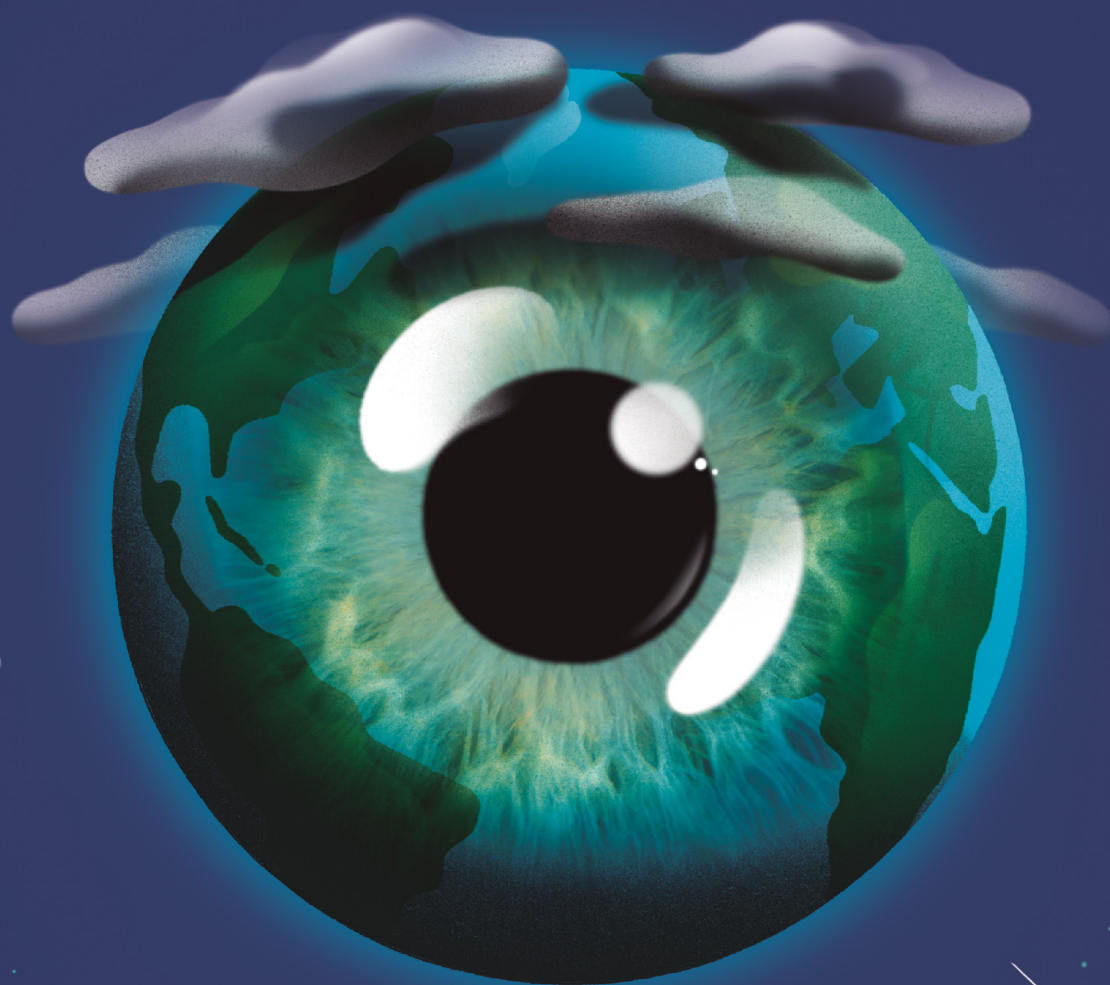


Deutsche Bank
Chief Investment Office



Marzo 2022

CIO Insights



Resistere alle intemperie

Aggiornamento del quadro economico

Sommario

Lettera agli investitori pag. 2

Aggiornamento macro-
economico e sulle asset class pag. 4

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)

Commodity:
| crescita verde

Immobiliare:
| si costruisce ancora

Cambi:
| aspetti macro

Principali temi di investimento pag. 26



Lettera agli investitori



Christian Nolting
Global CIO

Resistere alle intemperie

Come se "vivere con il Covid" non fosse già abbastanza impegnativo, la guerra in Ucraina e i suoi costi umani hanno aggiunto un ulteriore livello geopolitico di complessità al processo di guarigione dell'economia globale dopo la recessione dovuta al Covid. I mercati sembrano però in grado di resistere abbastanza bene a queste tempeste.

Gli importanti aumenti dei prezzi dell'energia, i persistenti e ora anche prolungati problemi delle catene di approvvigionamento, e la scarsità di manodopera avevano già fatto schizzare i tassi di inflazione in tutto il mondo a livelli che non si vedevano da molti decenni. All'inizio del 2022, le speranze di un eventuale calo del numero di casi di Omicron negli Stati Uniti e in molti paesi europei sembravano promettere la possibilità di soddisfare la domanda repressa, mentre i portafogli ordini pieni promettevano una considerevole crescita anche per il settore industriale.

Tuttavia, per effetto delle sanzioni imposte alla Russia dalla comunità internazionale e le carenze esacerbate dal conflitto, è possibile un rallentamento della crescita della produzione economica, di cui tiene conto questo rapporto nelle sue previsioni. Ora ci aspettiamo che la crescita degli Stati Uniti sia maggiore di quella dell'Eurozona, sia nel 2022 che nel 2023, a causa della prossimità geografica dell'Eurozona alla zona di conflitto e dello svantaggio strutturale in cui si trova l'Europa, che è il maggiore importatore netto di energia al mondo.

Nelle economie sviluppate, i già elevati tassi d'inflazione potranno essere ulteriormente alimentati dallo shock dei prezzi del petrolio e del gas indotto dal conflitto.

I consumi delle famiglie potrebbero essere soffocati dal rialzo dei prezzi dell'energia, rallentando così la ripresa economica. E anche se il contesto economico generale dovrebbe rimanere favorevole, nel breve termine non si può escludere lo spettro di un periodo temporaneo di stagflazione nei mercati sviluppati.

In teoria, l'Asia dovrebbe beneficiare di una ripresa del commercio globale, grazie alle riaperture che potrebbero determinare un periodo prolungato di domanda robusta. Dopo tutto, gran parte dell'Asia è ancora relativamente bloccata, con un'attività economica quindi molto al di sotto dei livelli pre-Covid. Detto questo, gli attuali ostacoli per la crescita (cioè la domanda) in Europa potrebbero rimandare il positivo impulso commerciale che molti si aspettavano prima dell'attuale crisi ucraina.

Con le economie che iniziavano a prendere le contromisure ai recenti shock sul lato dell'offerta, tra cui la pandemia del coronavirus, le difficili relazioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e il rialzo dei prezzi dell'energia, prima dell'invasione le imprese statunitensi ed europee segnalavano che la domanda era in generale molto robusta e ben al di sopra della capacità di produzione. Molte aziende prevedono ancora di aumentare la produzione e assumere personale, uno scenario che potrebbe determinare una pressione al rialzo per le retribuzioni, trasferendo poi ai clienti i maggiori costi. Non si osserva ancora un peggioramento sostanziale delle prospettive delle imprese, ma in futuro sono probabili quantomeno degli aggiustamenti al ribasso.

Infine, la decarbonizzazione delle economie continua a essere un driver secolare di inflazione, attraverso il carbon pricing e i minori investimenti nelle fonti energetiche tradizionali.

Le banche centrali si trovano ora di fronte a un dilemma, essendo improbabile che la pressione sui prezzi diminuisca presto e di fronte alla necessità delle economie di un'ampia disponibilità di liquidità alla luce del peggioramento delle condizioni finanziarie e dei crescenti rischi per la crescita. La politica monetaria sarà difficile, probabilmente sarà sempre più guidata dai dati e in funzione dell'evoluzione del conflitto.

Sembra però che una svolta sia stata fatta: i rendimenti dei titoli di Stato sono saliti notevolmente nelle ultime settimane e si può prevedere che tendano a salire nel tempo per effetto delle pressioni inflazionistiche, che non spariranno tanto presto, e della risposta delle principali banche centrali.

Il credito sembra in uno stato abbastanza buono per resistere a questa particolare tempesta. Con ampie disponibilità liquide nei bilanci e tassi d'insolvenza molto bassi, il quadro sembra rimanere fondamentalmente positivo per il credito nei mercati sviluppati (DM). Rimane integro anche il quadro del credito dei mercati emergenti (EM). Sono però possibili ondate di vendite tecniche in concomitanza con il peggioramento del sentiment a causa della situazione del conflitto, o di altri fattori come i picchi di inflazione e/o le azioni delle banche centrali.

Rimaniamo ancora cautamente ottimisti sull'azionario. Nonostante il rialzo dei tassi d'interesse, i tassi reali bassi o spesso negativi (dato il rialzo dei livelli di inflazione) continuano a sostenere la tesi TINA (There Is No Alternative, ovvero manca un'alternativa migliore) e le prospettive di guadagno sono ancora positive, ma è aumentata sostanzialmente l'incertezza sulle nostre prospettive e i significativi livelli di volatilità del mercato azionario sono destinati a persistere. Anche le "rotazioni rischiose" sui mercati azionari non spariranno tanto presto. E se da un lato, come già osservato, molti tassi reali dovrebbero rimanere leggermente negativi su un orizzonte di 12 mesi, è probabile che rimangano soggetti alla volatilità, oltre che "dipendenti dai dati e dall'operato della Fed".

Sullo sfondo della guerra in Ucraina la volatilità è ancora alta ed è possibile che gli investimenti solidi dal punto di vista dei fondamentali abbiano già sofferto più di quanto non sia implicito nel loro valore intrinseco, a causa della generalizzata riduzione del rischio. Nel tempo dovrebbero comunque presentarsi delle opportunità di investimento.

Continua a dominare un mercato rialzista per le materie prime, dove le quotazioni del petrolio erano già sostenute dalle scorte limitate. I prezzi del petrolio e del gas dovrebbero rimanere elevati anche a causa della possibile interruzione delle forniture dalla Russia e dell'imprevedibilità legata alle sanzioni.

I rendimenti reali negativi e la funzione dell'oro come copertura contro le crisi ne preservano l'importanza. Confermiamo l'ottimismo sul settore immobiliare, dove le condizioni dovrebbero favorire rendimenti relativamente interessanti per gli immobili residenziali e industriali.

Guardando ai mercati dei cambi, oggi tendono a essere più reattivi alla geopolitica, mentre i fattori monetari potrebbero riguadagnare peso più avanti nel tempo.

L'asset allocation strategica rimane il fondamento del nostro approccio d'investimento. In questi tempi senza precedenti, in cui qualsiasi previsione si associa ad alti livelli di incertezza, non si deve esagerare l'importanza della gestione del rischio e della diversificazione. Come abbiamo sostenuto nel nostro outlook annuale, crediamo che le questioni geopolitiche siano destinate a influenzare in modo decisivo i mercati dei capitali. I premi al rischio sono destinati a permanere e devono essere considerati all'interno delle strategie di investimento.

In poche parole, gli investitori dovrebbero cercare un'adeguata asset allocation strategica, non lasciandosi influenzare dalle eventuali tempeste che possono imperversare sui mercati, ma mantenendo risolutamente il loro focus a lungo termine.



