



Luglio 2022

# Update: CIO Insights



Mantenere saldo il timone  
Aggiornamento del quadro economico



# Sommario

---

01	Lettera agli investitori	pag. 2
02	Quattro rischi da monitorare	pag. 4
03	Aggiornamento macroeconomico e sulle asset class	pag. 5
04	Principali temi di investimento	pag. 18
05	Ipotesi sui mercati dei capitali a lungo termine	pag. 21

---

## Lettera agli investitori



Christian Nolting  
Global CIO

# Mantenere saldo il timone

I mercati finanziari sono guidati dal sentiment, ma il sentiment riflette sempre una logica sottostante. Comprendere questa logica diventa particolarmente importante in un momento di grande incertezza.

Siamo solo a metà dell'anno e il 2022 è già un anno da ricordare per quanto riguarda gli aspetti di geopolitica, macroeconomia e cambiamenti di politica monetaria. Come aveva osservato Shakespeare in modo memorabile: "Quando arrivano i dispiaceri, non arrivano come singole spie, ma in battaglioni". L'incertezza è ancora elevata su molti fronti, tra cui i futuri livelli di inflazione, i problemi delle catene di approvvigionamento mondiali, la crescita economica, le risposte politiche e, soprattutto, il coronavirus.

Come sempre, i prezzi di mercato riflettono una serie di ipotesi su ciò che accadrà in seguito. Questi presupposti possono ovviamente cambiare in futuro. È possibile, ad esempio, che i mercati inizino ad attendersi un inasprimento della politica monetaria meno aggressivo di quello attuale, con conseguenti molteplici impatti sull'attrattiva relativa delle diverse asset class. È inoltre importante ricordare che il prezzo di mercato rappresenta anche una visione composita di più rischi, non una semplice valutazione di un singolo problema.

Quale lezione possiamo trarre da questo in termini di gestione del portafoglio?

In primo luogo, livelli di incertezza elevati non devono portare a sospendere il processo decisionale riguardo la costruzione del portafoglio. Può essere difficile prevedere il futuro, ma la logica di mercato cerca continuamente di prevederlo e i portafogli devono tenere conto del mutamento delle aspettative di mercato.

In secondo luogo, è molto importante non limitarsi a uno sguardo superficiale sugli eventi. Se i mercati scontano una valutazione composita, ha senso comprendere i diversi fattori che la compongono. All'interno di questa valutazione più granulare, dobbiamo però considerare i driver di prezzo sia a lungo che a breve termine.

Possiamo anche, credo, essere ragionevolmente certi su alcuni parametri. Quindi, anche se le aspettative sui futuri livelli dei tassi d'interesse si muoveranno ancora, l'era dei tassi d'interesse nominali bassissimi sembra ormai passato, pur essendo certamente prematuro parlare di "normalizzazione" delle politiche. L'aumento dei tassi spingerà a rivalutare l'attrattività relativa delle diverse classi di asset. Con il ritorno dell'attenzione al "reddito", potrebbe aumentare l'interesse verso l'obbligazionario, nonostante la possibilità di un aumento dei tassi di default rispetto agli attuali livelli molto bassi. Questo, a sua volta, potrebbe far venir meno la tesi dell'assenza di alternative rispetto all'azionario (TINA, "there is no alternative"), anche se non del tutto. Complessivamente le valutazioni dell'azionario sono ancora interessanti e le nostre previsioni vedono una crescita sull'orizzonte dei 12 mesi, anche se con volatilità.

A livello granulare, le ipotesi di rialzo dei tassi di interesse andranno a pesare sulle singole classi di asset, ad esempio, sull'attrattiva relativa di diversi stili e settori azionari, come si è visto nella performance dei titoli "growth" e "value" negli ultimi mesi. Occorrerà continuare a concentrarsi sulla gestione immediata dei rischi. Ma, tornando alla seconda conclusione di cui sopra, rimane importante mantenere la disciplina, guardare oltre i movimenti immediati del mercato e mantenere saldi gli obiettivi, l'asset allocation e i temi d'investimento di lungo termine.

La previsione del futuro non è, ovviamente, una semplice estrapolazione del passato. L'economia globale potrebbe presentarsi in modo molto diverso tra 12 mesi. Ritengo però che dobbiamo lavorare ipotizzando che il contesto macroeconomico e degli investimenti potrebbe rimanere molto fragile. La ripresa non sarà semplice e, anche nello scenario più ottimistico (ad esempio, sulla riapertura dell'economia cinese), i problemi come quelli che affliggono le supply chain richiederanno del tempo per essere risolti. Rimango inoltre molto preoccupato per le tensioni sociali e umanitarie causate dalla pandemia in molti Paesi, dall'inflazione o dall'interruzione delle forniture alimentari dall'Ucraina: queste tensioni potrebbero peggiorare ulteriormente prima di vedere un miglioramento.

Credo comunque che gli insegnamenti principali che possiamo trarre rimangano: non rimandare le decisioni sul portafoglio, utilizzare in modo appropriato le strategie di gestione del rischio e mantenere saldi gli obiettivi di lungo termine. Ecco come orientarsi nella seconda metà del 2022 e oltre. Come sempre, sarà nostro piacere guidarvi.

Christian Nolting

Christian Nolting  
Global CIO



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



# 02

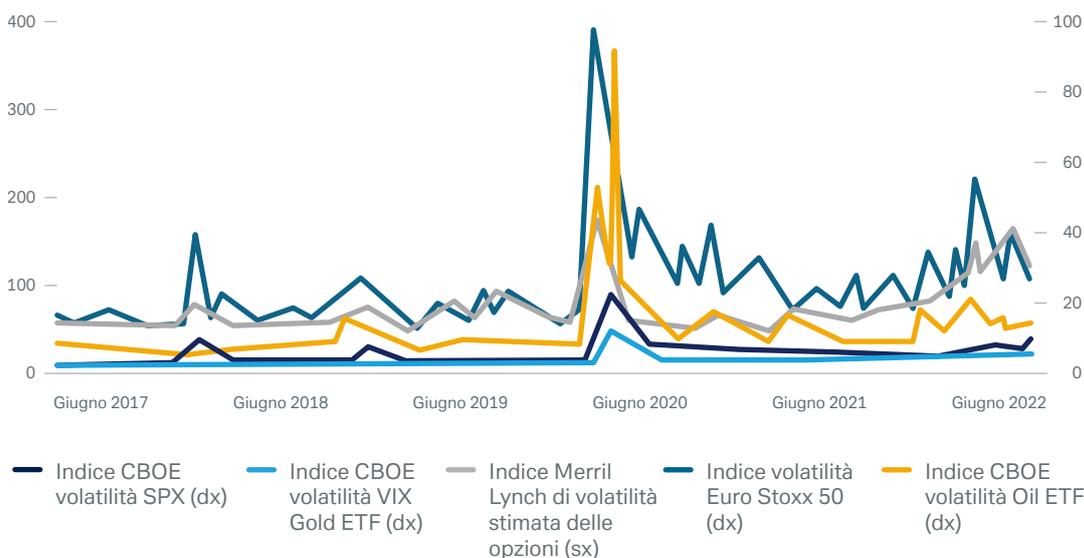
## Quattro rischi da monitorare

**Il conflitto tra Russia e Ucraina.** In assenza di prospettive in vista di una soluzione del conflitto, l'allontanamento dei Paesi occidentali dalle importazioni di energia dalla Russia ha già causato un rialzo dei prezzi dell'energia. Poiché è impossibile passare immediatamente alle energie rinnovabili, la necessità di garantire le forniture impone di dover mantenere scorte di petrolio e gas, e questo ha determinato un aumento dei prezzi e potrebbe contribuire a mantenerli elevati. D'altra parte il blocco da parte della Russia delle esportazioni agricole ucraine (uno dei maggiori esportatori mondiali di grano e mais) ha provocato un forte aumento dei prezzi dei prodotti alimentari in tutto il mondo. Si prevedono ulteriori sanzioni occidentali e misure di ritorsione, che farebbero a loro volta aumentare le pressioni inflazionistiche.

