



## CIO Special

24 Novembre 2022

Autori:  
Stefan Köhling, CFA®  
Investment Strategist Europe

Konrad Aigner  
Senior Investment Officer Europe

# Oltre i picchi di inflazione

## Key takeaway

- 01 Introduzione
- 02 Previsioni sull'attuale livello di inflazione
- 03 La lezione della storia
- 04 Sfide delle recenti politiche anti inflattive
- 05 Inflazione e mercati finanziari

- I tassi di inflazione diminuiranno l'anno prossimo, ma il processo potrebbe essere lento. I livelli core potrebbero rimanere ancora elevati e le Banche Centrali dovranno affrontare nuove sfide di politica monetaria.
- Le attuali pressioni inflazionistiche combinano sia una forte domanda che la "spinta dei costi", a causa della pandemia e delle politiche monetarie per contrastarla.
- La storia ci mostra come si sono evolute le cause e le risposte all'inflazione. Gli studi empirici possono aiutare a suggerire la relazione tra inflazione e singole asset class, ma questo può essere complesso: traiamo alcune conclusioni generali.

## 01 Introduzione

Alcune misure di inflazione possono essere sui picchi o quasi, ma questa non rappresenta la fine della storia. Come trattato in questo documento, l'inflazione core potrebbe rimanere elevata e gli sfasamenti temporali attorno alla politica monetaria porranno anche sfide continue, con necessità di agire ancora con politica monetaria restrittive, ma di sospendere l'inasprimento prima che l'economia vada in difficoltà.

Iniziamo esaminando l'attuale situazione inflazionistica, prima di discutere di come la storia dell'inflazione l'abbia vista come un fenomeno prevalentemente monetario. Questo, a sua volta, aiuta a spiegare l'ascesa delle Banche Centrali indipendenti. Tuttavia, negli ultimi anni, la gestione convenzionale della politica monetaria è stata messa in discussione dalla crisi finanziaria globale e poi dalla pandemia di COVID-19. Fattori specifici associati alla pandemia hanno dimostrato che l'inflazione "cost push" può essere importante, così come le preoccupazioni "demand pull".

L'attuale politica delle Banche Centrali lavorerà per ridurre l'inflazione, ma ci saranno ritardi variabili. Gli sviluppi strutturali in molte economie, tuttavia, manterranno l'inflazione più alta rispetto a prima della pandemia. Anche le aspettative di inflazione potrebbero essere una minaccia.

Ciò significa che l'inflazione rimarrà una questione importante per gli investitori per qualche tempo. L'inflazione elevata influisce in molti modi sui rendimenti degli investimenti nominali e reali. L'obiettivo di questo documento è delineare i vari e spesso complessi driver in gioco. Esaminiamo le implicazioni dell'inflazione per obbligazioni governative e societarie, mercati azionari, valute, immobili e materie prime. L'inflazione può avere un impatto sulle asset class in modi molto diversi: le scelte di investimento dovranno pertanto essere adeguate risposte a questo contesto.



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





## 02 Previsioni sull'attuale livello di inflazione

L'inflazione core USA (esclusi i settori energetico e alimentare) ha continuato a crescere nei mesi estivi del 2022, raggiungendo un nuovo massimo del 6,6% su base annua (a/a) a settembre prima di scendere leggermente al 6,3% a/a ad ottobre.

Uno dei fattori trainanti dell'aumento dell'inflazione core negli USA per gran parte del 2022 è stato il costo degli alloggi (circa il 40% del paniere di beni utilizzato per calcolarlo). Con la domanda di alloggi in affitto come sostituto della proprietà della casa (che è diventata molto più costosa) e la domanda in aumento anche per motivi demografici, è improbabile un forte calo dei prezzi degli affitti nel breve termine.

Un altro fattore trainante è stato il mercato del lavoro USA ancora robusto. Mentre la crescita dell'occupazione in termini assoluti è diminuita di recente, i posti di lavoro non agricoli stanno ancora crescendo più rapidamente del livello necessario per mantenere invariato il tasso di disoccupazione (stimato in media a 80.000 posti al mese dalla Fed di Atlanta). Inoltre, il numero di offerte di lavoro è in aumento. È quindi ancora in divenire un significativo raffreddamento del mercato del lavoro statunitense.

Di conseguenza, l'inflazione core USA, a cui la Fed presta particolare attenzione – e che può essere vista come più sensibile ai tassi rispetto a un'inflazione headline maggiormente orientata all'offerta – dovrebbe rimanere ben al di sopra dell'obiettivo del 2% per qualche tempo.

Per i banchieri centrali, anche il ritardo di impatto delle misure antinflazionistiche rappresenta una sfida. Questi ritardi variano tra i settori. I settori dell'economia più sensibili ai tassi di interesse (come l'edilizia abitativa) sono interessati in tempi relativamente brevi, mentre altri elementi (come i mercati del lavoro) reagiscono con un notevole ritardo. Le misure di controllo dell'inflazione possono avere effetti collaterali negativi: ad esempio, come visto, i costi per interessi più elevati negli Stati Uniti hanno spinto verso l'alto l'inflazione dei prezzi di affitto poiché i potenziali acquirenti di case abbandonano i piani di acquisto.

La sfida per i banchieri centrali, quindi, è di inasprire la politica monetaria in misura sufficiente, ma di sospendere l'inasprimento in tempo per evitare che i settori dell'economia sensibili ai tassi abbiano conseguenze. Sebbene sia necessario un certo deterioramento delle condizioni finanziarie, il superamento dell'inasprimento potrebbe trasformare una lieve recessione disinflazionistica in una vera e propria crisi finanziaria. Il bilanciamento dei banchieri centrali sta dunque entrando nella sua fase critica.

Anche gli sviluppi futuri dell'inflazione rappresentano una sfida per gli investitori. L'evidenza empirica suggerisce che un'inflazione core elevata porta a rendimenti bassi per tutte le asset class. Un'inflazione core elevata è solitamente seguita da una produzione reale bassa, che influisce sui prezzi degli asset sia attraverso i canali del flusso di cassa che dei tassi di sconto poiché le Banche Centrali di solito alzano fortemente i tassi di interesse in regimi di tassi di inflazione core elevati e in aumento. Quindi, mentre i mercati potrebbero ora aver acquisito la "narrativa" che l'inflazione ha raggiunto il picco, aiutando i prezzi degli asset a recuperare alcune delle perdite da inizio anno, persistono ancora forti venti contrari agli investimenti.