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

Christian Nolting
Global CIO

Aggiornamento macroeconomico e sulle asset class

01



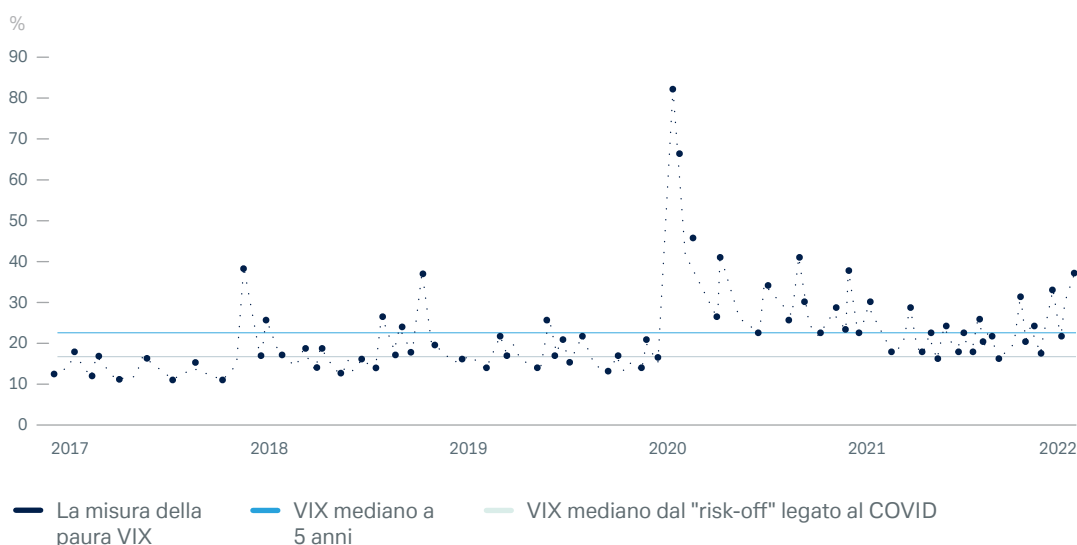
Politica: sfide condivise

La competizione tra diversi sistemi sociali ed economici per le risorse, il commercio, la leadership tecnologica e l'influenza geopolitica - di cui gli Stati Uniti e la Cina sono stati i principali protagonisti negli ultimi anni - ha visto ora la Russia e l'Europa balzare avanti e prendersi la scena.

La recente escalation nel conflitto Russia-Ucraina, con l'avvio di un'invasione su larga scala dell'Ucraina da parte della Russia, ha visto l'imposizione di importanti sanzioni da parte della comunità internazionale. In seguito alle decisioni prese a livello governativo, le imprese hanno iniziato a tagliare i rapporti con la Russia. Le esposizioni delle imprese verso la Russia e le attività russe sono in fase di revisione e in diversi casi si dovrà procedere a disinvestire. Spesso il finanziamento delle materie prime russe è soggetto a restrizioni a causa delle incertezze che ne derivano. La portata delle ulteriori sanzioni dovrebbe dipendere dall'andamento del conflitto. I prezzi dei beni esportati da Russia e Ucraina, come l'energia, i metalli e il mais, sono aumentati negli ultimi mesi alimentando ulteriormente le pressioni inflazionistiche e spingendo i governi ad adottare ulteriori misure di bilancio.

Figura 1: la "misura della paura" (l'indice VIX)

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati a Marzo 2022.



Nel frattempo, prosegue la competizione tra gli Stati Uniti e la Cina, l'Amministrazione statunitense sta attualmente rivedendo i risultati del suo accordo "Phase One" con la Cina. Anche se gli acquisti cinesi non hanno raggiunto gli obiettivi concordati, non sembra probabile una nuova tornata di dazi, perché la domanda negli Stati Uniti è alta e ulteriori sanzioni o dazi accrescerebbero le pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti. Ciononostante, di recente gli Stati Uniti hanno aggiunto altri soggetti nelle loro black list.

Una delle differenze tra i due sistemi è l'approccio al coronavirus. La Cina è ancora ancorata alla sua strategia zero-Covid, che sta contribuendo alla lenta ripresa registrata nelle supply chain globali. Negli Stati Uniti e nella maggior parte dei paesi europei l'allentamento delle restrizioni Covid ha già iniziato a influenzare il sentiment delle imprese.

Le politiche di contrasto al Covid, la lotta contro le pressioni inflazionistiche e la situazione del debito pubblico saranno argomenti importanti nelle prossime elezioni presidenziali in Francia di aprile, nelle elezioni parlamentari francesi di giugno e nelle elezioni di midterm negli Stati Uniti a novembre.

Nel caso in cui emerga una maggioranza repubblicana alle elezioni di midterm americane, potrebbe anche essere più difficile adottare decisioni per imporre nuove o più rigide regolamentazioni, specialmente nel settore finanziario e tecnologico. Nell'Unione Europea si discute di iniziative legate al cambiamento climatico, della regolamentazione riguardante le posizioni dominanti nel mercato, l'antitrust e la privacy dei dati. Per quanto riguarda la Cina, ci si aspetta che lo stress di mercato indotto dalle attività di regolamentazione, comprese quelle volte a promuovere il suo obiettivo di sviluppo "Common Prosperity", possa attenuarsi verso la fine dell'anno.

L'invasione russa dell'Ucraina ha provocato ampie sanzioni a livello governativo e la rottura dei rapporti commerciali delle imprese con la Russia.

Politica: sfide condivise

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Attualmente la geopolitica è al centro della scena nei mercati finanziari e tiene alta la volatilità
- Le priorità rimangono affrontare le conseguenze del Covid, le disuguaglianze, il cambiamento climatico e la trasformazione digitale
- Importanti elezioni in calendario, specialmente quelle di midterm degli Stati Uniti a Novembre

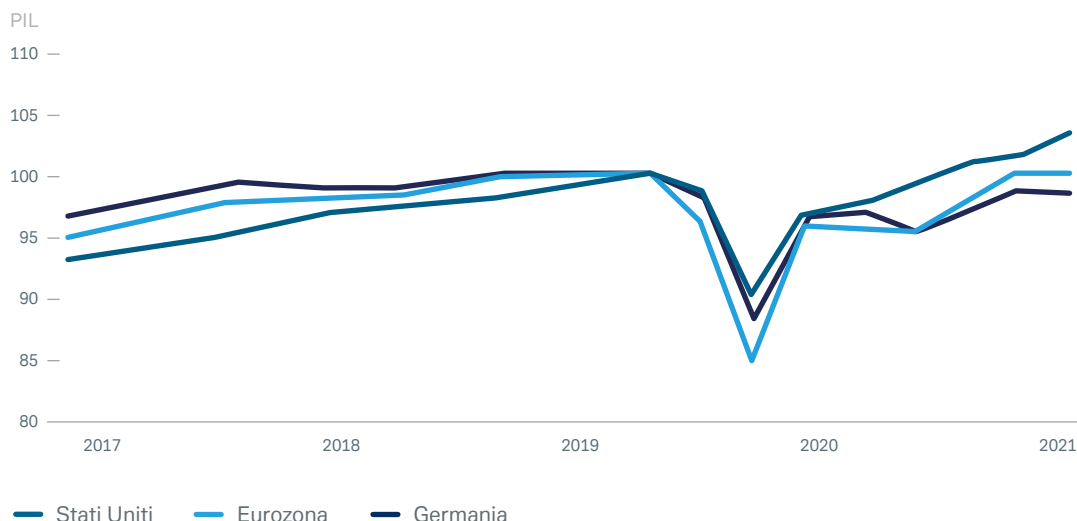
02



Economia: in surriscaldamento

Figura 2: PIL reale indicizzato

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati a Marzo 2022.



Mentre la crescita degli Stati Uniti è tornata da tempo al trend pre-crisi, molti paesi dell'Eurozona hanno ancora un PIL inferiore a quello di fine 2019. I tassi di crescita dell'Eurozona dovrebbero quindi avere una ripresa relativamente forte quando l'attività economica tornerà alla normalità. L'escalation del conflitto in Ucraina potrebbe però rallentare la ripresa, visto il notevole peso del rialzo dei prezzi dell'energia sul potere d'acquisto delle famiglie, che sta soffocando la crescita dei consumi. Al contempo, l'economia europea dovrebbe però beneficiare dello stimolo fiscale fornito dal fondo Next Generation EU, dal quale sono già stati effettuati i primi considerevoli pagamenti per promuovere progetti di digitalizzazione e protezione del clima. Negli Stati Uniti, al contrario, c'è una crescente incertezza sul fatto che passerà il programma di infrastrutture previsto dall'Amministrazione Biden, e questo significa che nel 2022 potrebbe mancare un importante stimolo fiscale. Poiché le economie europee sono influenzate in misura maggiore dalla crisi ucraina, probabilmente la crescita del PIL nell'Eurozona subirà un rallentamento più brusco che negli Stati Uniti rispetto all'anno scorso. Anche se diversi paesi emergenti potrebbero sperimentare un rallentamento della crescita, è probabile che in un confronto di lungo periodo il livello sia ancora apprezzabile. In Cina, nel 2022 le misure zero-Covid ancora senza compromessi e la flessione del settore immobiliare freneranno probabilmente la crescita a breve termine, anche se il governo e la Banca centrale hanno già approvato misure di stimolo.

Data la crescita globale ancora relativamente forte e la perdurante carenza di offerta in diversi settori, non sono ancora stati eliminati i rischi di surriscaldamento con forti rialzi dei prezzi in singoli settori. In mercati del lavoro abbastanza tesi, potrebbe continuare a intensificarsi la carenza di manodopera, facendo salire i salari più velocemente.

In uno scenario ad alto rischio che veda un blocco del commercio di combustibili fossili tra la Russia e l'Europa e un'impennata dei prezzi dell'energia, i nostri economisti si aspettano che l'economia europea cada in una recessione tecnica, cioè due trimestri consecutivi di crescita negativa del PIL, a causa delle inevitabili interruzioni della produzione industriale, del peggioramento del sentiment dei consumatori e delle imprese, e degli effetti a catena negativi sugli altri settori. In questo scenario i paesi più duramente colpiti sarebbero quelli dell'Europa dell'est e la Germania, a causa della loro elevata dipendenza dalle forniture energetiche dalla Russia.

Se i rischi dovessero diminuire, probabilmente il contesto macro per i titoli di Stato di riferimento tornerà ad essere difficile, dato che i robusti tassi di crescita rendono più probabile un rialzo dei tassi di interesse e dei rendimenti.

Figura 3: previsioni di crescita del PIL (%)

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 3 marzo 2022.

Crescita del PIL (% anno su anno)

	2022	2023
 India	7,0	6,0
 Cina	4,5	4,8
 Regno Unito	2,8	1,5
 Francia	3,0	1,7
 Italia	3,2	1,7
 Mondo	3,5	3,3
 USA	3,4	2,4
 Brasile	0,0	1,5
 Eurozona	2,8	2,2
 Spagna	3,8	1,9
 Russia	-8,0	0,0
 Germania	3,0	3,2
 Giappone	2,4	1,4

Economia: in surriscaldamento

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- La guerra in Ucraina probabilmente rallenterà la ripresa economica
- Gli Stati Uniti battono l'Eurozona sul fronte della crescita
- Il contesto macro per l'obbligazionario rimarrà probabilmente difficile alla luce del rialzo dei tassi d'interesse e dei rendimenti

03



Asia: l'occhio della tigre

Le economie asiatiche orientate all'esportazione dovevano essere (e dovrebbero essere ancora) i principali beneficiari della prevista ripresa del commercio globale. La guerra in Ucraina e l'aumento dei prezzi dell'energia si accompagnano però a un rischio evidente di dovere tagliare queste aspettative di crescita. Le diverse economie asiatiche dovrebbero risentire in modo differente dell'impatto potenziale sulla crescita del PIL e sull'inflazione, principalmente in funzione della quota di esportazioni sul PIL e della dipendenza dalle importazioni di energia di ciascuna economia.

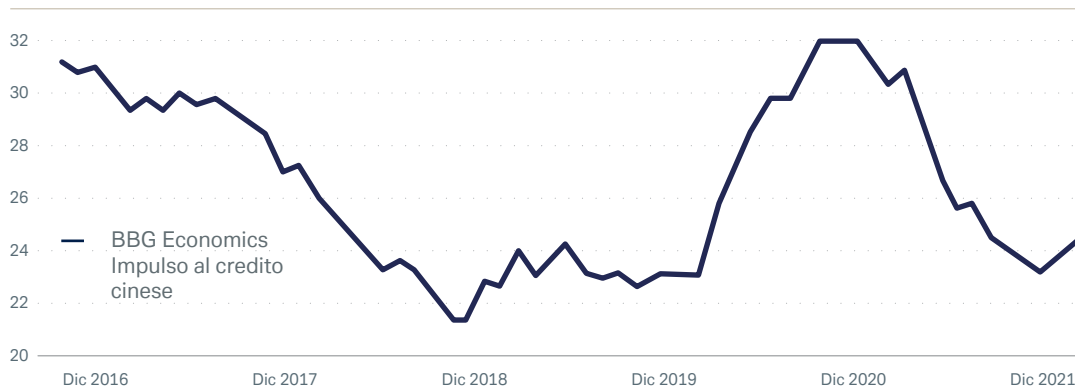
Un allentamento della pressione sulle catene di approvvigionamento e un più profondo output gap negativo in risposta a misure più rigide di contenimento del Covid hanno lasciato la regione meno esposta alle pressioni inflazionistiche rispetto ad altre aree. Tuttavia, poiché i tassi e i rendimenti obbligazionari statunitensi sono da sempre fattori importanti per determinare i valori delle valute e i tassi di interesse nei paesi asiatici, le banche centrali asiatiche non staranno a guardare nel corso dell'anno, ma si muoveranno progressivamente sui loro rispettivi percorsi di normalizzazione. Ma a differenza dei passati cicli di rialzi dei tassi negli Stati Uniti, questa volta le banche centrali della regione (esclusa la Cina) sembrano avere maggiore spazio di manovra, e non dovranno necessariamente essere in anticipo o al passo con la Fed. La Banca di Corea, per esempio, ha già aumentato i tassi tre volte da ottobre 2021, e questa volta la Corea del Sud sarà probabilmente tra le prime economie asiatiche a terminare il suo ciclo di rialzi.