**Inflazione e duro colpo per l'economia.** I riflettori puntati sulla risposta delle banche centrali al rialzo dell'inflazione hanno fatto sorgere il timore che possano accelerare i rialzi dei tassi e di un "duro colpo" all'economia, contribuendo così in modo determinante alla volatilità dei mercati (Figura 1).

Figura 1: mercati in movimento – Volatilità 2017-2022

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 31 luglio 2022.



**Elezioni di metà mandato negli Stati Uniti.** Nella corsa alle elezioni, saranno importanti anche le risposte politiche e di politica fiscale all'inflazione. I democratici hanno faticato finora ad attuare il loro programma politico e una sconfitta elettorale limiterebbe ulteriormente il margine di manovra elettorale dell'amministrazione.

**Cina e crescita globale.** Data l'importanza cruciale della produzione economica cinese per la crescita globale, la sua politica dinamica di zero-Covid non solo ha colpito i consumi interni (in uno dei mercati più importanti del mondo), ma ha anche prolungato o esacerbato le difficoltà delle catene di fornitura internazionali. In questo momento sembra che si stia andando verso una parziale uscita dalle restrizioni, con segni di una politica economica più pragmatica, ma i mercati finanziari continueranno a tenere sott'occhio il percorso di uscita dal lockdown del Paese. La riapertura potrebbe far crescere la domanda di energia e stimolare l'economia, accelerando così la ripresa economica globale. Se la crescita cinese dovesse aumentare come previsto nel secondo semestre, potrebbe però alimentare un ulteriore aumento dei prezzi dell'energia.

# 03

## Aggiornamento macroeconomico e sulle asset class

### Aspetti macroeconomici

Le prospettive macroeconomiche per il 2022 sono peggiorate rispetto all'inizio dell'anno. I prezzi globali dell'energia, già elevati, sono aumentati ulteriormente a causa della guerra tra Russia e Ucraina. I consumi delle famiglie hanno risentito non solo di questo rialzo, ma anche dell'aumento dell'inflazione in generale, in particolare dei prezzi dei generi alimentari. Allo stesso tempo, le imprese stanno frenando gli investimenti a causa dell'incertezza macroeconomica. Con la risposta sempre più forte della Federal Reserve agli alti tassi di inflazione che rischiano di frenare l'economia statunitense, abbiamo quindi ridimensionato le nostre previsioni di crescita del PIL per il 2022, portandole al 2,0% per gli Stati Uniti e al 2,9% per l'Eurozona (Figura 2). Quest'ultima rimane esposta a un rischio di recessione tecnica se le importazioni di gas naturale dalla Russia dovessero essere interrotte improvvisamente.

Figura 2: previsioni di crescita del PIL per il 2022 e 2023 (%)

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 28 giugno 2022.

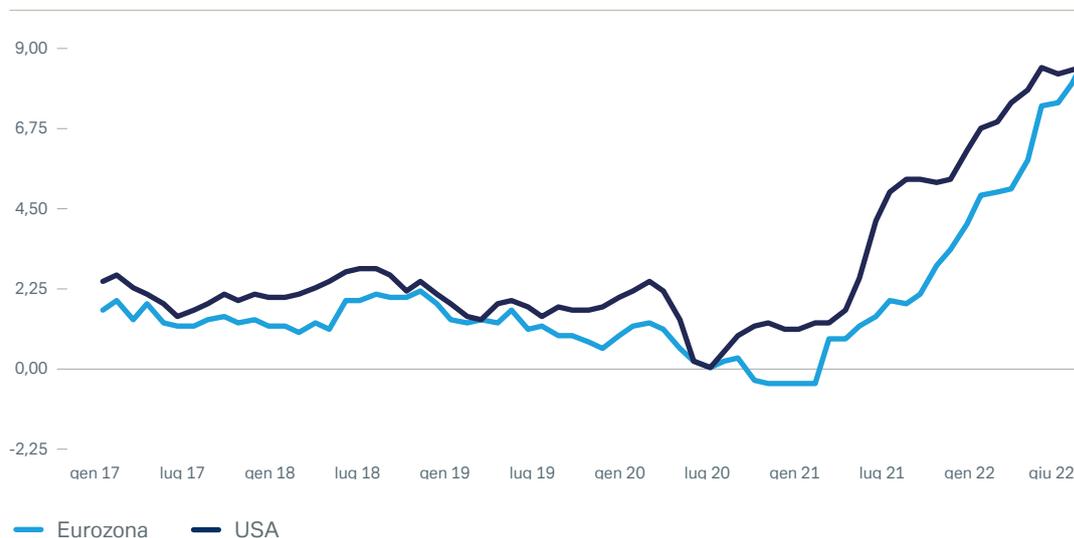
	2022	2023
 Stati Uniti*	2,0	0,8
 Eurozona	2,9	1,8
 Germania	1,9	2,2
 Francia	2,6	1,6
 Italia	2,8	1,4
 Spagna	4,5	2,4
 UK	3,5	0,7
 Giappone	1,7	1,8
 Cina	3,8	5,3
 India	7,0	6,0
 Brasile	1,0	1,5
 Russia	-6,0	-1,0
 Mondo	3,1	3,1

\* Per gli Stati Uniti, la crescita del PIL (4° trimestre/4° trimestre) è pari al 0,6% nel 2022 e all'1,6% nel 2023.

Probabilmente la Cina rappresenterà un freno per la crescita, a livello globale e in altri mercati emergenti, a causa delle restrizioni per i lockdown anti-Covid e delle difficoltà del mercato immobiliare. Pur attendendo una certa riapertura, prevediamo una crescita del PIL cinese di appena il 3,8% quest'anno, ben al di sotto dell'obiettivo ufficiale.

Figura 3: tassi di inflazione negli Stati Uniti e nell'Eurozona

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 30 giugno 2022.



