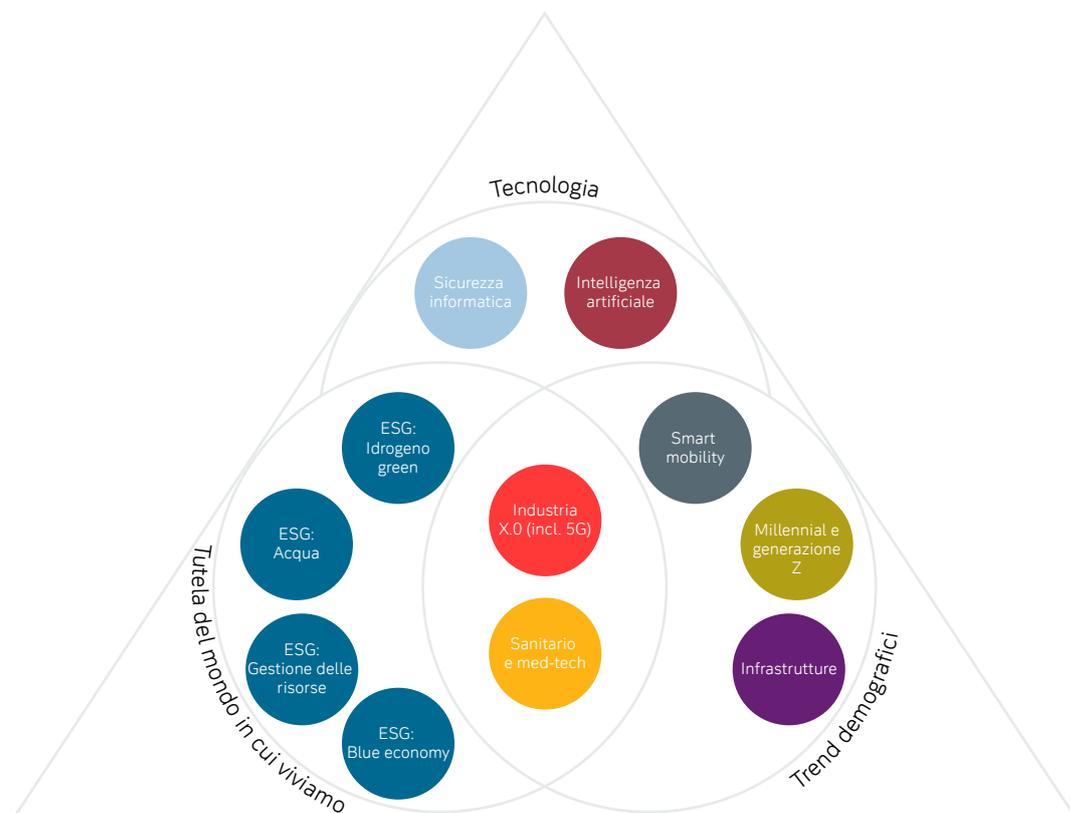
La gestione complessiva del portafoglio può essere integrata da investimenti in importanti tematiche, pensate per avere una rilevanza a lungo termine e per identificare opportunità di investimento continuative, ben oltre il 2022.

Stiamo sviluppando i nostri principali temi di investimento da oltre cinque anni. Essi possono essere visualizzati all'interno di un triangolo "TEDS" rappresentato dalle tre dimensioni della tecnologia, demografia e sostenibilità del mondo in cui viviamo. Gli investimenti ambientali, sociali e di governance (ESG) hanno assunto una crescente centralità nell'universo degli investimenti. Una delle prime dieci tematiche di investimento è proprio l'ESG ed evidenziamo quattro interessanti sottotematiche ESG di lungo periodo.

In realtà, ovviamente, le considerazioni ESG permeano tutte le tematiche di lungo periodo, anche quelle con chiaro focus tecnologico o demografico. La COP26 di Glasgow di novembre ha evidenziato in che modo l'ESG sta definendo la realtà economica, in termini di stili di vita e di risposta da parte delle imprese e dei governi alle sfide ambientali. L'attenzione immediata potrebbe essere sulla "E" (ambientale), ma questo implicherà anche importanti cambiamenti per le componenti "S" (sociale) e "G" (governance). Le pressioni ambientali saranno accompagnate da pressioni sociali e di governance man mano che le economie e i settori dovranno reinventarsi per far fronte alle varie dimensioni del cambiamento.

Figura 18: evoluzione del triangolo TEDS

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati aggiornati a dicembre 2021.



ESG

I timori sulla temperatura mondiale saranno accompagnati da preoccupazioni per la biodiversità: COP26 è solo una parte di un lungo processo. Probabilmente gli investitori si aspetteranno e pretenderanno dei progressi sulla tassonomia e sugli standard: i timori di "greenwashing" favoriranno la trasparenza degli investimenti e l'analisi delle performance. L'attenzione potrebbe spostarsi verso gli approcci con un contributo positivo e una valutazione complessiva degli impatti. Crescente consapevolezza degli impatti della transizione green sulla crescita dell'inflazione. Le innovazioni finanziarie proseguono, con un'emissione di green bond mondiali di USD 400-500 miliardi nel 2021, un valore quasi doppio rispetto al 2020.