In Cina, una rigida strategia zero-Covid ha portato nuovamente all'imposizione di lockdown facendo sì che i consumi siano più deboli del previsto. Il conflitto in Ucraina crea ulteriori rischi di dover tagliare le prospettive di crescita della Cina - principalmente per effetto di costi maggiori per l'importazione energetica. Per questo motivo abbiamo rivisto al ribasso la nostra previsione di crescita del PIL della Cina nel 2022, portandola dal 5,3% al 4,5%. Di recente il governo cinese ha consegnato al Congresso Nazionale del Popolo (NPC) la sua relazione di lavoro, fissando l'obiettivo di crescita annuale a "circa il 5,5%": questo significa che la crescita sequenziale media dovrà recuperare a un tasso annuale medio destagionalizzato del 6,5% trimestre su trimestre (SAAR), un risultato impegnativo e superiore al trend.

I prezzi medi delle nuove case nelle 70 principali città cinesi sono aumentati leggermente a gennaio, ma nel prossimo futuro non si possono escludere una riduzione degli investimenti e un calo delle vendite nel settore immobiliare. Anche se la situazione di tensione per la liquidità del settore dello sviluppo immobiliare potrebbe continuare per il momento, non ci aspettiamo che Pechino sia direttamente coinvolta nel regolamento di possibili default dei pagamenti. Quindi, è probabile che il riassetto del mercato avvenga a livello locale, con il passaggio dei progetti dalle imprese private in difficoltà alle loro controparti statali (SOE), solitamente meglio capitalizzate. Prevediamo che la Banca Popolare Cinese (People's Bank of China - PBoC) attuerà un ulteriore allentamento della liquidità per le banche cinesi e realizzerà altri tagli dei tassi per stimolare la domanda dei consumatori e per rafforzare gli investimenti di capitale. Tuttavia, poiché attualmente alcuni settori di servizi sentono ancora la pressione del Covid, e alla luce della nuova stretta a cui è sottoposto il settore tecnologico, a breve termine sembra ancora essere opportuno un approccio cauto.

Figura 4: Cina - miglioramento dell'impulso al credito

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati a Marzo 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 Marzo 2022.

Data la grande esposizione dell'India alle importazioni di petrolio greggio - che rappresentano il 28% delle importazioni totali nel 2020 - occorre attendersi ripercussioni negative sulla crescita del PIL se i prezzi del petrolio rimarranno ai livelli attuali, o addirittura aumenteranno ulteriormente.

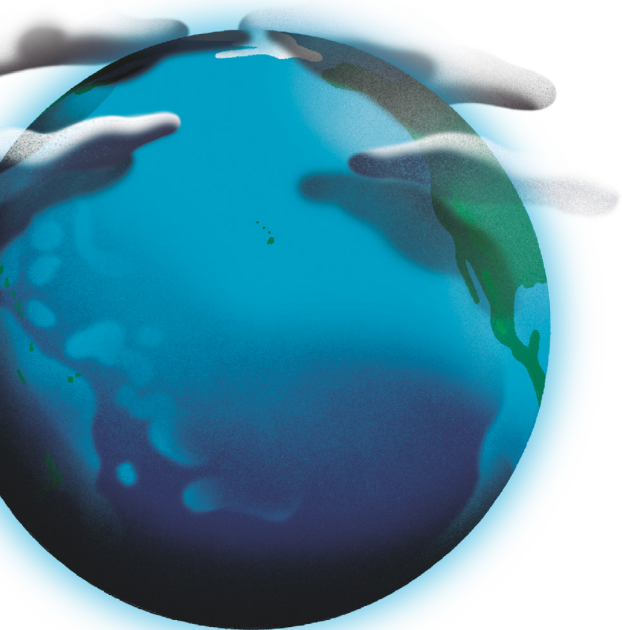
Il rialzo dei prezzi del petrolio è destinato ad avere un impatto negativo sull'inflazione indiana, sulle dinamiche di bilancio e delle partite correnti, spingendo idealmente la Reserve Bank of India (RBI) ad avere un ruolo più proattivo riguardo alla normalizzazione della politica monetaria. Tuttavia, visto l'orientamento accomodante della RBI, la banca centrale potrebbe benissimo percepire l'attuale aumento del prezzo del petrolio come un rischio maggiore per la crescita, rinviando quindi ulteriormente il processo di normalizzazione.

Secondo il piano di bilancio 2022/23 pubblicato di recente, il governo centrale indiano punta a sostenere la ripresa economica in corso aumentando il quadro degli investimenti del 35% rispetto all'attuale piano di bilancio. Il pacchetto di investimenti pubblici di circa 100 miliardi di dollari sarà utilizzato per iniziative come l'espansione della rete stradale e ferroviaria e progetti riguardanti l'energia solare.

Asia: l'occhio della tigre

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Il conflitto Russia-Ucraina presenta ripercussioni differenti sulla crescita dei diversi paesi emergenti asiatici
- Gli ostacoli alla crescita ci portano a moderare le nostre previsioni sul PIL cinese
- Gli elevati prezzi del petrolio pesano sulle prospettive di crescita dell'India: la RBI potrebbe intervenire



04



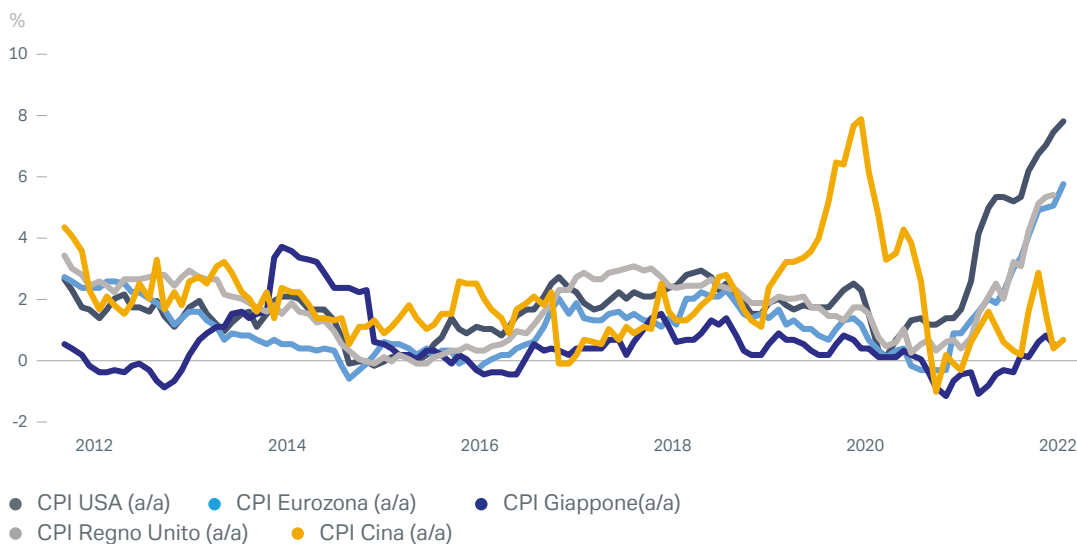
Inflazione: l'elefante nella stanza

L'aumento dei prezzi dell'energia, la carenza di manodopera e le difficoltà delle catene di approvvigionamento e del trasporto dei container hanno fatto schizzare i tassi d'inflazione a livelli che non si vedevano da molti decenni. L'inflazione dei prezzi al consumo negli Stati Uniti ha superato la soglia del 7% mentre l'Eurozona ha registrato livelli del 5%. Il proverbiale elefante nella stanza è stato liberato e potrebbe ora essere difficile da fermare.

La ripresa economica ha causato un aumento della domanda di beni e servizi. Allo stesso tempo, il mondo post-Covid ha portato con sé alcune limitazioni dell'offerta, e l'offerta è molto difficile da controllare per le banche centrali. Le sanzioni e l'interruzione dei rapporti con la Russia da parte delle imprese stanno esacerbando i problemi della catena di approvvigionamento. Inoltre, la carenza di platino, palladio o anche di neon ostacola la fabbricazione di prodotti intermedi. Sta aumentando anche l'inflazione dei servizi, che ci porta ad osservare un profondo impatto prodotto dalla crisi di Covid: la carenza di manodopera. Negli Stati Uniti il tasso di occupazione non ha raggiunto i livelli pre-crisi e in Europa la disoccupazione è scesa sotto il suo livello pre-pandemico, mentre il 25% delle imprese riferisce che la scarsità di manodopera sta limitando la loro produzione. La bassa disoccupazione favorisce il potere contrattuale dei sindacati. Molto dipenderà se, tra le imprese e i lavoratori, prevarranno i timori per l'incertezza economica o per le prospettive di inflazione. Se da una parte ci aspettiamo che alcuni elementi inflazionistici si attenuino (gli aumenti dei prezzi dell'energia dovrebbero rallentare nel medio termine), probabilmente si confermeranno invece altre tematiche a più lungo termine, come la contrazione della forza lavoro e la crescente quota di PIL generata da servizi ad alta intensità di manodopera, ed è quindi improbabile che l'inflazione torni ai livelli pre-pandemia nei prossimi anni.

Figura 5: indici dei prezzi al consumo (a/a)

Fonte: Deutsche Bank AG, Refinitiv Datastream. Dati aggiornati al 28 Febbraio 2022.



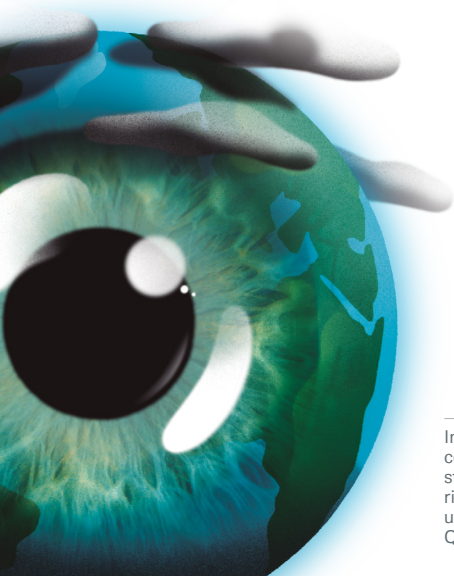
Le carenze dell'offerta (di materiali e di manodopera) probabilmente manterranno alti i livelli di inflazione.

L'inflazione ha molteplici ripercussioni sulle asset class. Ottenere un rendimento reale rimane difficile per gli investimenti obbligazionari a rendimento nominale, soprattutto perché pesa negativamente anche un rialzo dei rendimenti. Le imprese stanno cercando di trasferire i maggiori costi e quelle con potere contrattuale sui prezzi dovrebbero essere in grado di preservare i loro margini, ma l'aumento dell'inflazione si accompagna spesso ad aumenti dei rendimenti, creando una situazione difficile per i multipli. Anche la decarbonizzazione dell'economia pesa sull'inflazione, almeno a breve termine, attraverso il carbon pricing da un lato, ma dall'altro anche attraverso minori investimenti nelle fonti energetiche tradizionali. A lungo termine potrebbe invece essere deflazionistico, quando prevarranno le economie di scala delle energie rinnovabili.