Negli Stati Uniti l'inflazione potrebbe aver già raggiunto il suo picco, mentre nell'Eurozona è probabile un ulteriore aumento dell'inflazione a causa di effetti base che si manifesteranno più tardi. (la figura 3 presenta i tassi storici per entrambe le regioni). Tuttavia, nella seconda metà del 2022 dovrebbero diminuire anche le tensioni causate dall'aumento dei prezzi dell'energia. La ripresa dovrebbe essere sostenuta dalla domanda repressa a seguito dei lockdown imposti per controllare la pandemia, dalla parziale risoluzione dei problemi delle supply chain, soprattutto nei Paesi europei. Nel 2023, la crescita del PIL potrebbe risultare inferiore, dell'1,8% in Eurozona e abbiamo abbassato la previsione del tasso di crescita del PIL statunitense allo 0,8% nel 2023 aspettandoci una recessione leggera nella prima metà del 2023, ma l'inflazione dovrebbe scendere nettamente rispetto agli attuali livelli elevati.

## Aspetti macroeconomici

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Dal punto di vista macro, difficoltà per i settori ciclici e sensibili ai tassi di interesse
- La determinazione della Fed a combattere l'inflazione potrebbe portare a una lieve recessione negli Stati Uniti nel primo semestre del 2023
- L'incertezza macroeconomica alimenta la volatilità dei mercati

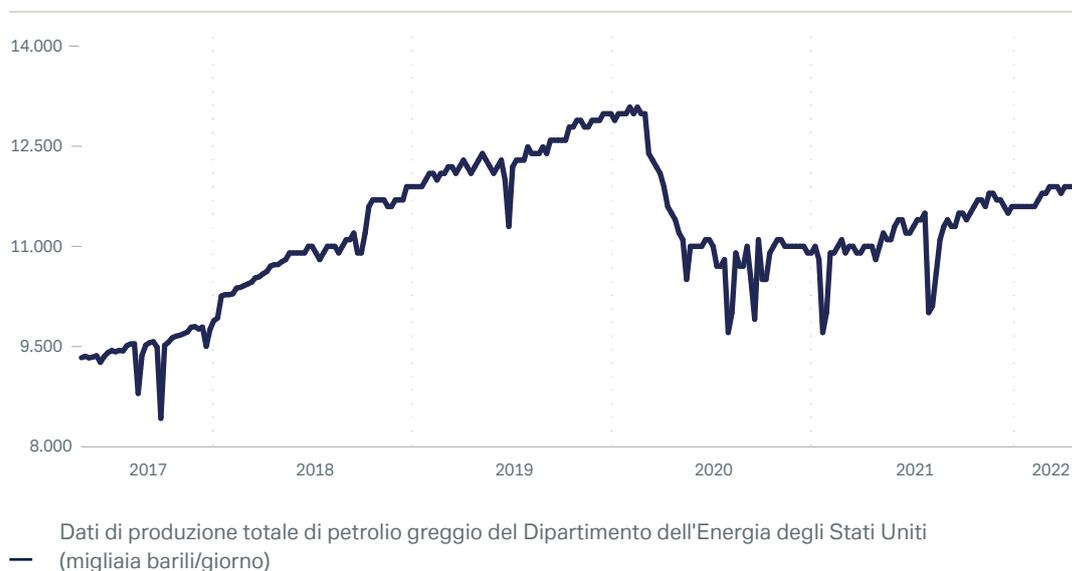
## Materie prime

**Petrolio:** Nonostante i lockdown in Cina (il più grande importatore di petrolio al mondo) abbiano frenato la domanda interna di petrolio, il prezzo del petrolio è rimasto al di sopra dei 100 dollari al barile. Con il ridimensionamento di questi lockdown, prevediamo che la domanda cinese si riprenda rapidamente, soprattutto grazie ai probabili stimoli di politica fiscale.

Nel frattempo, le restrizioni sulle forniture russe sembrano destinate a permanere e sembra improbabile un aumento dell'offerta globale soprattutto con l'UE che ha accettato di vietare la maggior parte delle importazioni marittime di petrolio russo entro novembre e le importazioni di prodotti petroliferi a partire da gennaio 2023. Alla luce della disciplina degli investimenti mantenuta dagli Stati Uniti, nei prossimi 12 mesi probabilmente si realizzerà solo un aumento limitato della produzione statunitense, che rimane al di sotto dei livelli pre-Covid (Figura 4). La produzione dell'OPEC+ è stata inferiore ai suoi obiettivi. Il taglio degli investimenti negli ultimi anni ha limitato la capacità di alcuni piccoli Paesi membri dell'OPEC+, impedendo a questo cartello di aumentare significativamente la produzione. Prevediamo quindi che le scorte OCSE impiegheranno un po' di tempo per tornare ai livelli pre-Covid.

Figura 4: delude la produzione petrolifera statunitense

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 24 giugno 2022.



**Metalli industriali:** Data l'enorme importanza della Cina - che rappresenta oltre il 50% della domanda globale per la maggior parte dei metalli industriali - ci aspettiamo che i metalli di base siano alquanto favoriti dalla ripresa dell'attività economica in Cina. Gli alti costi dell'energia stanno già favorendo la tematica della decarbonizzazione, migliorando le prospettive per metalli industriali necessari per produrre le tecnologie del futuro.

**Oro:** L'aumento dei rendimenti reali non è favorevole per l'oro. Riteniamo però che il mercato stia già scontando la massima rigidità in termini di prospettive dei tassi. Finora, gli investitori hanno utilizzato l'oro come liquidità piuttosto che per scopi di copertura. Tuttavia, con le elevate probabilità di una recessione leggera, preoccupazione di inflazione persistente e le continue tensioni geopolitiche, l'oro potrebbe ricominciare a mostrare le sue caratteristiche di bene rifugio e ad essere sostenuto dalla domanda degli investitori. La figura 5 presenta le nostre previsioni sulle materie prime a fine giugno 2023.

## Scarse prospettive di un aumento significativo della produzione globale di petrolio.

Figura 5: previsioni sulle materie prime a fine giugno 2023

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 28 giugno 2022.



## Materie prime

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- La debolezza della risposta dell'offerta e la scarsità delle scorte mantengono elevati i prezzi del petrolio
- La ripresa della domanda cinese e la decarbonizzazione sostengono i metalli come il rame
- La domanda di copertura nel contesto della volatilità del mercato potrebbe spingere al rialzo i prezzi dell'oro