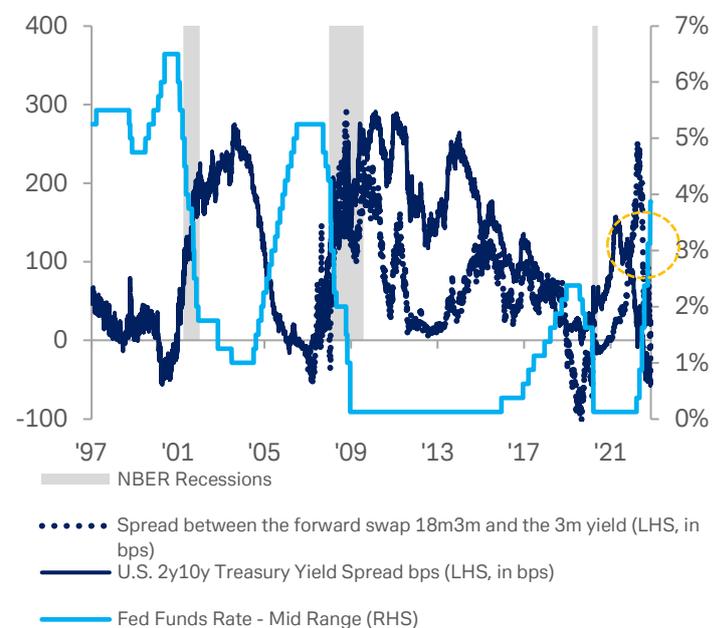
Le nostre previsioni suggeriscono che i tassi di inflazione rimarranno ben al di sopra dell'obiettivo del 2% fissato da molte Banche Centrali per tutto il 2023, il che potrebbe portare le

Banche Centrali a inasprire ulteriormente la politica monetaria. Ad esempio, prevediamo che il tasso di inflazione principale degli USA (indice dei prezzi PCE) sarà ancora al 2,7% su base annua a dicembre 2023.

Inoltre, esiste un notevole rischio al rialzo a medio termine per pressioni inflazionistiche da altre fonti, in particolare nell'Eurozona. Un enorme stimolo fiscale è stato utilizzato per attutire lo shock economico derivante dai prezzi dell'energia. Gli effetti di alcuni di questi stimoli saranno assorbiti dai massimali sui prezzi dell'energia. Ma l'impatto complessivo dello stimolo fiscale sulla domanda potrebbe aumentare le pressioni inflazionistiche e portare il livello core ancora più in alto.

Prevediamo che la Fed aumenti il tasso sui Fed Funds al 5,00-5,25% e la BCE aumenti il tasso sui depositi al 3,0% nel corso del 2023. Entrambi i livelli possono essere interpretati come altamente restrittivi, il che significa che peseranno sulla crescita economica: discutere i possibili impatti sulla performance della asset class di seguito.

Figura 1: Curve di tasso e recessione



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





## 03 La lezione della storia

I dati della Banca d'Inghilterra sull'andamento dell'inflazione nel Regno Unito (risalenti al XIII secolo, cfr. figura 2 di seguito) mostrano fluttuazioni storicamente molto rilevanti dei tassi di inflazione. Queste fluttuazioni si sono verificate spesso in relazione a shock di approvvigionamento esterno (ad esempio a causa di eventi meteorologici), guerre o cambiamenti nei mezzi di pagamento utilizzati.

I metalli sotto forma di monete furono usati molto presto come mezzo di pagamento. Ciò rendeva difficile aumentare l'offerta di denaro, se la quantità disponibile di metalli era insufficiente. Enrico VIII, ad esempio, dovette ricorrere ad ordinare una drastica riduzione della proporzione di argento nelle monete, misura di politica monetaria passata alla storia come il "Grande Svilimento".

Il problema opposto sorse nel XVI secolo quando gli spagnoli portarono in Europa grandi quantità di argento e oro dalle loro colonie. Nuove monete d'argento consentirono ai re spagnoli di finanziare navi e armi, nonché altri beni dall'Europa. Tale commercio diffuse queste monete d'argento spagnole in tutta Europa. Tuttavia, una maggiore offerta di monete d'argento significava che ne veniva richiesta di più per beni equivalenti. L'inflazione si è diffusa su vasta scala.

Le prime intuizioni sulla connessione tra offerta di moneta aggiuntiva e aumento dei prezzi coincidono con questo periodo. Il teorico dello stato francese Jean Bodin scrisse nel 1568 che l'abbondanza di metalli preziosi costituisce la "causa più importante e quasi unica dell'aumento dei prezzi". Anticipò quindi l'affermazione chiave di alcuni teorici monetari successivi, come Milton Friedman negli anni '70 che notoriamente ha