Inflazione: l'elefante nella stanza

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- I tassi d'inflazione persistentemente alti stanno facendo salire i rendimenti e le imprese stanno cercando di trasferire gli aumenti dei costi
- L'inflazione ha molteplici impatti sulle varie asset class
- La greenflation contribuisce alle prospettive di inflazione a più lungo termine



05



Politica monetaria: timori per la zona grigia

Nel nostro outlook annuale avevamo già sostenuto come la prospettiva di un'inflazione più elevata rappresentasse una sfida per le banche centrali, che avrebbero corso il rischio di essere più reattive che proattive. Con la ricomparsa dell'inflazione negli ultimi mesi, le banche centrali, in particolare la Fed, non parlano più dei picchi di inflazione come transitori. I massimi pluridecennali toccati le hanno spinte a ripensare la loro posizione di politica monetaria, nonostante i nuovi approcci come l'obiettivo di inflazione media. Il conflitto in Ucraina rappresenta un'ulteriore sfida per le banche centrali, perché i picchi d'inflazione dovuti a shock dell'offerta sono in gran parte fuori dal loro controllo.

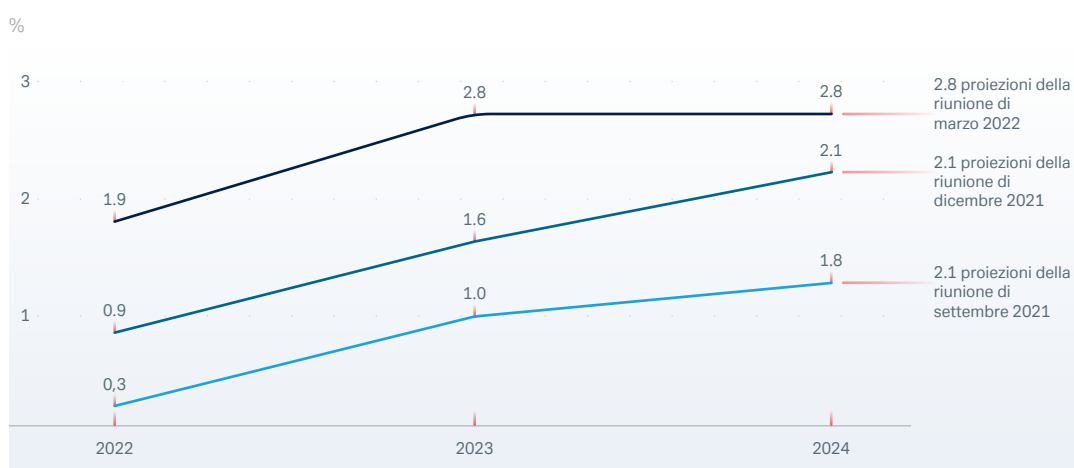
Ci si aspetta comunque che in generale la Fed prosegua sul percorso già intrapreso, dato che gli Stati Uniti sono colpiti direttamente in misura minore dalla guerra in Ucraina.

La BCE invece si trova in una posizione più impegnativa, dato che oltre all'impennata dell'inflazione deve anche affrontare un rallentamento economico e cercare di garantire la stabilità finanziaria. Generalmente si atterra al suo approccio sequenziale, vale a dire terminare prima gli acquisti di titoli (di recente ha annunciato dei piani per una riduzione più rapida del suo programma di acquisto di titoli) per poi alzare i tassi di interesse.

È probabile che nel corso del 2022 la Fed aumenti il suo tasso dei Fed Funds altre quattro volte, di 25 pb ciascuna, anche se in parte ciò dipenderà dai dati effettivi che verranno pubblicati. È probabile che seguano altri tre aumenti nel 2023. L'affievolirsi dello slancio economico e una riduzione dell'inflazione potrebbero fermare il ciclo di rialzi dei tassi, ma aspettative di un'inflazione più elevata potrebbero anche richiedere una maggiore compensazione nel breve termine. Inoltre, nel corso dell'anno probabilmente la Fed inizierà a ridurre il suo bilancio. Le banche centrali si trovano in un territorio inesplorato, dal momento che si trovano a dover uscire da una politica monetaria ultra-espansiva che le ha portate ad espandere i propri bilanci e ma che allo stesso tempo ha portato ad un aumento considerevole del debito pubblico. L'ultima volta che i tassi d'inflazione degli Stati Uniti sono stati ai livelli di oggi, il rapporto debito pubblico/PIL era molto più basso. I sostenitori della Teoria della Moneta Moderna potrebbero oggi trovarsi in difficoltà.

Figura 6: Proiezioni dei funzionari del Federal Reserve Board per il tasso dei Fed funds

Fonte: Federal Open Market Committee, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 16 Marzo 2022.



L'aspettativa di rialzi dei tassi d'interesse e il passaggio dal quantitative easing al quantitative tightening hanno innescato un aumento dei rendimenti, che si prevede continuerà. Tuttavia, si sono ampliati anche gli spread ed è emersa chiaramente una rotazione "di stile", con un passaggio dai titoli a lunga duration, ovvero i titoli "growth", verso i titoli value - interrotta dal recente calo dei rendimenti. L'irrigidimento nella politica monetaria potrebbe far cambiare alcuni atteggiamenti di investimento ormai perduranti, allentando leggermente la ricerca di un rendimento.

Politica monetaria: timori per la zona grigia

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Un'inflazione più persistente ha innescato un cambio di politica delle banche centrali
- Dal quantitative easing al quantitative tightening
- Il cambiamento nella narrativa sulla politica monetaria ha fatto muovere gli stili azionari e l'obbligazionario

06



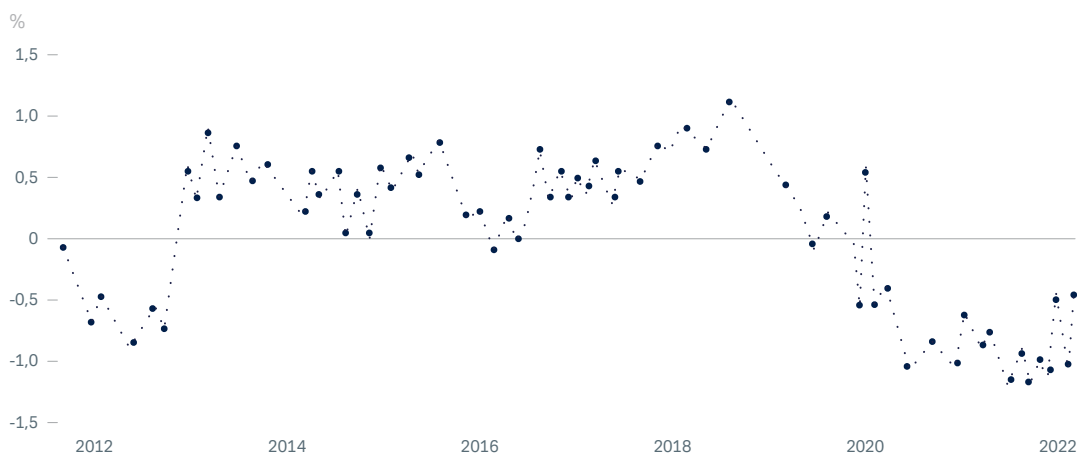
Obbligazionario: sabbie mobili

Il 2022 è stato finora un anno difficile per l'obbligazionario. Le sabbie mobili che avevamo previsto per questa asset class hanno determinato un iniziale aumento di volatilità e rendimenti negli Stati Uniti e in Europa.

In definitiva, però, è probabile che in futuro i rendimenti continueranno a essere guidati dalla normalizzazione della politica monetaria, soprattutto quando le banche centrali inizieranno il loro ciclo di rialzi dei tassi e riduzione del bilancio. Mentre i rendimenti delle scadenze più brevi saranno influenzati dalle aspettative di cambiamento a breve termine dei tassi di riferimento, i titoli di Stato a più lungo termine risponderanno ai cambiamenti del valore terminale atteso dei tassi di riferimento della banca centrale e alla velocità in cui verrà realizzato il quantitative tightening, cioè lo snellimento di bilancio previsto. Un presupposto importante per tutte le asset class è che i rendimenti reali rimarranno probabilmente negativi su un orizzonte di dodici mesi.

Figura 7: i rendimenti reali dovrebbero rimanere leggermente negativi

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 29 Marzo 2022.



● Rendimento reale a 10 anni degli Stati Uniti

Una politica monetaria meno accomodante avrà un impatto sulla struttura dei tassi di interesse. Ci aspettiamo che la curva dei rendimenti si appiattisca, con i rendimenti dei titoli di Stato a breve termine che saliranno più bruscamente delle loro controparti a lungo termine.

Le prospettive per gli spread periferici nell'Eurozona sono un po' contrastate. La crescita e la politica di bilancio espansiva, compreso il fondo per la ripresa Next Generation EU (NGEU), dovrebbero continuare a esercitare un effetto favorevole nei prossimi dodici mesi. D'altra parte, però, la prospettiva di un aumento dei tassi d'interesse e di un minor sostegno della politica monetaria a causa della scadenza dei programmi di acquisto netto di asset potrebbe portare a un allargamento degli spread tra il centro e la periferia dell'Eurozona. I reinvestimenti per l'acquisto di asset da parte delle banche centrali e l'impegno della BCE per evitare la frammentazione dovrebbero impedire a questi spread di avere un significativo ampliamento, ma non ci attendiamo un ritorno ai minimi dell'anno scorso.

Fondamentalmente, la liquidità di bilancio dei titoli investment grade (IG) in USD rimane elevata, e questo dovrebbe limitare il fabbisogno di finanziamento. Tuttavia, un forte numero di astri nascenti porterebbe nuova offerta sul mercato, indebolendo questo segmento dal punto di vista tecnico. Per i titoli investment grade in EUR, è praticamente certo che quest'anno verrà meno il prezioso sostegno fornito dalla BCE attraverso il suo programma di acquisto di obbligazioni societarie (CSPP). Probabilmente il calo del debito con rendimento negativo in questo segmento favorirà un afflusso di investitori istituzionali. Prevediamo quindi una riduzione degli spread nei prossimi dodici mesi.

Il segmento high yield (HY), sia in USD sia in EUR, al momento si trova in una posizione molto forte dal punto di vista dei fondamentali. In entrambi i mercati i tassi di insolvenza per il 2021 erano ai minimi storici, con i titoli HY USD allo 0,5% e HY EUR allo 0,7%. Anche se ci si aspetta un aumento vicino all'1% in entrambe le regioni, questo incremento non dovrebbe essere visto negativamente alla luce dei precedenti valori molto bassi. Tuttavia, come avevamo previsto, l'atteggiamento meno accomodante di entrambe le banche centrali ha spinto in alto la volatilità dei tassi di interesse, determinando di conseguenza un ampliamento degli spread. Poiché questo ampliamento sembra essere maggiore del dovuto, ci attendiamo che gli spread si restringano rispetto ai livelli attuali.

Riteniamo che le prospettive per le obbligazioni dei mercati emergenti (EM) siano interessanti a medio termine, mentre le prospettive a breve termine sono offuscate dagli alti tassi d'inflazione e dalle incertezze dovute alle tensioni geopolitiche. Le obbligazioni sovrane dei mercati emergenti dovrebbero beneficiare di una solida crescita del PIL, con un contributo positivo anche dai prezzi elevati delle materie prime e dalla ripresa del turismo.

Anche se probabilmente le questioni geopolitiche continueranno ad essere una tematica importante per questo segmento, l'assenza di un singolo paese dominante dovrebbe contenere questi rischi idiosincratici e spingere al ribasso gli spread complessivi.