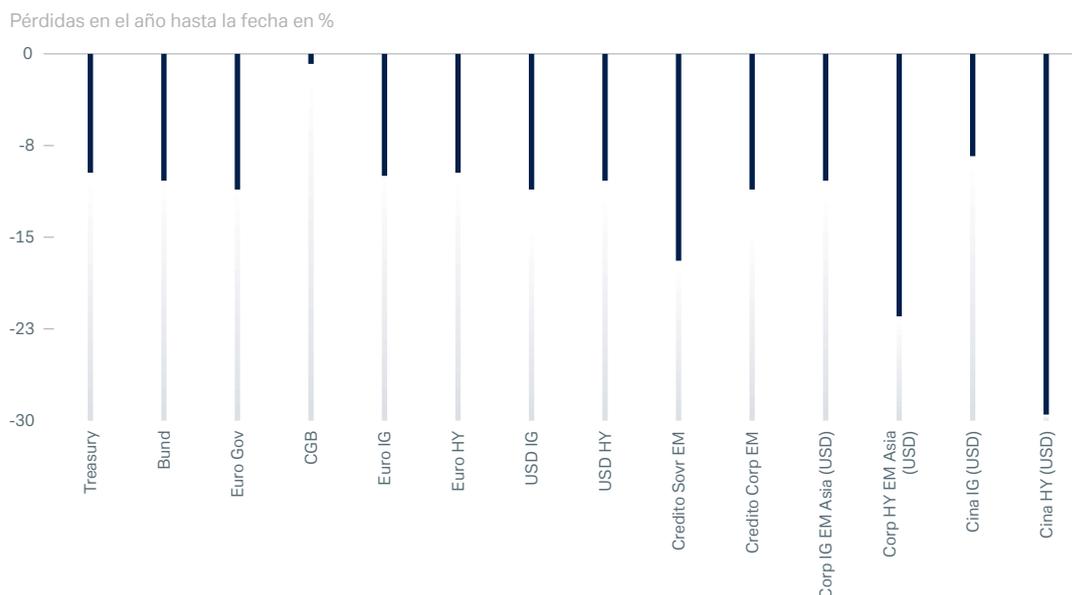
## Obbligazionario

I titoli di Stato dei mercati sviluppati hanno avuto un percorso accidentato quest'anno. La volatilità ha continuato a salire e, se i rendimenti sono complessivamente saliti negli Stati Uniti e nell'Eurozona, ci sono stati periodi in cui i rendimenti hanno subito bruschi cali a causa dei timori per la crescita. I titoli di Stato hanno generato rendimenti reali negativi su tutte le scadenze. La Figura 6 mostra i cali dell'anno in corso.

Dopo un inizio d'anno difficile, le obbligazioni dovrebbero riconquistare l'interesse degli investitori grazie al ritorno dei livelli di rendimento assoluto a valori interessanti.

Figura 6: cali delle obbligazioni: Non c'è posto per i rendimenti negativi

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 30 giugno 2022.



La maggior parte, ma non tutto, dell'aumento dei rendimenti potrebbe essere ormai alle nostre spalle. L'inflazione potrebbe raggiungere il picco negli Stati Uniti nel 3° trimestre e rallentare. La crescita del PIL dovrebbe anche togliere una certa pressione dai funzionari della Banca Centrale. Anche i livelli dei rendimenti assoluti sono tornati in una forchetta tale da indurre gli investitori a considerare le obbligazioni come un'asset class investibile e generatrice di reddito. Ciononostante, in futuro l'inasprimento della politica delle banche centrali influenzerà i rendimenti dei titoli di Stato, soprattutto nella parte breve della curva. In particolare, la riduzione del bilancio della Fed potrebbe rappresentare un fattore determinante per la restante dell'anno per i Treasury statunitensi.

I rendimenti nominali dei titoli di Stato sembrano essere vicini al massimo in questo ciclo più tardi del previsto. Prevediamo un modesto aumento dei rendimenti reali rispetto ai livelli attuali, poiché nell'orizzonte di previsione non prevediamo un aumento delle aspettative di inflazione.

## Titoli di Stato

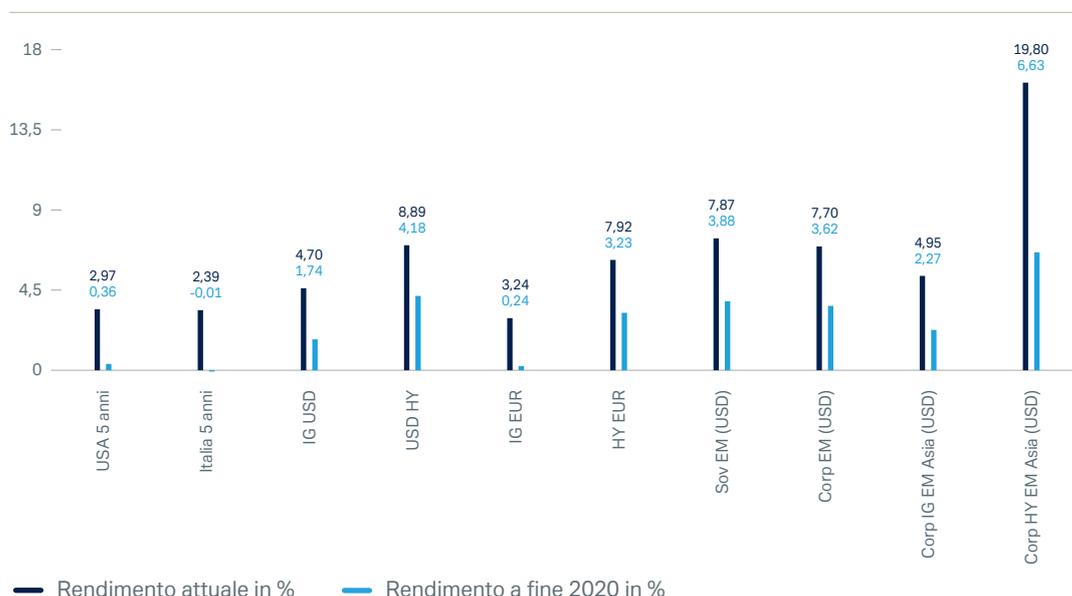
Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- I titoli di Stato (in particolare quelli a lungo termine) acquisiranno maggiore attrattività dal punto di vista del profilo di rischio-rendimento.
- Non attendendoci una recessione nel 2022, è probabile che la curva dei rendimenti rimanga leggermente inclinata verso l'alto.
- I rendimenti reali dovrebbero salire e mantenersi positivi negli Stati Uniti.

La capacità di servizio del debito delle società statunitensi rimane solida poiché il rapporto di copertura degli interessi mediano per l'investment grade (IG) rimane al di sopra di 12 volte, circa 2 volte al di sopra dei livelli pre-Covid, mentre nel segmento High Yield (HY) il rapporto è anche salito al livello più alto dal 2008. Tuttavia, i fondamentali di bilancio hanno già iniziato a deteriorarsi quando le aziende hanno iniziato a spendere per riacquisti di azioni, dividendi e spese in conto capitale, il che sta riducendo i livelli di liquidità. I recenti episodi di inversione della curva dei rendimenti continueranno a suscitare ansia tra gli investitori che continueranno ad aspettarsi un indebolimento dell'attività economica nei prossimi 12 mesi. Ora, con l'aspettativa di una recessione leggera nel mix, è probabile che assisteremo a episodi ricorrenti di volatilità nello spazio creditizio statunitense poiché anche gli investitori inizieranno a valutare le loro preoccupazioni per i tassi di insolvenza più elevati nei prossimi anni.

Figura 7: rendimenti obbligazionari

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 30 giugno 2022.



Anche la capacità di servizio del debito degli emittenti di crediti in EUR rimane solida. Anche i fondamentali di bilancio restano solidi nonostante i segnali di un picco. Tuttavia, la crescente aggressività della BCE e la fine dell'Asset Purchase Program (APP), in base al quale la banca centrale ha effettuato acquisti lordi per una media di oltre 7 miliardi di euro al mese dal 2020, è stata considerata dagli investitori. L'incremento dei rendimenti del Bund e la guerra in Ucraina sono stati altrettanto negativi per l'HY europeo, con l'incertezza macroeconomica che ha mantenuto gli investitori scettici sugli asset rischiosi. Ma ora il pessimismo è stato ampiamente scontato. Il significativo ampliamento degli spread suggerisce un certo margine di manovra.