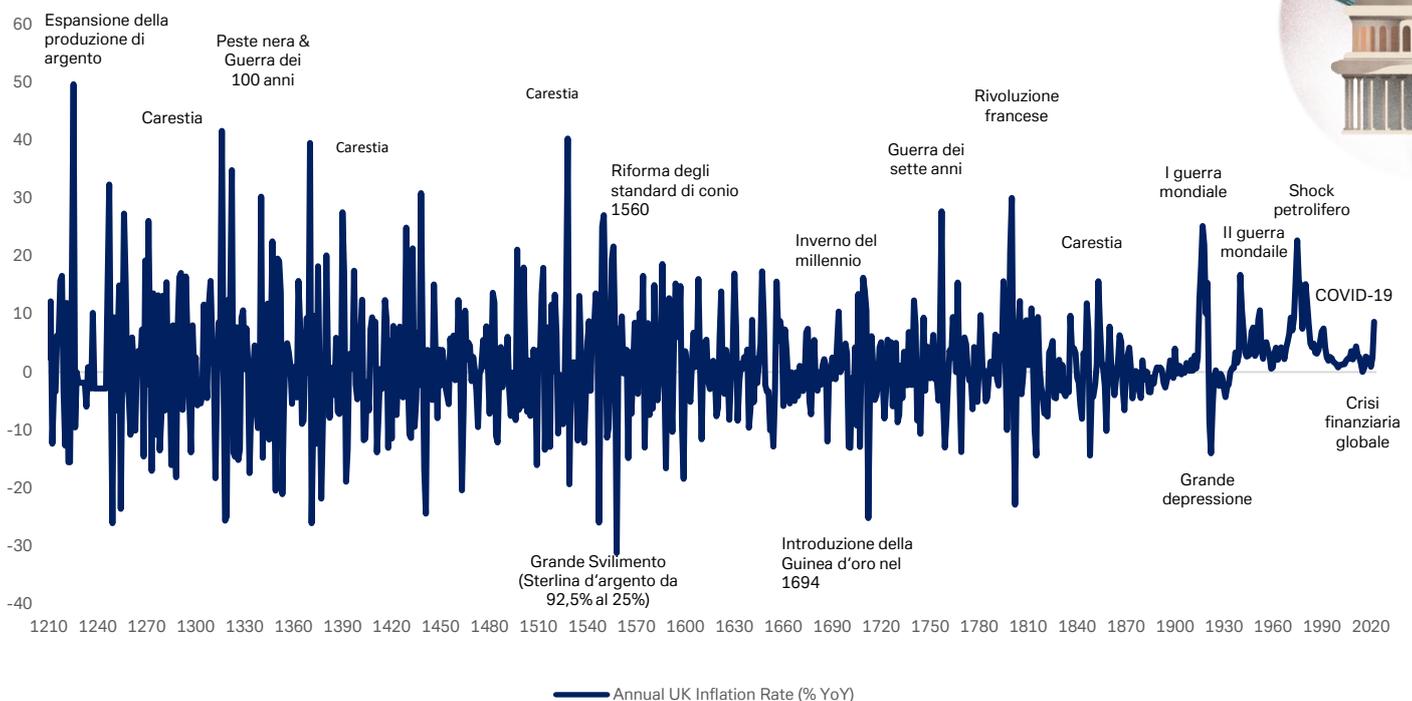
affermato che: "L'inflazione è sempre e ovunque un fenomeno monetario, nel senso che può essere prodotta solo da un'espansione dell'offerta di moneta più rapida di quella della produzione".

Con l'introduzione e l'accettazione diffusa della carta moneta nel XIX secolo, è stato più facile espandere l'offerta di moneta e la tentazione di creare moneta aggiuntiva è diventata maggiore. Tuttavia, ciò ha anche portato a crisi finanziarie o bancarie più frequenti e le esperienze con tali crisi hanno portato all'introduzione delle Banche Centrali. Ad esempio, nel 1913 il Congresso degli Stati Uniti approvò il Federal Reserve Act, che creò il Federal Reserve System, il sistema bancario centrale negli Stati Uniti. Sempre più spesso, le Banche Centrali sono state create come istituzioni indipendenti con il compito di salvaguardare il valore del denaro e limitare l'ingerenza da parte del governo nella politica monetaria.

Queste preoccupazioni si sono fatte strada anche nell'Eurosistema con l'istituzione della Banca Centrale Europea (BCE) il 1 giugno 1998. La definizione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema è che l'aumento misurato anno su anno dei prezzi al consumo nell'area dell'Euro dovrebbe essere inferiore, ma vicino al 2% nel medio termine. Molte altre Banche Centrali hanno obiettivi simili.

Con l'obiettivo monetario attivo, le Banche Centrali indipendenti sembravano quindi essere riuscite a ridurre la volatilità dei prezzi e a fornire un contesto più stabile sui mercati finanziari. Ma gli eventi di questo secolo hanno mostrato i limiti di questo approccio di politica monetaria.

Figura 2: Inflazione nel Regno Unito durante i secoli



Fonte: Bank of England, Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Dati a Novembre 2022.

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



## 04 Sfide delle recenti politiche anti inflattive

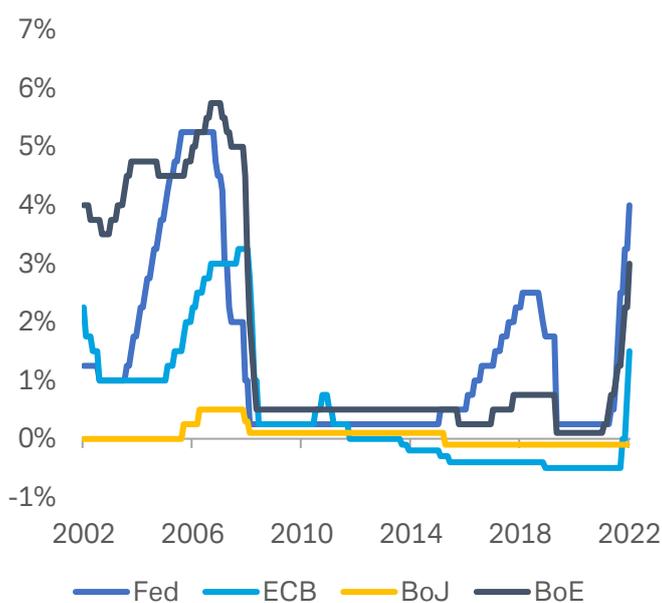
Dagli anni '80 in poi, l'approccio delle maggiori Banche Centrali occidentali è stato quindi quello di adeguare il mantello monetario alle economie nazionali in modo tale che i tassi di inflazione potessero mantenersi per lo più a un livello contenuto e oscillare intorno al 2%: i mercati credevano che questo valore potesse essere mantenuto.

Tuttavia, in gran parte inosservata dalle Banche Centrali, all'inizio degli anni 2000 aveva iniziato a formarsi una bolla del credito USA. I problemi sono poi sorti quando il mercato immobiliare statunitense è crollato, i prezzi delle case sono diminuiti e spesso i mutui non potevano più essere gestiti correttamente, causando a loro volta problemi di pagamento di molti strumenti finanziari. Questo è stato il punto di partenza della crisi finanziaria globale del 2007/2008.