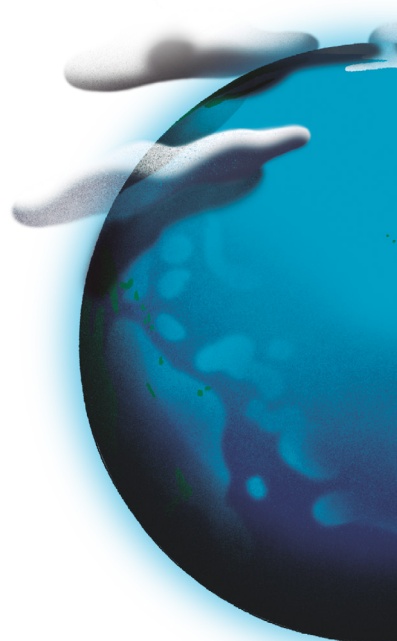
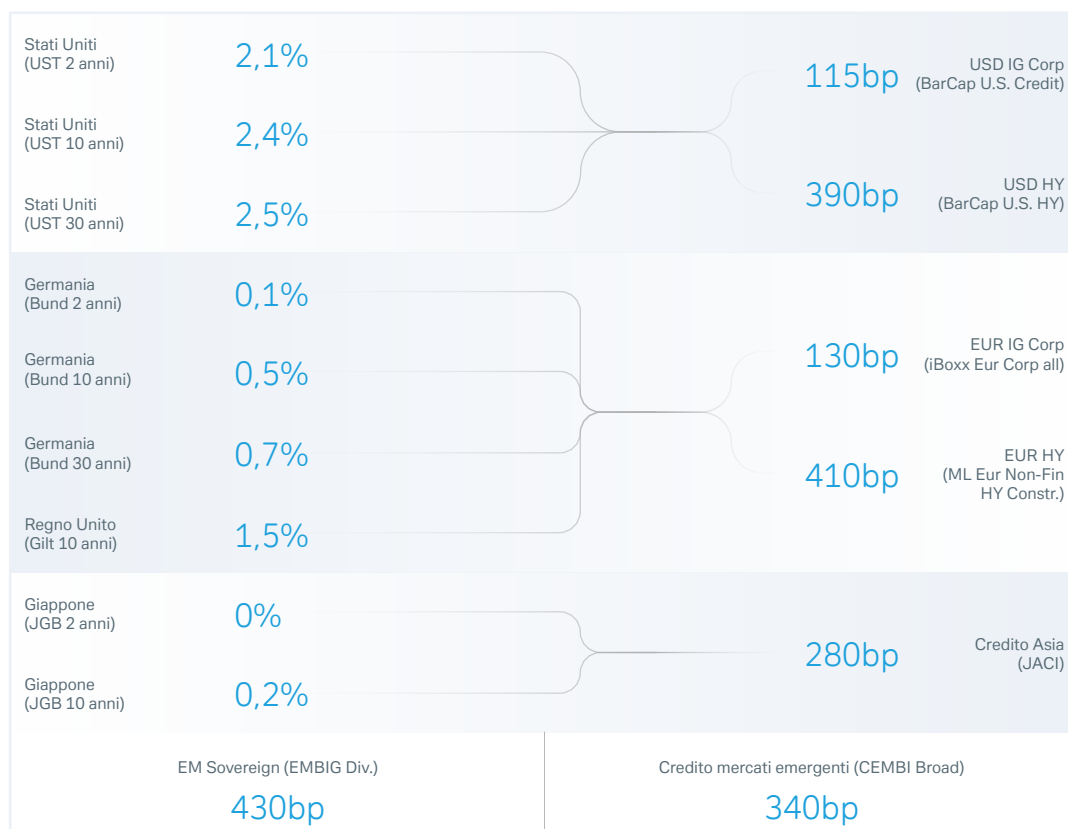


Figura 8: Previsioni per l'obbligazionario per fine Marzo 2023

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 3 Marzo 2022.



Obbligazionario: sabbie mobili

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Probabilmente i rendimenti reali rimarranno negativi su un orizzonte di 12 mesi
- Calo degli spread investment grade su un orizzonte di 12 mesi
- Con l'irrigidimento della politica monetaria si prevede una curva dei rendimenti più piatta

07



Azionario: rendimenti reali(stici)

Alla luce dei recenti sviluppi, abbiamo ridimensionato le nostre previsioni per i mercati azionari in generale. Vediamo comunque ancora un discreto rialzo per la maggior parte dei mercati. Se da un lato riteniamo che nel breve termine la performance del mercato azionario dipenda in gran parte dall'andamento del conflitto ucraino e dall'impatto delle sanzioni e delle potenziali ritorsioni russe, nel lungo termine rimaniamo cautamente positivi su questa asset class, per due motivi:

- 01 Le nostre previsioni di rendimento implicano che nel prossimo futuro i rendimenti reali rimarranno in territorio negativo, sempre per mancanza di alternative (TINA). Riteniamo però che probabilmente i multipli abbiano raggiunto il culmine del ciclo.
- 02 Confermiamo le nostre ipotesi di crescita degli utili per azione (EPS) a singola cifra per il 2022, dato che finora le imprese hanno dimostrato una certa capacità di mantenere elevati i margini di guadagno trasferendo l'inflazione dei costi ai clienti. Notiamo che, nonostante le turbolenze del mercato, gli analisti bottom-up hanno alzato in modo generalizzato le aspettative di utili per l'intero 2022, perché l'esposizione diretta degli utili verso la Russia e l'Ucraina è limitata e concentrata alle società europee.

Figura 9: Previsioni degli indici azionari per fine marzo 2023

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 3 marzo 2022.

Previsioni sugli indici azionari

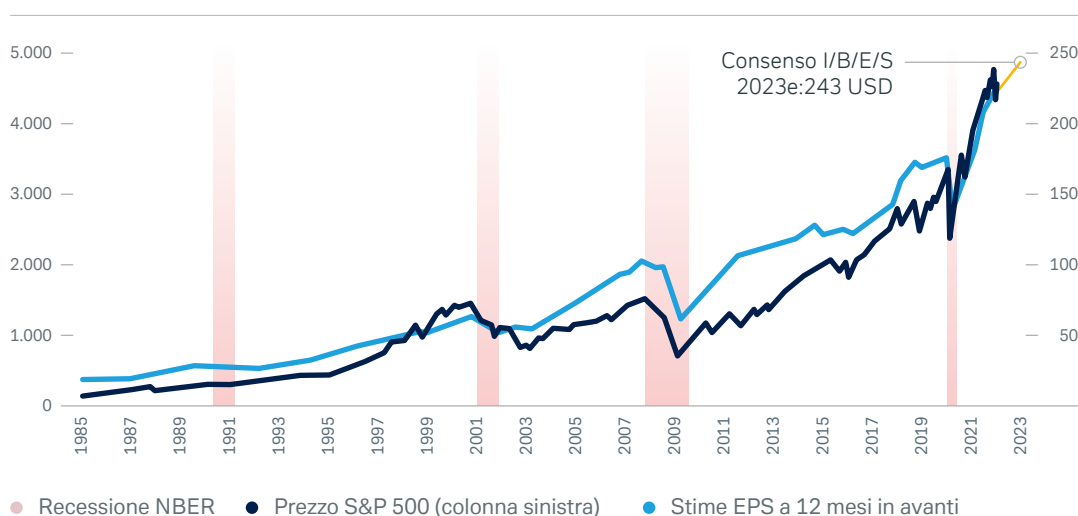
	S&P 500	4.600
	DAX	14.600
	EuroStoxx 50	3.900
	Stoxx Europe 600	460
	MSCI Japan	1.200
	SMI	12.000
	FTSE 100	7.500
	MSCI EM	1.220
	MSCI Asia ex Japan	780
	MSCI Australia	1.450

Confermiamo il nostro rating neutrale su tutte le regioni azionarie. Dopo essere stati colpiti in modo relativamente più duro dal rapido aumento dei rendimenti reali, i titoli statunitensi hanno tenuto abbastanza bene di fronte all'invasione dell'Ucraina, grazie alla limitata esposizione commerciale delle società statunitensi e a un'inversione del precedente movimento dei rendimenti reali. Prevediamo un rialzo a una cifra rispetto ai valori attuali, favorito da un rimbalzo degli indicatori economici quando si risolveranno i colli di bottiglia delle catene di approvvigionamento e l'economia si riaprirà dopo l'ondata Omicron.

Anche se la crescita degli EPS dell'indice S&P 500 si è normalizzata rispetto ai trimestri precedenti, gli EPS trimestrali dell'indice nel quarto trimestre erano ancora oltre il 20% sopra il livello di tendenza. Laassicurazione sulla capacità delle grandi imprese statunitensi di generare grandi utili in tempi di incertezza dovrebbe aiutare l'S&P 500 a riprendere slancio.

Figura 10: i profitti societari determinano l'S&P 500

Fonte: Deutsche Bank AG, Refinitiv Datastream, National Bureau of Economic Research.
Dati aggiornati al 25 Febbraio 2022.



È probabile che i mercati azionari europei rimangano sotto pressione più a lungo, data la vicinanza dell'Europa al conflitto, il suo maggiore grado di dipendenza energetica e la sua vulnerabilità alle sanzioni e alle potenziali ritorsioni.

Tuttavia, a fronte di condizioni finanziarie che rimangono accomodanti e di un aumento della spesa pubblica, prevediamo ancora un rialzo dei mercati azionari europei. Ci attendiamo però che la volatilità del mercato rimanga elevata, viste le incertezze che circondano la guerra in Ucraina.

I mercati emergenti dell'Europa orientale stanno soffrendo, sia per la loro forte dipendenza dall'energia russa sia per la loro vicinanza al conflitto. È probabile quindi che le valutazioni rimangano sotto pressione, con possibilità di ulteriori abbassamenti di rating. Le azioni dell'Asia-Pacifico si sono dimostrate relativamente stabili, registrando solo aumenti contenuti dei premi al rischio. L'America Latina è emersa come la regione con le migliori performance, grazie al suo debole legame con la Russia e al peso elevato del suo settore delle materie prime. Se da una parte sui mercati emergenti potrebbero continuare a pesare gli effetti dei contagi, i tassi di interesse relativamente alti offrono un margine di sicurezza per contrastare la minore crescita economica.

Azionario: rendimenti reali(stici)

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Nonostante l'abbassamento delle nostre previsioni, prevediamo ancora un discreto rialzo per la maggior parte dei mercati azionari
- La gestione del rischio sarà fondamentale per superare l'elevata volatilità dei mercati azionari, che difficilmente si attenuerà presto
- I rendimenti reali rimarranno negativi, quindi, l'assenza di alternative migliori e gli utili dovrebbero favorire un rialzo dei mercati azionari nei prossimi 12 mesi.

08



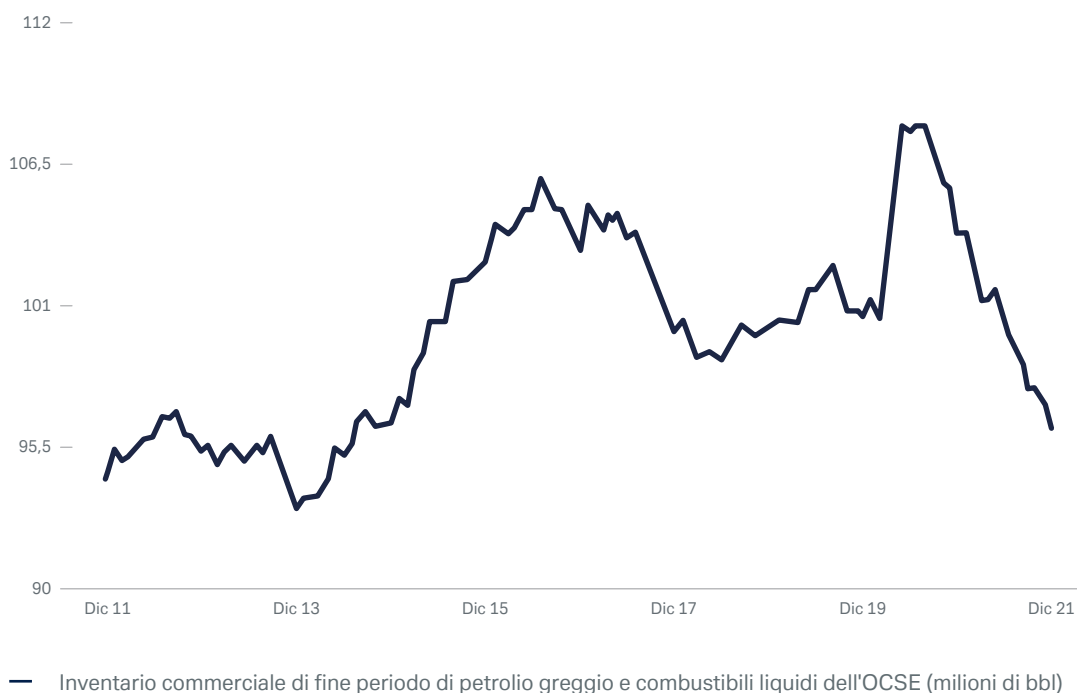
Commodity: crescita verde

Petrolio: all'inizio di Marzo gli Stati Uniti hanno annunciato il divieto di importazione dalla Russia di petrolio, gas naturale e altri tipi di energia. Entro la fine del 2022 il Regno Unito eliminerà gradualmente le importazioni di petrolio e di prodotti petroliferi russi. In questo momento non è chiaro fino a che punto altri paesi seguiranno l'esempio. Tuttavia, per il momento né l'UE né il Regno Unito intendono bloccare le forniture di gas naturale dalla Russia.