Le prospettive per i titoli corporate EM sono offuscate dagli effetti di eventi geopolitici e dall'aumento dei rendimenti nei mercati sviluppati. Questo è però ampiamente compensato dai prezzi elevati delle materie prime e dal miglioramento dei fondamentali. Pur essendovi rischi specifici che interessano i vari paesi (ad esempio, per quanto riguarda il settore immobiliare cinese), l'elevata diversificazione dell'asset class dovrebbe essere in grado di contenere i rischi e mantenere stabili gli spread. La figura 7 confronta i rendimenti delle varie classi di asset creditizie con quelli prevalenti alla fine del 2020.

La capacità di servizio del debito rimane forte nei mercati del credito degli Stati Uniti e dell'Eurozona, mentre gli spread degli EM dovrebbero rimanere stabili.

Figura 8: previsioni per l'obbligazionario per fine giugno 2023

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 28 giugno 2022.



## Credito corporate

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Le obbligazioni investment grade sono state rivalutate e rimangono una componente importante del portafoglio.
- I rischi dei titoli high yield dovrebbero essere premiati se, come prevediamo, verrà evitata una recessione.
- Le preoccupazioni sui paesi EM sono ampiamente compensate dall'aumento dei prezzi delle materie prime e dal miglioramento dei fondamentali



## Cambi

A causa della volatilità dei mercati, dei primi rialzi dei tassi da parte della Fed e delle incertezze geopolitiche, gli investitori continuano a cercare l'USD come valuta rifugio. Il previsto percorso di rialzo dei tassi della Fed rispetto a quello della Banca Centrale Europea (BCE) rappresenta un altro elemento favorevole.

Se da una parte è possibile che l'USD continui a essere richiesto nel breve termine, dall'altro potrebbe invece deprezzarsi nel medio termine, dato che il corso della politica monetaria negli Stati Uniti è già ampiamente scontato. Esiste inoltre una possibilità che la politica monetaria dell'Eurozona assuma un orientamento più restrittivo di quello attualmente previsto, soprattutto nel 2023. Per questo motivo, prevediamo che EUR/USD si attesti a 1,10 per la fine di giugno 2023.

All'inizio di maggio l'ampliamento dei differenziali di rendimento tra Giappone e Stati Uniti ha portato lo yen ai minimi di 24 anni a giugno. Per la fine di giugno 2023, prevediamo solo un leggero apprezzamento, fino a 130 USD/JPY.

Il continuo aumento dei tassi d'inflazione, in relazione a una crescita economica già in rallentamento, sta sfavorendo la sterlina e creando preoccupazioni per la Banca d'Inghilterra. Le aspettative del mercato sul rialzo dei tassi di interesse nel Regno Unito potrebbero essere troppo alte. La previsione di GBP/USD è di 1,20 al giugno 2023.

Il differenziale di rendimento tra Cina e Stati Uniti potrebbe ampliarsi per effetto dell'indebolimento dell'economia cinese. È però probabile che il governo cinese ricorra al sostegno di finanza pubblica per evitare un eccessivo rallentamento economico. Prevediamo quindi che il CNY si aggiri sui livelli attuali di USD/CNY 6,75 nel giugno 2023. La figura 9 riassume le nostre previsioni a fine giugno 2023 per i principali rapporti di cambio.

### Figura 9: previsioni sui cambi a fine giugno 2023

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 28 giugno 2022.

EUR vs. USD	1,10
USD vs. JPY	130
EUR vs. JPY	143
EUR vs. GBP	0,92
GBP vs. USD	1,20
USD vs. CNY	6,75

## Cambi

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Nei prossimi mesi l'USD potrebbe iniziare a perdere forza
- La possibilità di un inasprimento delle politiche dell'Eurozona potrebbe sostenere l'euro
- Il CNY potrebbe rimanere intorno ai livelli attuali, dopo il calo subito di recedente

## Azionario (mercati sviluppati)

---

Negli ultimi mesi i mercati azionari globali hanno registrato significativi ribassi a causa dell'accelerazione della politica monetaria, del forte aumento dei rendimenti obbligazionari, del rallentamento della crescita, del protrarsi della guerra tra Russia e Ucraina e dei ripetuti lockdown in Cina dovuti al Covid.

Il sentiment degli investitori è stato basso, il mercato azionario globale sta già scontando una recessione leggera negli USA che prevediamo nel 2023. La figura 10 si concentra sui problemi incontrati dai titoli ciclici europei, mentre la figura 11 analizza i ribassi complessivi registrati finora.

Ai livelli attuali, tuttavia, le quotazioni azionarie sembrano in generale ragionevoli negli Stati Uniti ed economiche altrove. Tuttavia, sullo sfondo del deterioramento del contesto macroeconomico, riteniamo che le stime sugli utili siano troppo elevate e saranno riviste nei prossimi mesi. Mentre il consenso di stima degli intermediari istituzionali (I/B/E/S) prevede che gli utili dell'S&P 500 crescano di quasi il 10% annuo fino al 2025, riteniamo che gli utili per azione (EPS) dell'indice abbiano maggiori probabilità di rimanere stabili nel prossimo anno, sostenuti grazie agli utili resilienti delle società del mondo digitali. Al di fuori degli Stati Uniti, tuttavia, è probabile che gli utili diminuiscano a causa della ponderazione relativamente più elevata dei titoli ciclici e dell'assenza di grandi società IT.

Il contesto evidenzia un rialzo a singola cifra in media per i principali mercati azionari su un orizzonte di 12 mesi, come mostrato dalle nostre previsioni nella Figura 12. Riteniamo che le preoccupazioni per la crescita economica, l'inflazione e gli utili manterranno elevata la volatilità del mercato nel breve termine.

Tuttavia, se i mercati dovessero testare nuovamente i minimi recenti, gli investitori a lungo termine dovrebbero prima ribilanciare i portafogli e quindi prendere in considerazione l'incremento del rischio una volta che la situazione si sarà stabilizzata.

In generale, nell'attuale contesto inflazionistico, nella selezione dei titoli è bene tenere conto della capacità di determinazione dei prezzi e delle strutture di costi (energia, manodopera), e distinguere tra titoli value e growth che presentano quotazioni ragionevoli, oltre che tra le varie regioni.

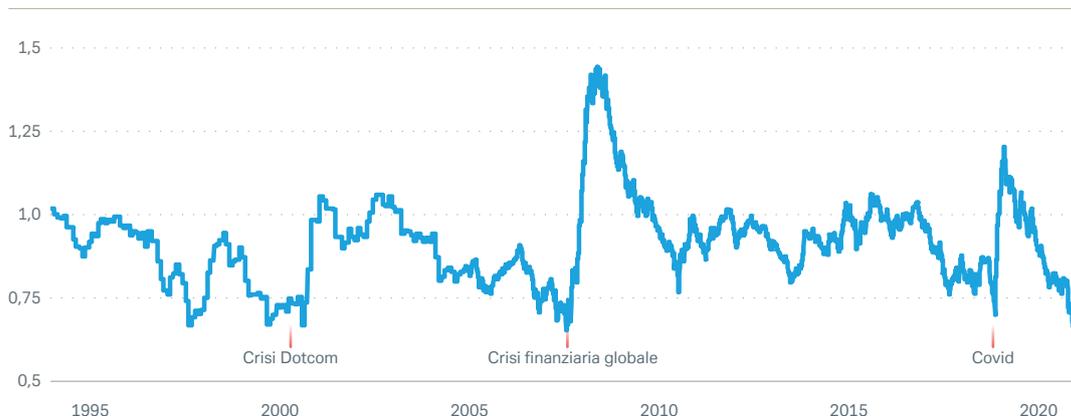
### Azionario dei mercati sviluppati

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Le valutazioni appaiono complessivamente ragionevoli, ma le aspettative sugli utili restano troppo ottimistiche
- Aspettiamoci che l'elevata volatilità del mercato azionario persista
- Nella selezione dei titoli occorre tenere conto della capacità di determinazione dei prezzi e della struttura dei costi.