Per prevenire o almeno mitigare la prevista recessione, le Banche Centrali hanno tagliato i tassi di interesse di riferimento (figura 3). Il limite inferiore dello 0% è stato rapidamente raggiunto e la Federal Reserve e la BCE - tra le altre - hanno introdotto vari programmi di acquisto di titoli al fine di spingere la liquidità nell'economia reale. (La figura 4 mostra l'impatto di questi programmi di acquisto sui bilanci delle Banche Centrali). Nell'Eurozona, una crisi del debito del 2011 ha poi spinto la BCE a introdurre persino tassi di deposito negativi per mantenere alta la liquidità nell'economia e bassi i tassi di interesse.

Le economie sviluppate sono rimaste deboli per molto tempo dopo queste crisi e solo nel 2016 la Fed ha potuto iniziare ad aumentare i tassi chiave. Ma nel 2019 la Fed ha dovuto rispondere all'indebolimento dell'economia tagliando nuovamente i tassi. Poi all'inizio del 2020 è scoppiata la pandemia globale.

Figura 3: Tassi di interesse chiave delle Banche Centrali



Fonte: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Dati a Novembre 2022.

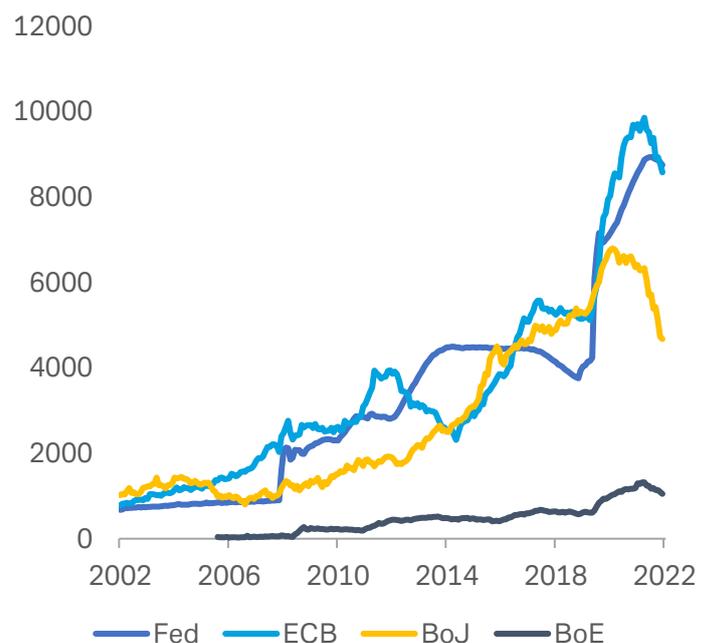
La recessione economica innescata dalla pandemia da COVID-19 (shock esterno) è stata per certi versi diversa dalle precedenti. La produzione di molti servizi è stata spesso più colpita di quella dei beni, a causa delle restrizioni ai contatti vis-a-vis. Per attutire le conseguenze economiche delle misure di contenimento, i Paesi sviluppati hanno varato enormi programmi fiscali, che spesso si sono concretizzati in prestiti, garanzie reali, garanzie e sovvenzioni condizionali.

La priorità è stata data al sostegno alle imprese, per evitare un forte aumento della disoccupazione. Tuttavia, poiché le misure di contenimento hanno comportato perdite di produzione e le catene di approvvigionamento globali sono state colpite più a lungo del previsto, le misure di sostegno fiscale hanno avuto la tendenza a favorire il lavoro e i consumatori.

Ciò ha avuto importanti implicazioni per l'inflazione. Un aumento dei livelli infatti può essere spesso spiegato da un'angolazione di "richiamo della domanda": verso la fine di un ciclo economico, quando le economie sono calde, i mercati del lavoro possono essere tesi e si verificherà l'inflazione salariale. Questa inflazione aumenta gli acquisti da potere dei consumatori, il che significa che la domanda supera l'offerta. Le aziende cercano anche di trasferire i costi del lavoro più elevati sotto forma di prezzi più elevati.

Di fronte alla possibilità di una spirale salari-prezzi, le Banche Centrali iniziano a prendere una posizione più restrittiva per combattere l'inflazione. Cercano di ridurre la domanda aggregata aumentando i tassi chiave e riducendo i propri bilanci. Allo stesso tempo, mentre questo inasprimento della politica monetaria pesa sull'attività economica complessiva, gli alti tassi di inflazione influiscono sulla fiducia dei consumatori, che a sua volta abbassa i consumi privati e riduce i tassi di crescita del PIL. Inoltre, il sentiment delle imprese si deteriora poiché le condizioni commerciali generalmente peggiorano. La fase successiva del ciclo economico può quindi essere un rallentamento economico,

Figura 4: Bilanci delle Banche Centrali (mld. USD)



Fonte: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Dati a Novembre 2022.



ridurre la domanda a un livello coerente con l'offerta, con la dinamica inflazionistica che potrebbe assestarsi su un livello coerente con l'obiettivo di lungo termine della Banca Centrale. Tuttavia, se la dinamica dell'inflazione non risponde in questo modo – e di fatto si sposta ulteriormente al di fuori della zona di comfort delle Banche Centrali – allora la Banca Centrale potrebbe non avere altra scelta che inasprire la politica monetaria in modo molto più deciso. Il rischio è che questo inasprimento faccia precipitare l'economia in recessione con tassi di disoccupazione in aumento prima che, alla fine, le pressioni sui prezzi si allentino.

Il COVID-19 ha innescato un tipo di inflazione piuttosto diverso: la cosiddetta inflazione "cost-push", in cui le pressioni sui prezzi derivano dall'aumento dei prezzi degli input. Durante la pandemia, i vincoli dal lato dell'offerta sono stati una preoccupazione maggiore della domanda eccessiva, a causa dell'interruzione della produzione e delle catene di approvvigionamento.