Il prelievo di petrolio dalle riserve strategiche statali non è stato in grado di contrastare la riduzione delle scorte. Sul lato dell'offerta, l'OPEC+ ha continuato a produrre in misura minore rispetto ai suoi obiettivi e rimangono scettici sul fatto che l'OPEC+ raggiunga i livelli di produzione di base annunciati. Un accordo con l'Iran potrebbe però portare maggiore capacità sul mercato, e probabilmente i produttori negli Stati Uniti inizieranno a rispondere ai prezzi elevati aumentando gradualmente gli impianti di estrazione. Questo dovrebbe rendere possibile avere un'offerta superiore alla domanda nei prossimi trimestri. Tuttavia, le scorte commerciali dell'OCSE sono ai minimi da oltre sette anni e di circa l'8,5% al di sotto della precedente media stagionale a cinque anni. Il notevole tempo necessario a ricostituire le scorte ai livelli pre-Covid dovrebbe attenuare l'impatto sui prezzi di un'eccedenza di offerta sul mercato.

Figura 11: Situazione degli inventari energetici

Fonte: Energy Information Administration, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 1° Marzo 2022.



Il livello di dipendenza dal petrolio e dal gas russo sta determinando le politiche dei rispettivi governi sulle sanzioni.

La situazione in Ucraina continuerà probabilmente a essere al centro dell'attenzione anche nel prossimo futuro. La domanda occidentale di petrolio non proveniente dalla Russia dovrebbe favorire i prezzi. Ci attendiamo quindi un prezzo WTI a 110 USD/barile entro la fine di marzo 2023.

Anche i prezzi dei metalli industriali come il rame, il nichel e l'alluminio sono aumentati significativamente a causa del conflitto in Ucraina. I metalli industriali dovrebbero anche sostenere la transizione verso fonti di energia green.

Oro: sia le crescenti aspettative inflazionistiche innescate dal forte aumento del prezzo delle materie prime energetiche, sia lo status di "rifugio sicuro" riconosciuto all'oro, stanno spingendo le quotazioni a toccare nuovi massimi. Al momento il metallo prezioso sta svolgendo la sua funzione di "safe haven", alla luce dell'elevata inflazione e delle tensioni geopolitiche. Se non fosse stato per la guerra in Ucraina, l'oro avrebbe potuto risentire per effetto dei previsti rialzi dei tassi da parte della Fed. Vista la possibilità che le banche centrali agiscano con maggiore cautela, e viste allo stesso tempo le aspettative di inflazione in rialzo, in molti paesi industrializzati i tassi di interesse reali rimarranno probabilmente in territorio profondamente negativo per diverso tempo. Quindi, l'inflazione e i rischi geopolitici continueranno a spingere gli investitori verso l'oro. Questo dovrebbe sostenere le quotazioni, che prevediamo a 2.100 dollari/oncia a fine marzo 2023.

Figura 12: previsioni sulle materie prime a fine marzo 2023

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 3 Marzo 2022.



09



Immobiliare: ancora in costruzione

Dopo un anno di boom nel 2021, anche per il 2022 le prospettive per l'immobiliare in generale rimangono positive. Di fronte alla prosecuzione prevista della ripresa economica globale e a rendimenti reali dell'immobiliare globale al di sopra delle medie a lungo termine, i prezzi degli immobili potrebbero dimostrarsi resistenti anche nell'attuale contesto di politica monetaria restrittiva e di incertezza geopolitica. La guerra Russia-Ucraina rappresenta però un rischio attualmente incalcolabile. Sanzioni estese e ulteriori aumenti dei prezzi dell'energia potrebbero bloccare in particolare l'economia europea e deprimere il mercato immobiliare.

Di tutti i segmenti, quello degli immobili a uso ufficio presenta le prospettive meno chiare. Coerentemente, nel 2021 la crescita registrata dei prezzi degli uffici negli Stati Uniti è stata la più lenta tra i settori trattati di seguito (circa il 14% a/a). A fine 2021 i tassi di sfritto erano ancora alti, vicini al 17%, 5 punti percentuali sopra i livelli pre-crisi. Guardando al futuro, la crescita dell'occupazione e l'attenuazione della pandemia potrebbero sostenere il mercato. Tuttavia, di fronte al numero crescente di persone che probabilmente lavorerà da casa in futuro, i tassi di sfritto pre-crisi sembrano difficilmente raggiungibili, specialmente in alcuni paesi europei dove il lavoro a distanza storicamente era meno diffuso (ad esempio Spagna, Germania, Italia). Viste le tensioni sul mercato del lavoro, le imprese potrebbero privilegiare spazi di alta qualità per attrarre e mantenere i lavoratori.

L'andamento degli immobili commerciali retail presenta un quadro variegato nel mondo. Nel 2021 il prezzo medio degli immobili al dettaglio negli Stati Uniti è salito del 21,5% a/a a causa della scarsa offerta e dei buoni tassi di assorbimento. La performance degli immobili al dettaglio in Europa sarà probabilmente più frammentaria e meno dinamica. I negozi urbani di fascia alta potrebbero beneficiare di una ripresa del turismo, mentre lo spostamento strutturale verso il lavoro a distanza e il commercio elettronico peserà probabilmente sul commercio al dettaglio nei centri urbani.

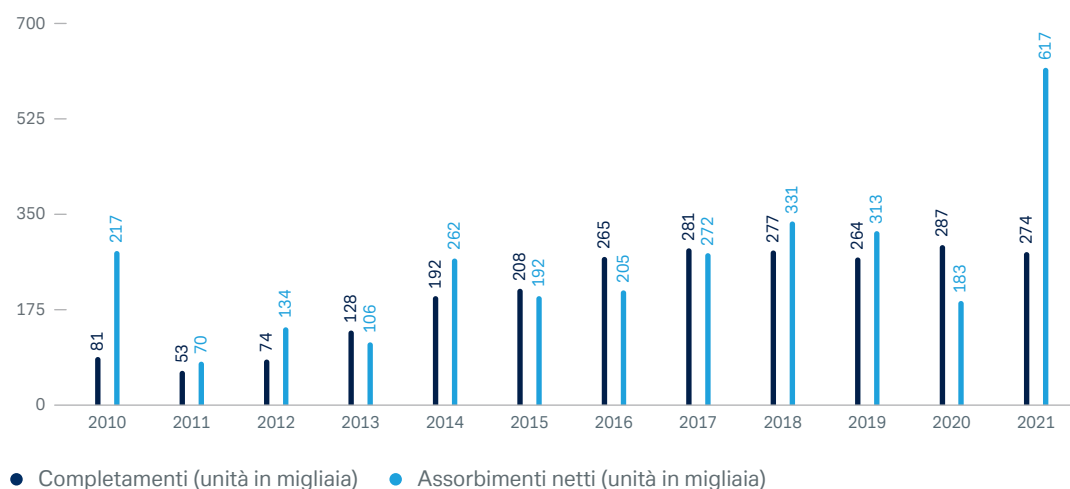
Negli Stati Uniti e in Europa quello industriale è stato il settore immobiliare più performante nel 2021. La sovraperformance potrebbe benissimo confermarsi anche nel 2022 nonostante la crescita dell'offerta. I prezzi negli Stati Uniti sono aumentati del 29% a/a nel 2021, spinti dall'e-commerce e dalla crescita dell'attività industriale. La domanda ha superato ampiamente l'offerta, portando a un tasso di sfritto record del 3,2% alla fine dello scorso anno. I canoni registrano un aumento dell'11% anno su anno, ai massimi storici. Poiché i tassi di assorbimento dovrebbero rimanere elevati, l'aumento dei costi di costruzione potrebbe tradursi in un altro anno di crescita a due cifre dei canoni nel 2022. Allo stesso modo, i canoni industriali in Europa dovrebbero continuare a crescere a un ritmo costante, parallelamente ad un'ulteriore compressione dei rendimenti. Con rendimenti attesi di poco superiori al 10%, gli immobili industriali di prima fascia raggiungerebbero i primi posti nelle classifiche europee nel 2022. Tuttavia, il loro margine di sovraperformance è destinato a diminuire rispetto al 2021.

Gli immobili residenziali statunitensi si sono apprezzati del 23,6% a/a, con un aumento dei canoni effettivi netti del 13,4% nel 2021. Il tasso di sfritto nel settore è diminuito di 2,2pp, al 2,5%, il valore più basso in assoluto. Tuttavia, l'accessibilità per le famiglie rimane buona, con l'*Affordability Index* della NAR a circa 148 punti l'anno scorso. Nonostante l'aumento dei tassi sui mutui, la forte dinamica dell'occupazione e dei salari, così come i fattori strutturali che riguardano la formazione delle famiglie e la carenza di alloggi, potrebbero spingere i rendimenti nel 2022 al di sopra del 10%. Allo stesso modo, la carenza di alloggi in Europa e la domanda trainata dagli investitori istituzionali potrebbero spingere i prezzi e contenere i già bassi rendimenti.

Le prospettive immobiliari generali per il 2022 rimangono positive, anche se l'impatto della guerra in Ucraina rappresenta un rischio difficilmente calcolabile.

Figura 13: completamenti e assorbimenti netti nel segmento multifamiliare negli Stati Uniti

Fonte: CBRE, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al mese di Gennaio 2022.



Immobiliare: ancora in costruzione

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Il quadro degli uffici rimane incerto a causa della pandemia e dei cambiamenti strutturali che rendono più opache le prospettive
- Il settore del commercio al dettaglio negli Stati Uniti potrebbe avere una buona performance, considerando le dinamiche favorevoli della domanda e dell'offerta. In Europa, un approccio più selettivo potrebbe dare migliori frutti
- Industriali e residenziali favoriti dai cambiamenti strutturali. I rendimenti potrebbero comprimersi ulteriormente, nonostante la stretta monetaria e gli effetti negativi del conflitto in Ucraina

10

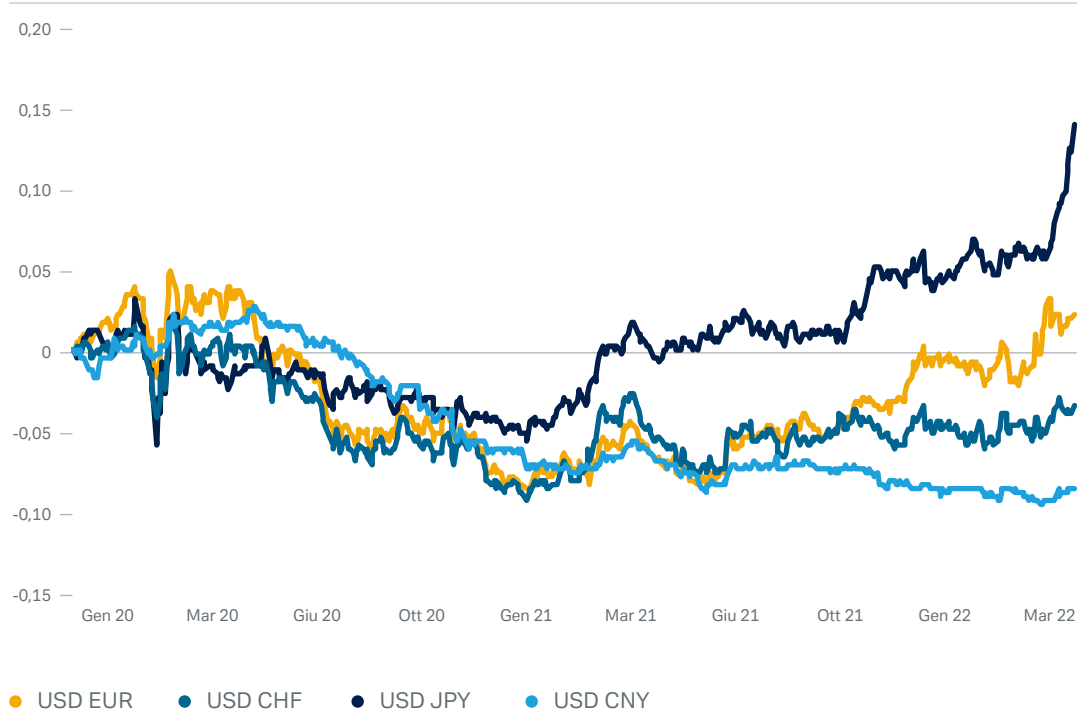


Cambi: aspetti macro

Fino a metà febbraio, sia il dollaro americano (USD) che l'euro (EUR) avevano beneficiato, uno dopo l'altro, delle crescenti aspettative di una politica monetaria più restrittiva da parte delle rispettive banche centrali. Nel complesso, tuttavia, questo ha fatto sì che le due valute fossero scambiate in un intervallo di cambi molto stretto. Questo quadro è cambiato con l'inizio dell'invasione dell'Ucraina, che ha portato al centro dell'attenzione le cosiddette "valute rifugio". Al primo posto c'è naturalmente il dollaro americano, dal momento che probabilmente l'economia degli Stati Uniti sarà colpita in misura molto minore dal conflitto in Ucraina. Sui mercati dei cambi sono stati richiesti anche il franco svizzero (CHF) e il renminbi cinese (CNY). Le valute dei paesi esportatori di materie prime hanno beneficiato del rally dei prezzi.