Figura 10: i titoli ciclici europei sono scambiati ai livelli della precedente recessione

Fonte: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 29 giugno 2022.



● Ciclici europei\* NTM P/E rispetto ai difensivi\*\*

\*Ciclici: materiali, industriali, consumi discrezionali, energia e banche

\*\*Difensivi: consumo di base, sanità, utilities

## Azionario (mercati emergenti)

I titoli azionari cinesi hanno sofferto a causa di un crollo della domanda interna e dell'attività economica indotto dal lockdown, nonché per il timore che gli Stati Uniti cancellino gli American Depositary Receipts (ADR) cinesi per questioni di trasparenza. Dall'inizio del 2022 le valutazioni medie (rapporto P/E a 12 mesi) delle azioni H e delle azioni A quotate a Hong Kong sono scese rispettivamente del 7% e del 19% circa. Per l'MSCI China vediamo una possibilità di recupero a una cifra percentuale rispetto ai livelli attuali, su un orizzonte di 12 mesi. Anche se la questione degli ADR cinesi potrebbe essere risolta quest'estate, risolvendo così il sentiment del mercato, è improbabile che i titoli azionari cinesi riguadagnino pienamente il favore degli investitori internazionali fino a quando i lockdown non saranno sostanzialmente terminati.

Figura 11: ribasso dei mercati azionari dai massimi precedenti

Fonte: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 29 giugno 2022.



● Ribasso massimo ● Ribasso attuale

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 Luglio 2022.

Alla luce del fatto che il commercio intraregionale è destinato a beneficiare dell'allentamento delle restrizioni anti-Covid in tutti Paesi emergenti asiatici, e del fatto che tutti i settori da noi preferiti (finanza, materiali ed energia) scambiano al di sotto delle rispettive valutazioni mediane a 10 anni, vediamo potenzialità di un rialzo significativo per l'MSCIEM Asia su un orizzonte di 12 mesi.

Alcuni titoli dell'energia e dei materiali nei Paesi emergenti dell'America Latina offrono rendimenti da dividendo elevati, con medie di settore rispettivamente del 22% e del 7%. Siamo cautamente ottimisti su una ripresa a una cifra dell'indice MSCI EM LatAm, su un orizzonte di 12 mesi. Gli investitori dovrebbero però tenere conto delle incertezze politiche e sociali regionali e i rischi di deprezzamento della valuta locale.

---

I mercati azionari globali sono stati interessati da un'importante ondata di vendite e il sentimento degli investitori è basso, ma le valutazioni sembrano complessivamente ragionevoli e intravediamo un interessante rialzo su un orizzonte di 12 mesi.

---

Figura 12: previsioni degli indici azionari per fine giugno 2023

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 28 giugno 2022.

---

### Previsioni per gli indici azionari

 S&P 500	4.200
 DAX	13.900
 EuroStoxx 50	3.650
 Stoxx Europe 600	430
 MSCI Japan	1.150
 SMI	11.250
 FTSE 100	7.250
 MSCI EM	1.060
 MSCI Asia ex Japan	695
 MSCI Australia	1.350

## Azionario mercati emergenti

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- Valutazioni cinesi in forte calo per riprendersi gradualmente sulla scia dell'allentamento delle restrizioni COVID
- Potenzialità di rialzo per l'MSCI EM Asia su 12 mesi
- Cautamente ottimisti sui paesi dell'America Latina ma con vari rischi

## Immobiliare

---

Nella prima metà del 2022 il settore immobiliare ha mantenuto un forte slancio su prezzi e canoni. Fanno eccezione l'Europa dell'Est (a causa della guerra in Ucraina) e la Cina (frenata dall'indebitamento delle società immobiliari e dalla debolezza della domanda causata dal lockdown). Tuttavia, entro i prossimi 12 mesi potremmo assistere a una ripresa sostenibile in Cina, qualora il governo allenti la sua politica zero Covid e attui una strategia a più lungo termine per promuovere la crescita. Altrove, negli Stati Uniti e in Europa, le condizioni di finanziamento sono notevolmente peggiorate. Negli Stati Uniti il tasso medio dei mutui a 30 anni è salito vicino al 6%, il livello più alto dal 2008, avendo la Fed iniziato il ciclo di rialzo dei tassi e di riduzione del bilancio. Nell'Eurozona la BCE terminerà i suoi acquisti netti di attività a luglio e prevediamo che il tasso sui depositi sarà portato a quasi l'1% entro la fine dell'anno, rendendo più costoso finanziarsi.

Anche se la minore accessibilità economica potrebbe pesare sulla domanda immobiliare, la solidità del mercato del lavoro e l'aumento dei salari in termini nominali dovrebbero invece impedire un calo dei prezzi. Gli alti prezzi delle materie prime stanno inoltre facendo lievitare i costi di costruzione, alimentando così l'aumento dei prezzi e riducendo l'offerta. Potrebbero quindi continuare ancora a lungo gli attuali squilibri tra domanda e offerta, più evidenti nel segmento residenziale e in quello logistico. L'esperienza degli anni '70 e '80 (la figura 13 presenta il rendimento del settore residenziale statunitense) suggerisce che gli immobili possano ottenere buoni risultati anche in un contesto di recessione e offrire una copertura contro l'inflazione. Gli investitori dovrebbero privilegiare i segmenti di mercato che presentano bassi tassi di affitto o canoni indicizzati all'inflazione, al fine di capitalizzare appieno l'inflazione, che si mantiene elevata.