Il problema era che i vincoli dell'offerta si scontrarono presto con l'aumento della domanda. La politica fiscale e monetaria espansiva per far fronte agli effetti economici della pandemia ha portato a risparmi elevati (privati e aziendali). Quando questi risparmi accumulati sono stati spesi, i vincoli di capacità sono esacerbati. A peggiorare ulteriormente le cose, quando le restrizioni legate alla pandemia sono state revocate, i tassi di recupero della crescita economica sopra il potenziale hanno spinto verso l'alto la domanda di energia, proprio quando la guerra Russia-Ucraina ha interrotto l'approvvigionamento di energia e materie prime, provocando carenze e ulteriori aumenti dei prezzi. Le figure 4 e 5 mostrano l'impatto sulle misure di inflazione in Eurozona e negli Stati Uniti.

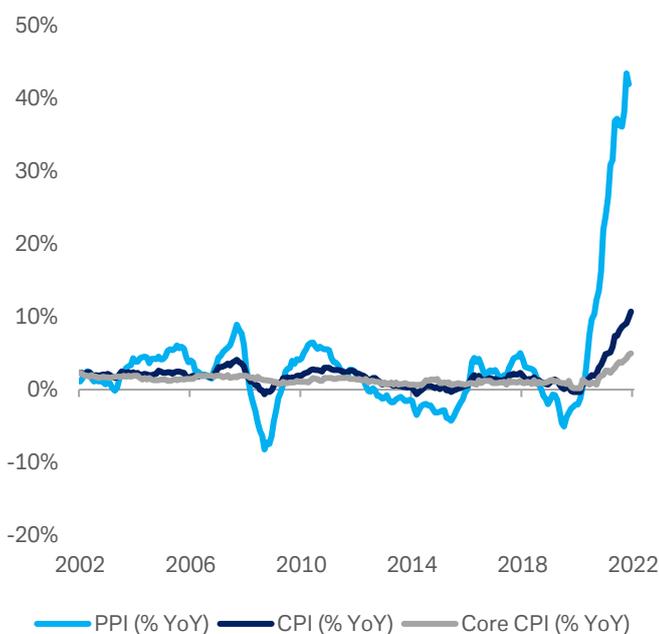
Di conseguenza, le pressioni sui prezzi sono ora più generalizzate. Potrebbe anche essere possibile vedere le prime fasi di una spirale salari-prezzi, con un'inflazione elevata che si traduce in richieste salariali più elevate. Le Banche Centrali stanno ora rispondendo in modo rigoroso, ma gli effetti sull'economia reale saranno visibili solo con un certo ritardo.

Vale la pena notare qui altri due fattori. In primo luogo, gli sviluppi strutturali come i dati demografici sfavorevoli, il rallentamento della globalizzazione o la transizione verde continueranno a esercitare pressioni al rialzo sull'inflazione. In secondo luogo, potrebbero esserci problemi con le aspettative di inflazione: più a lungo l'inflazione effettiva rimane elevata, più a lungo i consumatori e le aziende si aspettano che l'inflazione rimanga elevata in futuro.

Come potrebbe accadere ora, le Banche Centrali possono cercare di evitarlo e mantenere le aspettative di inflazione a lungo termine all'interno della loro zona di comfort riportando rapidamente la politica monetaria all'interno dell'intervallo restrittivo a grandi passi successivi (noti come frontloading) e quindi mantenendo i tassi a livelli elevati per un periodo prolungato. Ciò può essere preferibile all'alternativa di aumentare i tassi solo gradualmente, con la possibile necessità di aumentarli ulteriormente rispetto al primo approccio se l'inflazione si rivela più persistente del previsto.



Figura 5: Prezzi alla produzione e al consumo in Eurozona



Fonte: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Dati a Novembre 2022.

Figura 6: Prezzi alla produzione e al consumo negli USA



Fonte: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Dati a Novembre 2022.



## 05 Inflazione e mercati finanziari

L'elevata inflazione, come stiamo sperimentando, rappresenta una sfida per gli investitori in quanto influisce in molti modi sui rendimenti nominali e reali.

L'inasprimento della politica monetaria da parte delle Banche Centrali ha un impatto sui titoli a reddito fisso. A breve termine, in risposta all'elevata inflazione, i rendimenti dei titoli di Stato aumentano su tutte le scadenze. L'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a scadenze più lunghe riflette inizialmente sia l'aumento del prezzo del tasso terminale del ciclo di stretta monetaria di una Banca Centrale (vale a dire fino a che punto i mercati si aspettano che i tassi aumentino) sia un volume futuro inferiore di acquisti di asset.

Anche i rendimenti a breve termine aumentano, riflettendo i prossimi aumenti dei tassi previsti. In questo senso, i titoli di Stato perdono di valore in un contesto di alta inflazione in cui i tassi di interesse sono in aumento. I titoli di Stato con scadenze più lunghe perdono di valore di più in proporzione a causa della loro maggiore sensibilità ai tassi di interesse (maggiore duration).

Per gli investitori obbligazionari, gli alti tassi di inflazione non sono solo un fattore importante per i rendimenti reali nel presente, ma anche per i rendimenti futuri. Questo perché, nella prima fase di aumento dell'inflazione, possono aumentare anche le aspettative di inflazione futura. In una fase successiva, se le Banche Centrali riescono a tracciare in modo credibile un percorso di inasprimento che abbasserà i tassi di inflazione in futuro, le aspettative di inflazione tendono a muoversi verso l'obiettivo della Banca Centrale.

In una fase successiva, quando gli investitori si rendono conto di essere andati troppo oltre nelle loro aspettative e rivedono i percorsi di rialzo dei tassi previsti per renderli meno ripidi, anche i rendimenti iniziano a scendere, il che porta quindi a una performance positiva dei titoli di Stato. A questo punto, più investitori sono attratti dai livelli di rendimento più elevati offerti da titoli di Stato (privi di rischio di credito) attraenti e passano dalle azioni al reddito fisso.