Figura 14: sviluppo della valuta 2020-2022

Fonte: Refinitiv Datastream. Dati aggiornati al 29 Marzo 2022.



È probabile che nel breve termine l'USD rimanga forte grazie alla domanda di asset sicuri. Se da una parte ci attendiamo ora che la BCE rialzi i tassi in misura più contenuta rispetto a quanto pensato inizialmente, cercando di mantenere condizioni di finanziamento favorevoli nella regione, i premi al rischio che l'euro scontava nell'ultimo periodo dovrebbero invertire la tendenza, almeno parzialmente, nei prossimi dodici mesi. Inoltre, è probabile un rallentamento dei flussi verso il dollaro USD alla ricerca di un bene rifugio.

Quindi, pensiamo che l'EUR si rafforzerà, soprattutto nella seconda metà dell'anno, ma potrebbe non essere in grado di raggiungere la parità di 1,20 che avevamo previsto prima del conflitto. Ora ci attendiamo che l'EUR sia scambiato a 1,15 rispetto all'USD entro fine marzo 2023. Le nostre previsioni per USD/JPY e GBP/USD rimangono in gran parte invariate rispetto alle previsioni che avevamo fatto per la fine del 2022. A differenza degli Stati Uniti, la politica monetaria in Cina dovrebbe subire un allentamento. Vediamo quindi la bilancia pendere leggermente a favore del dollaro, spingendo il cambio USD/CNY a 6,45 entro la fine di marzo 2023.

Figura 15: Previsioni sui cambi a fine Marzo 2023

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 3 Marzo 2022.

EUR vs. USD	1,15
USD vs. JPY	115
USD vs. JPY	132
EUR vs. GBP	0,82
GBP vs. USD	1,40
USD vs. CNY	6,45

Gli elevati prezzi delle materie prime continueranno probabilmente a sostenere il dollaro australiano (AUD), il dollaro neozelandese (NZD), il dollaro canadese (CAD) e la corona norvegese (NOK): i prezzi elevati delle materie prime potrebbero però soffocare l'economia globale nel medio termine, trasformando in negativo un elemento favorevole. Come nel 2021, molte valute dei paesi emergenti sono ancora sostenute dagli alti prezzi delle materie prime e dai rialzi dei tassi delle banche centrali (ad esempio il real brasiliano (BRL), il rand sudafricano (ZAR) e il peso messicano (MXN)). Le valute latinoamericane, in particolare, si sono persino apprezzate significativamente rispetto al dollaro USD dall'inizio dell'anno. All'inizio di marzo, il renminbi è salito ai massimi contro il dollaro USA da quasi quattro anni. La bilancia delle partite correnti cinese rimane incredibilmente solida, l'inflazione dei prezzi al consumo incredibilmente bassa e la politica monetaria della Banca centrale cinese continua a essere accomodante. In generale, la possibilità di carry continuerà a sostenere complessivamente le valute dei mercati emergenti.

L'invasione dell'Ucraina ha spostato l'attenzione degli operatori del mercato sulle valute rifugio come, il dollaro americano e il franco svizzero, ma anche il renminbi cinese è richiesto.

Cambi: aspetti macro

Implicazioni per il mercato e il portafoglio

- I forti prezzi delle materie prime continuano a sostenere le valute legate alle materie prime, ma nel medio termine potrebbero rallentare la crescita globale.
- Nonostante i tagli iniziali dei tassi da parte della Banca centrale cinese, il CNY continua a essere scambiato in modo relativamente stabile
- Le valute dell'America Latina si sono apprezzate significativamente contro il dollaro USA dall'inizio dell'anno

Principali temi di investimento



ESG

Se da una parte le riaperture, la brillante crescita economica, le tensioni geopolitiche e gli impegni per la transizione green hanno fatto schizzare i prezzi delle emissioni, a fronte di una crescita delle emissioni globali di CO₂ legate all'energia del 4,8% nel 2021, gli obiettivi di riduzione delle emissioni delle imprese e la loro interazione con le misure per la biodiversità saranno importanti per rallentare il cambiamento climatico e la perdita di biodiversità. La regolamentazione (MiFID II), la tassonomia (ESMA) e l'informativa (TNFD) mirano ad aumentare la trasparenza, dare linee guida per gli investimenti sostenibili, classificare i prodotti strutturati a impatto e promuovere una trasformazione sostenibile. Tuttavia, mentre gli aspetti ESG stanno diventando più sfumati e complessi, dobbiamo distinguere più nettamente tra le molte sfaccettature della sostenibilità, considerando il contributo positivo e l'impatto netto complessivo sugli obiettivi di sostenibilità dei prodotti/servizi applicando un approccio lungimirante. Questo significa anche promuovere l'uso delle risorse naturali ("capitale naturale") e dare priorità agli aspetti sociali ed economici. Con la carenza di manodopera destinata a continuare, un numero crescente di lavoratori di grandi imprese sta aderendo alle organizzazioni sindacali costringendo i datori di lavoro ad affrontare le loro richieste di migliori retribuzioni e condizioni.



Blue economy

Ci attendiamo che le ulteriori spinte verso la sostenibilità provenienti dai settori consolidati della blue economy, come il trasporto marittimo, siano accompagnate da un'importante attenzione ai settori innovativi ed emergenti, come l'energia marina rinnovabile e la bioeconomia blu. Tuttavia, per affrontare progetti con profili di rischio incerti rimane importante sviluppare delle cornici per i partenariati pubblico-privato. Questa è la direzione presa dall'UE con il piano di investimenti del Green Deal europeo, che punta a veicolare almeno 1000 miliardi di euro di investimenti nel periodo 2021-2027, attraverso una combinazione di finanziamenti del bilancio UE e dei bilanci nazionali, insieme a investimenti pubblici e privati. Le discussioni alla Conferenza delle Nazioni Unite sugli oceani di quest'anno a Lisbona (giugno 2022) e alla COP27 in Egitto saranno incentrate su questi partenariati, un quadro per una governance globale degli oceani e soluzioni tecnologiche innovative. Per quanto riguarda i criteri di investimento, tentativi come i Principi di finanziamento sostenibile della blue economy della UNEP Finance Initiative per i finanziatori che investono nella blue economy, i Principi di sostenibilità degli oceani del Global Compact delle Nazioni Unite e la tassonomia dell'UE per le attività sostenibili saranno importanti per portare maggiore chiarezza sui temi della blue economy.



Idrogeno

Le preoccupazioni ambientali e gli impegni strategici verso il percorso globale di azzeramento delle emissioni manterranno alta l'attenzione sulla promozione delle fonti alternative di energia. L'idrogeno pulito dovrebbe avere un ruolo centrale nella riduzione delle emissioni di gas a effetto serra e in futuro sarà utilizzato principalmente per le industrie difficili da decarbonizzare (chimica, acciaio), il trasporto a lungo raggio e lo stoccaggio di elettricità. Tuttavia, l'idrogeno pulito rimane molto costoso da produrre e per molti anni ancora probabilmente non diventerà una soluzione economicamente valida, siamo quindi ancora lontani da una sostituzione su ampia scala dei combustibili fossili da parte dell'idrogeno pulito.



Gestione delle risorse

Il Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente (UNEP) definisce le risorse naturali come "input di base per beni, servizi e infrastrutture", comprendendo tutto, dalle piante e materiali a base vegetale ai metalli, i minerali, i combustibili fossili, il suolo e l'acqua. Nel corso di una trasformazione senza precedenti del nostro intero sistema economico, dovremo riconsiderare profondamente il modo in cui abbiamo utilizzato queste risorse. Avendo la sostenibilità come obiettivo, i cicli di vita dei prodotti e le catene di valore si sposteranno verso un approccio più circolare, con implicazioni anche per gli investitori. Poiché le risorse naturali sono direttamente o indirettamente collegate a quasi tutti gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (SDG), sicuramente dovremo aspettarci che la gestione delle risorse diventi un tema di investimento sempre più importante.



Acqua

Il motore principale per investire in questo tema di lungo periodo è lo squilibrio strutturale tra l'offerta e la domanda a livello globale. L'acqua dolce è scarsa e il cambiamento climatico sta esacerbando i problemi di approvvigionamento, mentre la crescita della popolazione, l'urbanizzazione e standard in miglioramento di vita nei paesi emergenti determinano un aumento della domanda.

Il settore dell'acqua offre sia caratteristiche difensive sia di crescita, e molte imprese hanno un buon potere contrattuale sui prezzi. Gli investimenti da effettuare sono enormi, le politiche governative sono un sostegno, i partenariati pubblico-privato sono incoraggiati per contribuire a finanziare il raggiungimento di obiettivi ambientali sempre più rigorosi, e le prospettive di crescita in tutto il settore rimangono promettenti.



Intelligenza artificiale (AI)

Nel 2021 gli investimenti mondiali in società di intelligenza artificiale sono aumentati del 115% rispetto al 2020, e ci attendiamo una crescita robusta dei finanziamenti anche nel 2022. In termini di aree applicative dell'industria, le tecnologie necessarie per la sorveglianza su larga scala sono tra quelle che dovrebbero svilupparsi ulteriormente nel 2022. L'intelligenza artificiale si sta combinando sempre più anche con la tecnologia blockchain per portare miglioramenti su larga scala, dalle catene di approvvigionamento, alla condivisione delle cartelle sanitarie, e alle royalties sulle produzioni artistiche, fino alla sicurezza finanziaria. Prevediamo che l'intelligenza artificiale abbia un ruolo di primo piano nell'alimentare l'evoluzione verso il Web 3.0, dove in definitiva si confonde la linea di demarcazione tra virtuale e reale. Nel Metaverso l'intelligenza artificiale troverà ampio impiego, ad esempio, per la creazione accurata di avatar 3D, l'accessibilità multilingue o l'eventuale espansione con la creazione di strutture di autoapprendimento.

Tuttavia, l'intelligenza artificiale si associa ancora a numerose criticità, nelle aree della proprietà, della legalità/moralità e della responsabilità. Nel maggio 2021 l'UE è diventata il primo ente governativo al mondo ad emettere un documento normativo completo e nell'ottobre 2021 la Cina ha pubblicato un codice etico in sei punti per l'intelligenza artificiale. Dopo la recente formazione di un comitato etico per l'intelligenza artificiale da parte dell'ONU, ci aspettiamo che altri paesi annuncino un quadro normativo nel 2022. Alcuni degli argomenti potrebbero essere: creare maggiore trasparenza per i consumatori, regole comuni sulla responsabilità dei prodotti, limitare l'uso delle informazioni personali e una regolamentazione federale dell'intelligenza artificiale negli Stati Uniti.



Sicurezza informatica

La sicurezza informatica è direttamente rilevante per i trend che sono emersi durante la pandemia: in particolare il crescente ricorso alla tecnologia, lo smart working e l'aumento delle interazioni online. Poiché il mondo diventa sempre più connesso attraverso le infrastrutture digitali, l'intelligenza artificiale e il 5G, ci sarà una maggiore domanda di investimenti e regole per proteggere i dati e aumentare la sicurezza di tutte le interazioni online. La sicurezza informatica è legata a diversi argomenti: tecnologia e legge, nuove regole di collaborazione, protezione delle infrastrutture critiche, privacy informatica, "sicurezza delle cose", cyber war, resilienza dei sistemi IT e reati informatici.