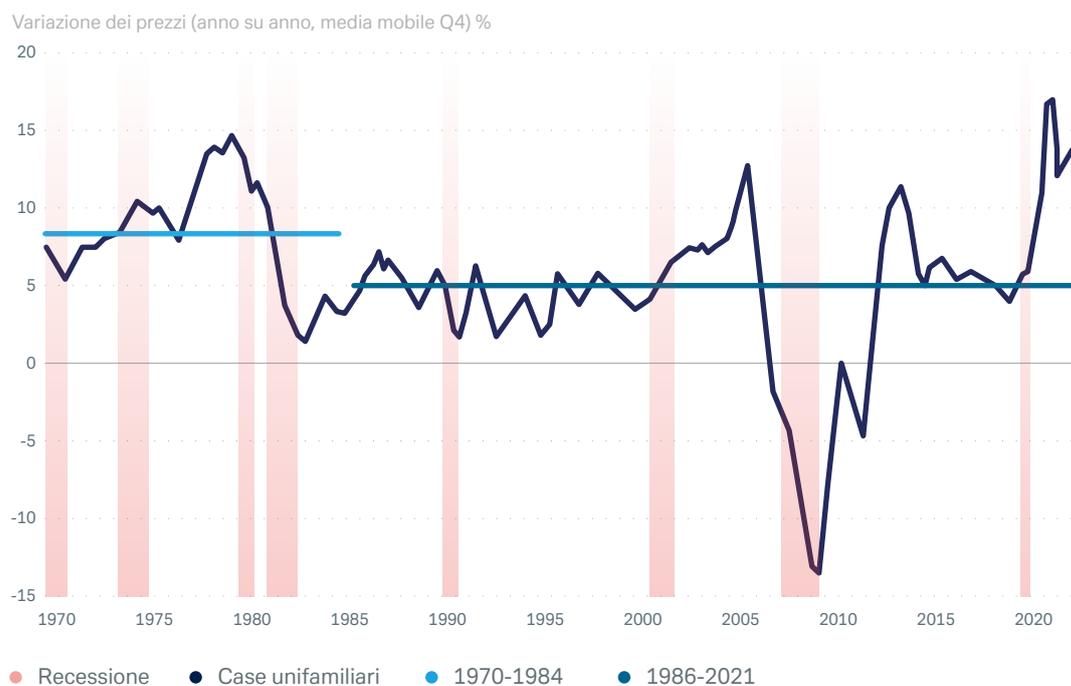
## Settore immobiliare

Implicazioni per il mercato e il portafoglio:

- L'andamento dei prezzi degli immobili e dei canoni dovrebbe rimanere positivo
- Aumento dei costi finanziari compensato dall'aumento dei salari nominali
- Privilegiare i segmenti di mercato con bassi tassi di sfritto e/o contratti di locazione indicizzati all'inflazione

Figura 13: il settore residenziale statunitense ha registrato buone performance negli anni '70

Fonte: National Association of Realtors, Moody's Analytics, National Bureau of Economic Research. Dati aggiornati al 30 giugno 2022.



# 04

## Principali temi di investimento



### ESG

Gli investimenti ESG stanno assumendo sempre maggiori sfumature e complessità. Le parole chiave sono misurazione e trasparenza: su questo fronte aiuteranno i progressi in materia di regolamentazione (ad es. MiFID II), tassonomia (ESMA) e informativa (TNFD). Potrebbero però essere necessari cambiamenti più radicali nella valutazione e nelle priorità per andare oltre l'approccio "do not harm" e raggiungere una reale sostenibilità: la "natura intesa come capitale" sarà un concetto cardine.



### Blue economy

La diversità del settore fa sì che finora i progressi normativi e di finanziamento siano stati limitati. La Conferenza delle Nazioni Unite sugli oceani e la COP27 (novembre) dovrebbero far crescere l'attenzione degli investitori sulla blue economy, ma è necessaria una maggiore chiarezza sui principi e i metodi di finanziamento pubblico/privato (ad esempio, i blue bond). Abbiamo bisogno di innovazione, sia in nuove aree che in settori consolidati (ad esempio, il trasporto marittimo).



### Idrogeno

L'idrogeno verde può ridurre le emissioni di gas a effetto serra e presenta ovviamente delle potenzialità in alcune industrie dove la decarbonizzazione è più difficile (chimica, acciaio), il trasporto a lungo raggio e lo stoccaggio di elettricità. La sua produzione è costosa, ma stanno proliferando dei programmi di prova, spesso in combinazione con fonti di energia rinnovabili. Il finanziamento pubblico sta aumentando e i recenti progressi tecnologici potrebbero ridurre i costi.



### Gestione delle risorse

Con la crescente sofisticazione della metodologia ESG, crescerà l'interesse per la gestione delle risorse. Una gestione efficace delle risorse naturali deve essere accompagnata dall'efficienza nella produzione e nel riciclo dei manufatti, mentre andiamo verso un'economia circolare. Le pressioni economiche a breve termine su alcuni impianti di riciclo non devono distrarre gli investitori dalle tendenze di fondo a lungo termine.



### Acqua

Il cambiamento climatico sta peggiorando i problemi di approvvigionamento idrico, a fronte peraltro di un aumento della domanda a causa della crescita demografica, dell'urbanizzazione e dell'innalzamento del tenore di vita nelle economie emergenti. La visione tradizionale degli investimenti nel settore idrico, basata sui servizi di pubblica utilità, deve cambiare, mentre aumenta l'innovatività del settore dal punto di vista tecnologico e finanziario, in risposta ai rigorosi obiettivi ambientali.



## Intelligenza artificiale (AI)

La rapida crescita degli investimenti nell'AI è espressione della fiducia nella sua capacità di risolvere problemi in diversi settori (sanità, mobilità, fintech, ecc.). Questo impulso non potrà che aumentare con l'avvicinarsi dell'intelligenza artificiale forte ("deep AI"). La risposta normativa ai rischi dell'AI (ad es. sorveglianza, dati personali) è per ancora agli inizi, e il panorama degli investimenti è destinato a cambiare continuamente e rapidamente.



## Sicurezza informatica

Le esigenze di sicurezza informatica stanno crescendo e i progressi dell'AI e di altre tecnologie correlate determineranno un'evoluzione delle tecniche. Al centro dell'attenzione ci sono settori come l'assistenza sanitaria, mentre il lavoro a distanza pone altre sfide. È probabile che prosegua il consolidamento del settore, vista la volontà delle imprese di colmare le lacune nei pacchetti di prodotti di protezione esistenti e il tentativo di realizzare economie di scala (ad esempio, combinando i feed di dati).



## Sanità e MedTech

La pandemia di coronavirus ha dimostrato che sono possibili e auspicabili nuovi approcci, sottolineando al contempo la necessità di un accesso equo a cure complete e di una gestione efficace della condivisione dei dati e della privacy. I vincoli di bilancio non spariranno, ma la tecnologia offrirà una via d'uscita in molte aree. In previsione di ulteriori rapidi cambiamenti, gli investimenti in capitale di rischio e di altro tipo si confermano elevati.



## Industria X.0 (compreso 5G)

La debolezza dei titoli tecnologici non sminuisce i fattori fondamentali alla base dell'Industria X.0 (reinvenzione radicale dei processi industriali e di altro tipo guidata dalla tecnologia digitale). La carenza di manodopera qualificata è un fattore "push" a breve termine. Tra i fattori "pull" a lungo termine vi sono la continua e rapida evoluzione tecnologica in molti settori e la capacità di coordinare questi progressi con una migliore comunicazione dei dati.



## Infrastrutture

In seguito alla riapertura delle economie post-Covid sono state riviste le infrastrutture tradizionali (fisiche); una priorità è migliorare le infrastrutture digitali, in particolare nei mercati emergenti: Il coronavirus, i problemi di cybersicurezza e la guerra in Ucraina hanno dimostrato la necessità di resilienza delle infrastrutture, possibilmente attraverso la diversificazione. L'ingente fabbisogno di investimenti infrastrutturali renderà necessari approcci al finanziamento.