Anche l'aumento dei livelli di rendimento dei titoli di Stato pone problemi agli investitori in obbligazioni societarie, poiché le società risentono negativamente il relativo deterioramento delle condizioni di rifinanziamento che pesa sui fondamentali societari. E poiché la maggior parte delle cedole delle obbligazioni societarie vengono pagate in termini nominali, la loro cedola fissa diventa meno interessante in un contesto di inflazione elevata (il cosiddetto rischio di tasso di interesse). Ad un certo punto del ciclo economico, non solo i livelli di rendimento assoluti stanno aumentando, ma anche gli spread di credito societario si stanno allargando, riflettendo prospettive economiche incerte.

A lungo termine, tuttavia, i rendimenti obbligazionari sono fortemente correlati ai tassi di crescita (nominali) di un'economia e tendono a seguire questo livello, in assenza di interventi della Banca Centrale.

La maggior parte degli studi empirici conclude che esiste una relazione negativa tra inflazione e rendimenti nominali delle azioni. Poiché ciò va contro la teoria finanziaria classica - che afferma che il rendimento nominale atteso su un asset dovrebbe essere uguale al rendimento reale atteso più una compensazione per l'inflazione attesa, ovvero le azioni dovrebbero fornire una copertura completa contro l'inflazione - questo è indicato come «stock return – inflation puzzle».

Negli ultimi 40 anni gli economisti hanno fatto numerosi tentativi per spiegare questo enigma. Tuttavia, non c'è ancora consenso sui meccanismi in gioco.

Figura 7: Indici obbligazionari USA rendimenti e inflazione



Fonte: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG Dati a Novembre 2022.

Figura 8: Indici obbligazionari Euro rendimenti e inflazione



Fonte: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Dati a Novembre 2022.



In generale, esistono molteplici canali attraverso i quali l'inflazione può influenzare il valore di un'impresa, che a sua volta dovrebbe riflettersi sul prezzo delle azioni.

Da un lato, l'inflazione influisce sul flusso di cassa atteso o semplicemente sugli utili. Ci sono tre aspetti da considerare. In primo luogo, l'inflazione dovrebbe portare a tassi di crescita dei ricavi più elevati. Questo perché, con l'aumento dell'inflazione, tutte le aziende hanno più libertà di aumentare i prezzi. Tuttavia, le aziende con il cosiddetto "potere di prezzo" saranno in grado di farlo più facilmente. In secondo luogo, i margini operativi possono aumentare o diminuire a seconda della sensibilità dei ricavi e dei costi all'aumento dell'inflazione. Per le aziende in cui i costi sono lenti ad adattarsi all'inflazione, ma i prezzi dei beni da vendere possono essere spinti verso l'alto, i margini aumenteranno con l'aumento dell'inflazione. In terzo luogo, le aliquote fiscali effettive aumentano con l'inflazione, poiché i benefici fiscali tendono a perdere valore, ad es. le società possono deprezzare alcuni dei loro investimenti nel tempo, ma solo in base a ciò che è stato originariamente investito in tali attività. Con l'aumento dell'inflazione, questi benefici fiscali diminuiranno, aumentando l'aliquota fiscale effettiva.

Allo stesso tempo, l'inflazione influisce anche sul tasso di sconto che gli investitori applicano per scontare i flussi di cassa attesi. Questo comprende due componenti: il tasso privo di rischio (ad esempio, il tasso su un buono/obbligazione del Tesoro USA) e il premio per il rischio azionario che gli investitori richiedono come compensazione per il rischio relativamente più elevato dell'investimento in azioni. Entrambe le componenti sono influenzate dall'inflazione. Se l'inflazione è superiore alle attese, ciò porta intuitivamente a un aumento dei tassi di interesse, spingendo verso l'alto il tasso di sconto ceteris paribus. Nel frattempo, l'effetto dell'inflazione sul premio per il rischio azionario è meno diretto e non esiste un'opinione uniforme tra analisti e accademici sulla relazione. Alcuni economisti sostengono che, poiché livelli più elevati di inflazione sono

associati a una maggiore incertezza sull'inflazione futura, i premi per il rischio azionario tendono a crescere all'aumentare dell'inflazione. Nel frattempo, un argomento contrastante afferma che gli investitori richiederanno un premio più basso per investire in azioni piuttosto che in attività prive di rischio perché offrono un certo grado di protezione dall'inflazione mentre i titoli di Stato soffrono inevitabilmente di tassi più elevati.

Complessivamente, la valutazione di un'azienda può teoricamente beneficiare (o soffrire) di un'inflazione più elevata se gli effetti positivi di una maggiore crescita dei ricavi e dei margini superano (o sono compensati da) gli effetti negativi di tassi di rischio più elevati e premi per il rischio azionario potenzialmente più elevati (nonché tasse più elevate).

Nel 2022 i prezzi delle azioni, in particolare nei mercati con un'elevata ponderazione dei cosiddetti titoli growth, società in rapida crescita che potrebbero non essere redditizie, hanno mostrato una forte correlazione negativa con l'inflazione. Una spiegazione di ciò è che il picco di inflazione ha notevolmente aumentato le aspettative del mercato sul percorso della politica monetaria della Fed. Questo a sua volta ha portato ad un aumento del tasso di sconto, facendo scendere le valutazioni delle azioni. Poiché il flusso di entrate previsto di queste società in crescita è orientato verso un futuro lontano, le loro valutazioni sono in genere influenzate in modo più negativo da tassi più elevati rispetto alle società con forti flussi di cassa correnti.