Sotto tematiche ESG



Blue economy ESG

Il continuo degrado degli oceani dovuto al cambiamento climatico e all'inquinamento rende ancor più necessario uno spostamento verso la sostenibilità, in particolare nei settori oceanici in rapida espansione. Sono state lanciate le iniziative Sustainable Blue Finance Initiative delle Nazioni Unite e Blue Sustainable Ocean Strategy della BEI. Le iniziative di investimento "Blue Economy" comprendono fondi e obbligazioni per la conservazione marina, ma verranno sempre più richiesti criteri di investimento, tassonomie e reti di stakeholder migliori. I partenariati pubblici-privati possono essere importanti per affrontare progetti con rendimenti incerti.



Idrogeno ESG

I timori e gli impegni ambientali mantengono l'attenzione sullo sviluppo di fonti di idrogeno. L'idrogeno "green" rimane un possibile strumento per decarbonizzare parti dell'economia che non possono essere raggiunte dall'elettrificazione da sola (ad esempio produzione chimica e di acciaio) ma rimane una speranza/soluzione di lungo periodo. È improbabile che diventerà economicamente sostenibile nei prossimi anni, anche se i costi dell'elettrolisi e delle fonti di energia rinnovabile utilizzati per produrre idrogeno stanno scendendo. È probabile che i progressi a breve termine rimangano incerti, nonostante gli impegni strategici nazionali.



Gestione delle risorse ESG

La pandemia ha incrementato i rifiuti globali, e non solo quelli derivati dallo smaltimento di dispositivi medici. Anche l'uso di imballaggi è aumentato, mentre nelle economie emergenti gli impianti di riciclaggio si sono fermati. Il cambiamento climatico e il problema globale dei rifiuti sono interconnessi: aumenteranno quindi la consapevolezza dei governi, delle imprese e dei privati. Gli sforzi dei governi devono concentrarsi di più sugli impatti reali, non solo su soluzioni immediate di facile comunicazione. Le politiche del mondo sviluppato potrebbero richiedere importanti miglioramenti (ad esempio l'approccio della UE ai rifiuti residui) e sono necessari importanti investimenti in tecnologie, con ripercussioni per gli investitori.



Acqua ESG

La crescita continua della popolazione, dell'urbanizzazione e degli standard di vita nei mercati emergenti incrementeranno la domanda e le opportunità per tutto il settore idrico (riciclo, desalinizzazione, industria, agricoltura, ecc.), spesso attraverso partenariati pubblici-privati. Lo stanziamento di USD 55 miliardi per investimenti idrici è previsto nei piani infrastrutturali degli Stati Uniti e quello nei piani idrici dei membri della UE riceverà supporto dal pacchetto Next Generation EU. Le prospettive di rialzo dei tassi di interesse potrebbero pesare sui settori difensivi (ad esempio utilities) mentre le pressioni fiscali potrebbero rallentare l'erogazione di fondi pubblici per le infrastrutture idriche.



Intelligenza artificiale (AI)

Probabilmente aumenterà l'importanza dell'intelligenza artificiale. La tematica dell'AI ha dimostrato adattabilità al cambiamento delle esigenze sociali ed è un fattore abilitante di altre tecnologie (ad esempio nel campo del business digitale). I timori riguardano soprattutto le implicazioni del "successo" dell'AI, non il suo "fallimento" (ad esempio timori per l'occupazione, sorveglianza di massa). L'AI fornirà opportunità per i mercati emergenti di superare i mercati sviluppati in alcune aree. Nell'immediato futuro, lo sviluppo dell'AI potrebbe essere ostacolato dall'attuale scarsità di semiconduttori/chip, ma l'accelerazione dell'AI nel settore sanitario dovrebbe proseguire. Il machine learning dovrebbe rimanere la principale direttrice di finanziamento dell'AI.



Sicurezza informatica

Vi è una continua esigenza di miglioramento della sicurezza informatica, ad esempio, per proteggere le infrastrutture critiche, sistemi di mobilità connessi sempre più sofisticati e sistemi sanitari sempre più digitalizzati. La crescita del settore dell'e-commerce retail potrebbe richiedere, ad esempio, maggiore sicurezza, e cresce l'interesse per l'uso dell'intelligenza artificiale per migliorare i sistemi di sicurezza. Il lavoro da casa potrebbe far aumentare i rischi. I sondaggi mostrano che le violazioni dei dati sono sempre più frequenti, e che il settore sanitario è particolarmente colpito.



Sanità e MedTech

L'invecchiamento della popolazione e la crescente incidenza delle malattie infettive e croniche, oltre alla pandemia, stanno mantenendo sotto pressione i sistemi sanitari e di prevenzione. I dispositivi medici trovano sempre maggiore impiego per la diagnosi e il trattamento in ambito domestico, e si prevede che questo comparto continuerà a crescere. La digitalizzazione, la robotica e le tecnologie remote fanno nascere nuove possibilità di erogazione di servizi sanitari. Le difficoltà sul fronte dell'offerta legate al Covid-19 potrebbero invece determinare perturbazioni a breve termine.