Sanità e MedTech

La pandemia di COVID-19 ha accelerato la transizione verso l'erogazione di prestazioni sanitarie al di fuori delle strutture tradizionali del sistema sanitario, e oggi sia i pazienti sia i fornitori chiedono sempre più un'esperienza sanitaria senza soluzione di continuità, erogata quando e dove è necessario o richiesto. Crediamo anche che il mondo delle tecnologie mediche (MedTech) sia destinato a dare un contributo importante per creare un approccio di cura complessivo e incentrato sulla persona. Il livello di spesa in ricerca e sviluppo del settore, la vigorosa attività di M&A e gli investimenti di venture capital senza precedenti sottolineano la fiducia che gli investitori hanno nell'ecosistema di innovazione associato al MedTech.



Industria X.0 (compreso 5G)

Per effetto del recente aumento dei tassi d'interesse dovuto alla prevista svolta nella politica monetaria negli Stati Uniti e in altri paesi, anche le azioni delle imprese del settore della robotica e dell'automazione sono state messe sotto pressione. Alla luce delle elevate aspettative di profitti nel futuro, queste imprese soffrono un ulteriore rialzo dei tassi d'interesse. In generale le prospettive a lungo termine rimangono comunque positive. Inoltre, in alcuni paesi si assiste già a un ritorno ai livelli di occupazione pre-pandemia. È tornata quindi alla ribalta la carenza di lavoratori qualificati, considerata un fattore chiave della crescente domanda di maggiore automazione dell'economia.



Infrastrutture

In un mondo in cui le pressioni inflazionistiche sono in aumento, gli asset infrastrutturali possono offrire una copertura dall'aumento dei livelli di inflazione, poiché spesso le tariffe pagate dai consumatori sono legate contrattualmente all'inflazione. Nell'anno in corso, questo segmento ha nettamente sovraperformato l'azionario globale.

La riapertura delle economie mondiali può avvantaggiare gli asset infrastrutturali più tradizionali (ferrovie, aeroporti, porti, autostrade), mentre le tendenze tecnologiche a lungo termine portate alla ribalta dalla pandemia si confermeranno rilevanti per il futuro: adattare le economie a questi cambiamenti richiederà tempo e capitali, provenienti sia dal settore privato che dagli enti pubblici.

L'espansione delle infrastrutture è la spina dorsale di una serie di altre nostre tematiche a lungo termine (per esempio, non può esserci digitalizzazione senza miglioramenti alle strutture di storage cloud, non può esserci energia green senza una nuova configurazione della rete elettrica e non può esserci mobilità intelligente senza strade migliori).

Infine, le ricadute della guerra in Ucraina hanno spinto l'UE a ripensare la sua strategia sull'indipendenza energetica, che sarà affrontata in parte attraverso ulteriori miglioramenti delle infrastrutture.



Millennial e generazione Z

Gli indici focalizzati sui millennial mostrano una forte inclinazione verso il settore della tecnologia dell'informazione e dei servizi di comunicazione. Questi settori tendono ad includere società che possono essere classificate come titoli "growth", ovvero titoli che gli investitori si attendono crescano e generino rendimenti più elevati in futuro. Attualmente, questi titoli stanno mostrando una maggiore volatilità, in previsione dell'imminente ciclo di rialzo dei tassi di interesse. A breve termine, ci si deve attendere quindi ulteriori aumenti della volatilità. Tuttavia, i millennial e la generazione Z rimangono importanti in termini di popolazione e di potere politico. Le strategie focalizzate sui modelli di consumo dei millennial (ad esempio, tecnologia, intrattenimento) dovrebbero quindi trarne vantaggio nel lungo periodo.



Smart mobility

Il forte rally dei prezzi dell'energia ha accelerato nelle ultime settimane sulla scia dell'invasione russa dell'Ucraina. La dipendenza dell'Europa dal petrolio e dal gas russo ha spinto a rivedere ulteriormente le misure per favorire gli investimenti nelle energie rinnovabili e l'elettrificazione dei trasporti. Il costo di fabbricazione dei motori elettrici è in costante diminuzione, ed è già inferiore al costo di costruzione dei motori a combustione interna.

Gli altri due temi principali alla base della Smart Mobility (connettività e guida autonoma e condivisa) stanno facendo rapidi progressi nei mercati sviluppati ed emergenti. La diffusione del 5G sta crescendo a ritmi più veloci del previsto e i progressi compiuti dal software e dalla tecnologia sono incredibili e ci portano più vicini a un veicolo completamente autonomo.

Glossario

L'[Agenzia Internazionale dell'Energia \(AIE\)](#) è un'agenzia intergovernativa che studia le questioni legate all'energia.

La [Bank of England \(BoE\)](#) è la banca centrale del Regno Unito.

La [Bank Japan \(BoJ\)](#) è la banca centrale del Giappone.

La [Bank of Korea](#) è la banca centrale della Corea del Sud.

I [Bund](#) sono obbligazioni a lungo termine emesse dal governo tedesco.

[CBRE](#) fornisce servizi immobiliari commerciali e pubblica ricerche correlate.

Il concetto di "[Common Prosperity](#)" del governo cinese sposta l'attenzione/direzione strategica del Paese dalla "crescita prima di tutto" a un equilibrio tra crescita e stabilità.

[COP27](#) è la 27a conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, che si terrà in Egitto nel Novembre 2022.

Il [DAX](#) è un indice del mercato azionario delle blue-chip composto dalle 40 principali società tedesche che scambiano sulla Borsa di Francoforte; altri indici DAX includono una gamma più ampia di aziende.

Gli [utili per azione \(EPS\)](#) sono calcolati sottraendo all'utile netto della società i dividendi delle azioni privilegiate, diviso per il numero totale delle azioni in circolazione.

Il [Green Deal](#) europeo punta a trasformare l'UE in un'economia moderna, efficiente in termini di risorse e competitiva, e a superare le sfide del cambiamento climatico e del degrado ambientale.

La [Banca Centrale Europea \(BCE\)](#) è la banca centrale dell'Eurozona.

Per [mercato emergente \(EM\)](#) si intende un Paese che presenta alcune caratteristiche di un mercato sviluppato in termini di efficienza del mercato, liquidità e altri fattori, ma che non soddisfa tutti i criteri dei mercati sviluppati.

L'[Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati \(ESMA\)](#) è l'autorità di regolamentazione dei mercati mobiliari dell'Unione europea.

[EUR](#) è il codice valutario dell'euro, la valuta dell'Eurozona.

L'indice [EuroStoxx 50](#) replica l'andamento delle azioni blue-chip della zona euro e include le principali società dei super-settori in termini di capitalizzazione di mercato.

L'[Eurozona](#) comprende 19 stati membri dell'Unione europea che hanno adottato l'euro come moneta comune e unica valuta avente corso legale.

Il [tasso sui Fed Funds](#) è il tasso di interesse applicato dalle istituzioni di deposito per i prestiti overnight a favore di altre istituzioni di deposito.

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

L'indice [FTSE 100](#) replica la performance delle 100 principali società che negoziano sulla London Stock Exchange.

[GBP](#) è il codice valutario della sterlina inglese.

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.

Glossario

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.

[JPY](#) è il codice valutario dello yen giapponese.

[MiFID II](#) è il termine generico per la revisione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari, un quadro legislativo emanato dall'Unione europea (UE) per regolare in blocco i mercati finanziari, attraverso misure quali il rafforzamento della vigilanza regolatoria paneuropea e la cooperazione tra le autorità nazionali competenti, il miglioramento della protezione degli investitori, la facilitazione dell'accesso al capitale e l'aumento della trasparenza delle negoziazioni.

La [Teoria della moneta moderna \(MMT\)](#) afferma nella sua forma pura che i paesi monetariamente sovrani non devono contare solo sulle entrate fiscali o sui prestiti per finanziare la spesa pubblica, al contrario il denaro può essere creato in modo sicuro indipendentemente da questi fattori.

L'indice [MSCI Asia ex Japan](#) monitora la performance di una rappresentanza di titoli a grande e media capitalizzazione in 2 mercati su 3 nei paesi sviluppati (ad esclusione del Giappone) e in 8 mercati dei paesi emergenti in Asia.

L'indice [MSCI Australia](#) misura la performance di 60 titoli a grande e media capitalizzazione che rappresentano circa l'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante libero in Australia.

L'indice [MSCI EM](#) monitora la performance di una rappresentanza di titoli a grande e media capitalizzazione in 23 mercati dei paesi emergenti.

L'indice [MSCI Japan](#) misura la performance di 259 titoli a grande e media capitalizzazione che rappresentano l'85% circa della capitalizzazione del mercato giapponese.

L'indice [NASDAQ](#) è un indice ponderato in base alla capitalizzazione di mercato di circa 3.000 azioni quotate sulla borsa Nasdaq.

L'[Assemblea Nazionale del Popolo \(NPC\)](#) è l'assemblea legislativa cinese che tiene delle sessioni annuali ogni primavera.

Il [National Bureau of Economic Research](#), fondato nel 1920 negli Stati Uniti, conduce e diffonde ricerche economiche neutrali.

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

L'[Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico \(OCSE\)](#) ha 35 Paesi aderenti e si pone come obiettivo quello di promuovere il progresso economico e il commercio mondiale.

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.

Il "[Phase One deal](#)" è un accordo commerciale firmato da Stati Uniti e Cina il 15 gennaio 2020.

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

I [tassi reali](#) correggono le variazioni dei valori nominali per fattori come l'inflazione.

Per [Repubblicano](#) si intende il Partito Repubblicano, uno dei due principali partiti negli Stati Uniti.

La [Reserve Bank of India \(RBI\)](#) è la banca centrale dell'India.

I [premi al rischio](#) sono il rendimento extra rispetto al tasso di rendimento privo di rischio che ci si aspetta da un investimento. È una forma di compensazione riconosciuta agli investitori per il maggior rischio che tollerano.

Glossario

L'Indice [S&P 500](#) include 500 società leader statunitensi che coprono indicativamente l'80% della capitalizzazione di mercato statunitense disponibile.

Gli [obiettivi di sviluppo sostenibile \(SDG\)](#) sono stati fissati nel 2015 dall'Assemblea generale delle Nazioni Unite e dovrebbero essere raggiunti entro il 2030. Si tratta di una collezione di 17 obiettivi globali intercorrelati pensati come linea guida per realizzare un futuro migliore e più sostenibile per tutti.

Per [stagflazione](#) si intende un'economia che sperimenta una stagnazione nella produzione economica e allo stesso tempo un aumento dell'inflazione.

Lo [Stoxx Europe 600](#) è un ampio indice che traccia la performance di 600 società di varie dimensioni di 17 paesi europei.

L'indice [Swiss Market Index \(SMI\)](#) comprende 20 titoli a grande e media capitalizzazione.

Lo [spread](#) è la differenza nel rendimento quotato di due investimenti, più comunemente usata per confrontare i rendimenti delle obbligazioni.

Un processo di [asset allocation strategica](#) richiede la definizione di allocation privilegiate per le asset class su un orizzonte di medio-lungo termine.

La [Taskforce on Nature-related Financial Disclosures \(TNFD\)](#) mira a definire e mettere a disposizione delle organizzazioni un quadro per la gestione del rischio e la comunicazione delle informazioni, per segnalare e intervenire sui rischi in evoluzione legati alla natura, con l'obiettivo finale di favorire uno spostamento dei flussi finanziari globali da risultati negativi per la natura verso risultati positivi per la natura.

I [Treasury](#) sono obbligazioni emesse dal governo degli Stati Uniti.

Il [Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente](#), istituito nel 1972, cerca di promuovere la cooperazione internazionale e di stimolare programmi di azione collettivi per affrontare la triplice crisi planetaria del cambiamento climatico, della perdita della natura e della biodiversità, dell'inquinamento e dei rifiuti.

[USD](#) è il codice valutario del dollaro statunitense.

[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.

Il [rendimento](#) è il rendimento di un investimento, considerando gli interessi o i dividendi ricevuti da un titolo, solitamente espresso annualmente come percentuale sul costo dell'investimento, il suo attuale valore di mercato o il suo valore nominale.

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 statunitense) del 1933 e successive modifiche).

Nota importante

Il disclaimer specifico per gli Stati Uniti sarà disciplinato e interpretato in conformità con le leggi dello Stato del Delaware, indipendentemente da eventuali conflitti di legge che imporrebbero l'applicazione della legge di un'altra giurisdizione.

Germania

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

India

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

Italia

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

Lussemburgo

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

Spagna

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

Portogallo

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

Austria

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