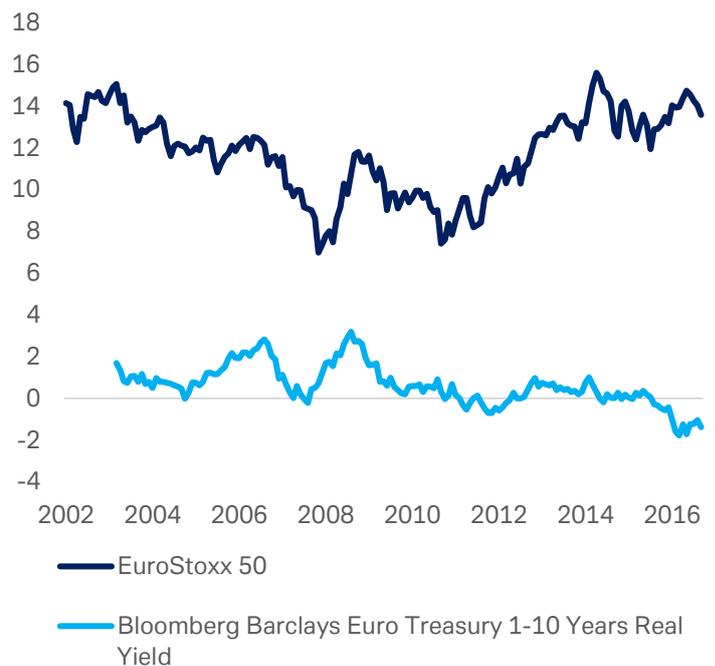
Il picco di inflazione potrebbe alleviare una certa pressione sui mercati azionari, in quanto ciò dovrebbe portare a un riprezzamento accomodante delle aspettative di politica monetaria. Inoltre, le aziende potrebbero vedere i loro margini stabilizzarsi con costi stabili, mentre i ricavi potrebbero rimanere elevati man mano che la pressione sui portafogli dei consumatori si attenua.

Figura 9: S&P 500 P/E e tassi reali



Fonte: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Dati a Novembre 2022.

Figura 10: EuroStoxx50 P/E e tassi reali



Fonte: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Dati a Novembre 2022.



Mentre un'inflazione elevata può avere un impatto negativo sulle azioni nel breve periodo, in periodi di tempo più lunghi questa relazione si interrompe. Storicamente, i mercati azionari hanno generato rendimenti corretti per l'inflazione su orizzonti temporali più lunghi. Pertanto, gli investitori dovrebbero considerare di rimanere investiti nonostante la recente volatilità perché a lungo termine (ovvero oltre l'attuale ciclo economico), il rendimento delle azioni non dipende dall'inflazione, ma dai fondamentali aziendali.

Le valute possono inoltre risentire in modo significativo dell'inflazione e dei conseguenti cambiamenti nella politica monetaria, come dimostrano gli andamenti dei tassi di cambio di quest'anno. Ci sono due fattori in gioco. A lungo termine, i Paesi con tassi di inflazione significativamente più elevati dovrebbero vedere la loro valuta deprezzarsi rispetto alla valuta di un Paese con tassi di inflazione bassi. Questa è l'implicazione a lungo termine del concetto di parità di potere d'acquisto: che un paniere di beni dovrebbe avere lo stesso prezzo in due Paesi, una volta presi in considerazione i movimenti del tasso di cambio.

Ma, a breve termine, i differenziali di tasso di interesse tra due Paesi hanno una grande influenza. Ciò può essere spiegato dai flussi di capitale. Se l'inflazione si traduce in un Paese che offre un tasso di interesse nominale più elevato (ad es. perché la Banca Centrale locale ha aumentato il suo tasso di riferimento), gli investimenti in attività denominate nella valuta di quel Paese diventano più interessanti, il che aumenta la domanda e quindi porta all'apprezzamento della valuta quando gli investitori stranieri acquistano sul mercato.

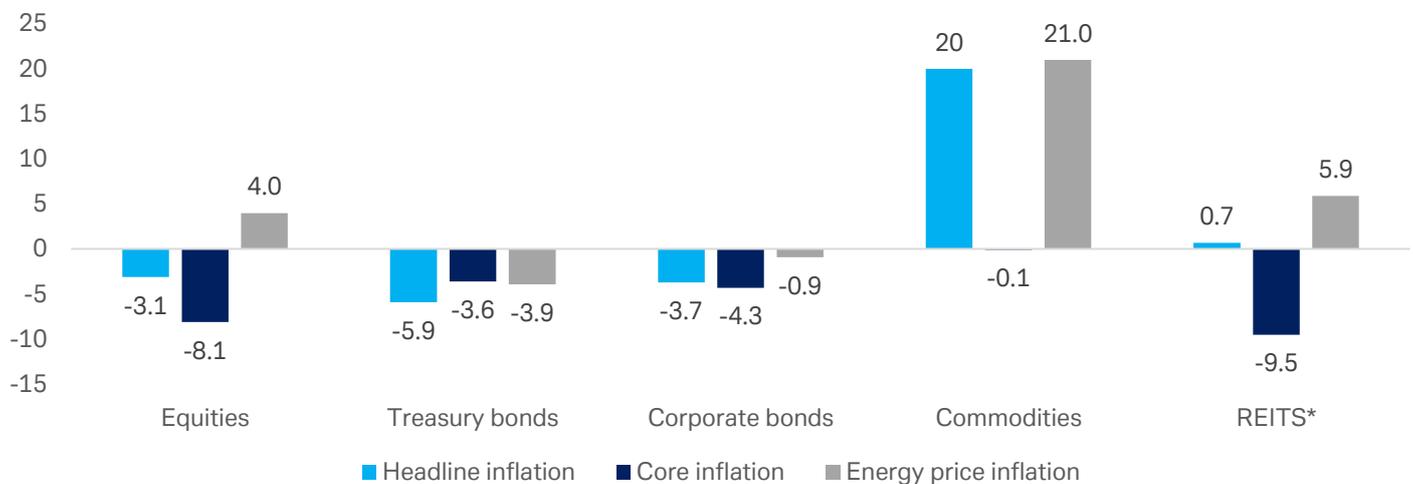
Il modo in cui l'inflazione influisce sul settore immobiliare dipende da quale sottoclasse di attività si guarda. Un problema è se i proprietari di immobili possono aumentare l'affitto per tenere il passo con l'aumento dei prezzi al consumo. In pratica, in alcuni segmenti come gli immobili commerciali, i contratti di locazione indicizzati al prezzo sono comuni. Ma anche i prezzi degli immobili dipendono fortemente dal ciclo economico. Quando i mercati sono deboli e i tassi di affitto sono elevati, i valori degli immobili potrebbero aumentare meno dei prezzi al consumo.