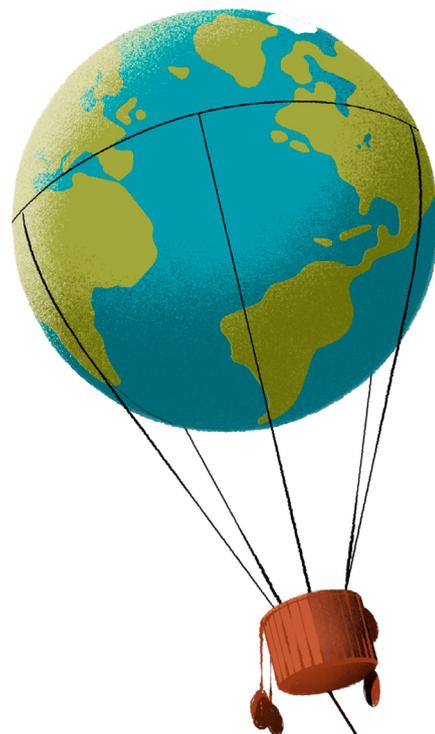
## Millennial e generazione Z

Le preferenze di spesa di questi due gruppi rimangono importanti per i mercati immobiliari e per le aree di consumo immediato, come la tecnologia e l'intrattenimento. Le loro opinioni politiche e programmatiche (come elettori e legislatori) avranno un impatto crescente su questioni come la tassazione e la previdenza, ripercussioni implicazioni economiche anche importanti.



## Smart mobility

Gli elevati prezzi dell'energia stanno rafforzando i driver tecnologici e sociali del cambiamento nei sistemi di trasporto. A loro volta questi influenzeranno molti aspetti dell'infrastruttura di mobilità, anche se dovesse servire del tempo prima che i veicoli a guida autonoma siano realmente utilizzabili. La diminuzione dei costi dei veicoli elettrici si abbina con una migliore connettività (5G), per favorire la realizzazione di progressi complementari nel software e in altre tecnologie.



# 05

## Ipotesi sui mercati dei capitali a lungo termine (LTCMA)

Le previsioni di rendimento degli asset a lungo termine sono uno dei tre input necessari per un'efficace asset allocation strategica (SAA). Queste stime devono essere accompagnate da quelle relative alla volatilità e alle probabili correlazioni tra le asset class. I rendimenti rimangono però il motore principale della performance, e ad essi viene quindi dedicata particolare attenzione. Queste previsioni avranno comunque sempre gradi di incertezza variabili e i portafogli devono essere progettati anche tenendo conto di questo aspetto. Gli elevati rendimenti attesi non devono necessariamente tradursi in elevate allocazioni di portafoglio.

Nel tempo, le condizioni economiche, la regolamentazione e persino gli sviluppi naturali (ad es. cambiamenti climatici, crescita demografica) modificano il quadro generale e quindi le potenzialità di rendimento delle diverse asset class. Per questo motivo, ogni anno circa modifichiamo le nostre previsioni di rendimento degli asset a lungo termine per tenere conto di questi aspetti. I cambiamenti più importanti rispetto alla pubblicazione dell'ultima serie di previsioni nel luglio 2021 riguardano il Covid-19. In sostanza, a una forte domanda privata (grazie al sostegno dei Governi) si è contrapposta una minore offerta di beni (a causa dei problemi provocati dal Covid), che ha dato origine all'inflazione. Le Banche Centrali sono passate a una politica monetaria più rigida più rapidamente del previsto. L'aumento dei rendimenti obbligazionari ha pesato soprattutto sui titoli azionari sensibili ai tassi d'interesse e orientati alla crescita a lungo termine, come le società del settore tecnologico. A causa dei cambiamenti demografici e della necessità di una profonda trasformazione strutturale nel nostro modo di produrre e consumare beni (per migliorare il cambiamento climatico e altri problemi ambientali), è probabile che nel tempo le prospettive di crescita globale rimarranno sfidanti su un orizzonte a lungo termine. Abbiamo pertanto corretto le nostre previsioni di rendimento degli asset a lungo termine riducendo i rispettivi rendimenti delle azioni e degli immobili e aumentando le previsioni di rendimento delle obbligazioni e degli asset alternativi diversi dagli immobili (cfr. figura 14).

Figura 14: alcune previsioni di rendimento medio a 10 anni

Fonte: DWS Investments UK Limited, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 31 dicembre 2021. Tutte le previsioni sono in valuta locale.

	Previsioni di rendimento (annuo) 2022-2031
S&P 500	4,4%
MSCI Europe	4,0%
FTSE 100	5,9%
Giappone TOPIX	3,2%
Treasury statunitensi	1,4%
Euro agg. Treasury	-0,2%
Corporate USA	1,8%
High Yield USA	3,0%
Pan Euro High Yield	2,4%
Sovrani EM	4,5%
Bloomberg Comm. ex-Agricultures & Livestock	0,6%

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 Luglio 2022.

## Glossario

Un **American depositary receipt (ADR)** è un certificato emesso da una banca statunitense che consente a società estere di quotare le proprie azioni nelle borse statunitensi.

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

Il **Brent** è un tipo di greggio utilizzato come riferimento per definire il prezzo del petrolio.

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

**CBRE** fornisce servizi immobiliari commerciali e pubblica ricerche correlate.

**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.

**Democrats** è l'abbreviazione del Partito Democratico negli Stati Uniti, uno dei due partiti principali.

Il **drawdown** è il calo di un investimento o di un fondo dal suo livello più alto al suo livello più basso durante un periodo specifico e viene solitamente espresso in percentuale.

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.

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.

I **titoli di Stato** sono emessi da un governo per sostenere la spesa pubblica, per lo più nella valuta nazionale del paese e sono garantiti dalla piena fiducia del governo.

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.

Le elezioni di **midterm** sono elezioni generali che si tengono a metà del mandato quadriennale di un presidente per i seggi della Camera e del Senato del Congresso degli Stati Uniti.

**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.

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.

Il **National Bureau of Economic Research**, fondato nel 1920 negli Stati Uniti, conduce e diffonde ricerche economiche neutrali.

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.

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

I **tassi reali** correggono le variazioni dei valori per fattori come l'inflazione.

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.

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

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.

## Glossario

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.

[TOPIX](#) è l'acronimo di Tokyo Stock Price Index, un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato e corretto per il flottante.

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

La [Conferenza delle Nazioni Unite sugli oceani](#), ospitata dai governi di Kenya e Portogallo dal 27 giugno al 1° luglio 2022 a Lisbona, in Portogallo, ha cercato di promuovere soluzioni innovative basate sulla scienza per la conservazione e lo sviluppo sostenibile di oceani, mari e risorse marine.

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

[Volatilità](#) è il livello di variazione nel tempo di una serie di quotazioni di borsa.

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](http://www.deutschebank.be).

## Nota importante

### Regno dell'Arabia Saudita

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

### Regno Unito

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

### Hong Kong

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

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

### Singapore

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

### Stati Uniti

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

## Nota importante

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

### Germania

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

### India

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

### Italia

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

### Lussemburgo

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

### Spagna

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

### Portogallo

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

### Austria

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