Industria X.0 (compreso 5G)

Ulteriori progressi dell'intelligenza artificiale (AI), stampa 3D e robotica stanno spingendo verso Industria X.0. Il lancio del 5G continuerà a incrementare la connettività dei dispositivi, aumentare le prospettive di produzione flessibile tra differenti sedi e porterà con sé nuove applicazioni. Le pressioni sulle catene di fornitura (specialmente per i semiconduttori) dovrebbero allentarsi significativamente nella seconda metà del 2022, mentre permarranno altre pressioni verso la ristrutturazione industriale, con le imprese che usano la digitalizzazione e l'automazione per far fronte alla forte domanda derivante dalla ripresa.



Infrastrutture

Le infrastrutture sono viste sempre più come l'anello di congiunzione di diverse tematiche, con la necessità di aggiornare le infrastrutture tradizionali e di potenziare i sistemi contemporanei (ad esempio, attraverso data center, reti in fibra ottica, torri di telecomunicazione, smart grid). Buona parte della spesa per la pandemia si è concentrata sulle infrastrutture fisiche, digitali e green con l'auspicio che questo potesse aiutare a far fronte al cambiamento climatico e altre problematiche. Per i progetti di grandi dimensioni nella UE e negli Stati Uniti potrebbero essere considerati dei partenariati pubblici-privati.



Millennial e generazione Z

I millennial e la generazione Z rimangono importanti in termini di popolazione e potere politico, nonostante ciò, le strategie incentrate sul consumo dei millennial (ad esempio tecnologie, intrattenimento) dovrebbero essere favorite nel lungo termine. Ma molte azioni rilevanti per i millennial rimangono vulnerabili alle previsioni dei rialzi dei tassi di interesse. I titoli tecnologici ad alta capitalizzazione potrebbero essere esposti a una maggiore regolamentazione, visti i timori per la loro posizione di mercato. Le difficoltà di finanza pubblica potrebbero incrementare le spese fiscali e di altro genere dei millennial, limitando la loro capacità di spesa.



Smart mobility

Crescente interesse sulla mobilità smart e sugli aspetti tecnologici di 5G, AI e sicurezza informatica. I timori per il clima continuano a spingere all'elettrificazione delle automobili, ma permangono dei rischi relativi allo sviluppo e alla regolamentazione. Le infrastrutture di ricarica rappresentano sia un'opportunità sia un rischio. La crescita del prezzo del petrolio e l'abbassamento del prezzo delle batterie incoraggiano l'adozione di veicoli elettrici (segnalando però anche l'incremento dei prezzi dell'elettricità). Progressi probabili sul fronte della connettività (5G), soluzioni per la guida autonoma (AI) e mobilità condivisa. Il settore non è immune dalle difficoltà che interessano le catene di fornitura mondiali (ad esempio relativamente ai circuiti integrati).

Glossario

La **Bank of England (BoE)** è la banca centrale del Regno Unito.

La **Bank of Japan (BoJ)** è la banca centrale del Giappone.

Il **beta** misura la volatilità di un singolo titolo o settore rispetto al mercato complessivo. Un beta inferiore significa minore volatilità.

Le **A-Share** cinesi sono azioni di società cinesi a cui gli investitori esteri possono accedere con limitazioni.

La **COP26** è stata la ventiseiesima conferenza sul cambiamento climatico delle Nazioni Unite tenuta a Glasgow nell'ultima parte del 2021.

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

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

L'indice **Euro Stoxx 50** segue le performance dei titoli blue chip nell'Eurozona; l'indice **Stoxx Europe 600** comprende 600 società di 18 paesi dell'Unione europea.

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.

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

Un rating **investment grade (IG)** assegnato da un'agenzia di rating come Standard & Poor's indica che un'obbligazione è considerata avere un rischio di default relativamente basso.

I **tassi di cambio effettivi nominali (NEER)** sono i tassi di cambio medi, ponderati secondo i valori degli scambi; i **tassi di cambio effettivi reali (REER)** sono ulteriormente corretti per la differenza nei tassi di inflazione.

NextGenerationEU (NGEU) è un importante piano di ripresa della UE basato sia su sussidi sia su fondi, attivo nel 2021-2023.

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.

La **People's Bank of China (PBoC)** è la banca centrale della Repubblica popolare cinese.

La **parità di potere di acquisto (PPP)** indica il tasso di cambio teorico al quale è possibile comprare un paniere identico di beni in due paesi al medesimo costo.

Il **rapporto prezzo/utigli (P/E)** misura il rapporto tra il prezzo corrente di un'azione di una società e i suoi utili per azione.

Un processo di **asset allocation strategica** richiede la definizione di allocation privilegiate per le asset class su un orizzonte di medio-lungo termine.

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.

Volatilità è il livello di variazione nel tempo di una serie di quotazioni di borsa.

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.

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 statunitensi) 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.