Tuttavia, poiché l'inflazione è spesso guidata dalla domanda, mentre un'economia funziona bene, nella maggior parte dei casi il settore immobiliare può offrire una protezione relativamente buona contro l'aumento dei prezzi. D'altra parte, il settore immobiliare rappresenta un grande interesse classe di attività sensibile al tasso. L'aumento dei tassi ufficiali si tradurrà in tassi ipotecari più elevati che ridurranno la domanda di proprietà e quindi porteranno a valori immobiliari inferiori. Di conseguenza, la performance del settore immobiliare dipende fortemente anche dalle reazioni di politica monetaria quando l'inflazione è in aumento.

In quanto asset class, le materie prime possono avere una caratteristica particolare, in quanto possono offrire un certo grado di protezione contro gli aumenti dei prezzi, dal momento che esse stesse sono spesso un fattore scatenante per questi aumenti dei prezzi in primo luogo. In quanto non possono essere aumentati a piacimento, l'oro e l'argento godono anche di una certa reputazione presso alcuni investitori come mezzo di protezione dall'inflazione. Questa reputazione ha radici storiche antiche e recenti. I metalli preziosi erano uno degli asset migliori da avere negli anni '70, con l'oro e l'argento che registravano forti rendimenti reali poiché erano all'altezza della loro reputazione di efficaci coperture contro l'inflazione. Altre materie prime andarono molto bene negli anni '70, inclusi petrolio e prodotti agricoli. La maggior parte ha generato rendimenti reali positivi nell'intero decennio. Anche nel corso del 2022 alcuni (ma non tutti) i prezzi delle materie prime hanno registrato guadagni.



**Figura 11: Stima degli effetti sui rendimenti medi delle asset class di un aumento di inflazione inatteso di un punto della deviazione standard**



\*REITs o Real Estate Investment Trusts sono società che possiedono, gestiscono o finanziano immobili a reddito.

Fonte: Xiang Fang, Yang Liu, Nikolai Roussanov: Getting to the Core: Inflation Risks within and across Asset Classes (NBER Working Paper, 30169), Deutsche Bank AG. Dati ad Ottobre 2022.

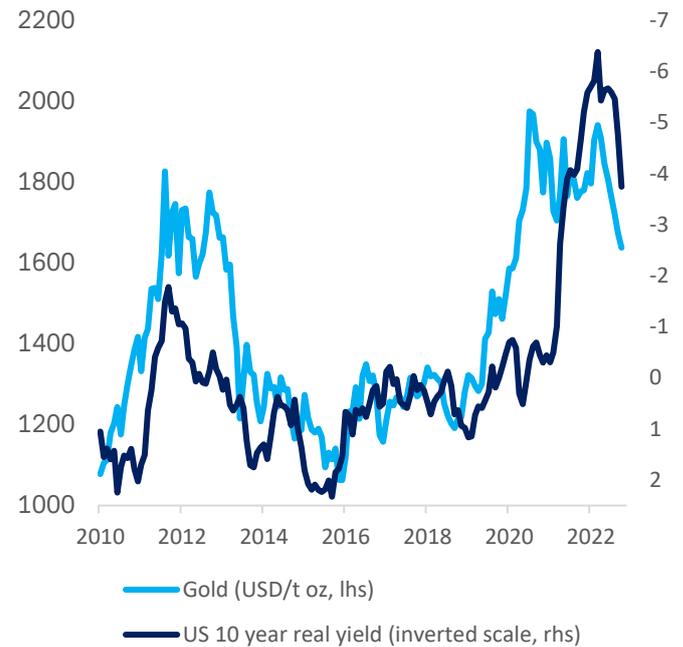
In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli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



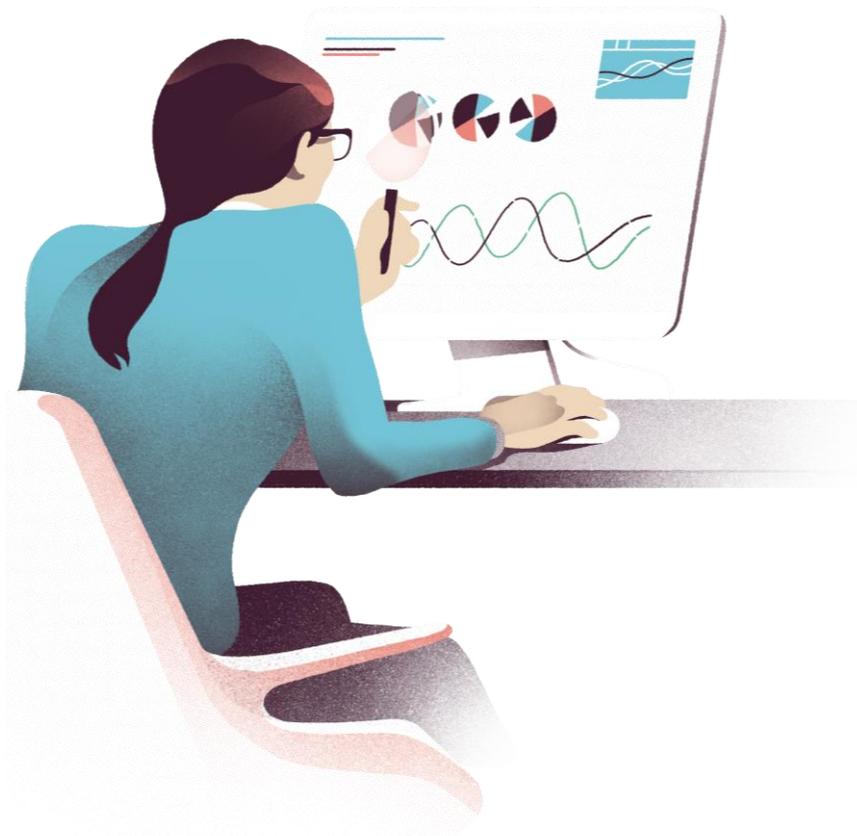
Tuttavia, gli investitori non dovrebbero considerare i rendimenti delle materie prime come un «free lunch». I prezzi dell'oro e dell'argento risentirebbero notevolmente del continuo aumento dei tassi di interesse reali positivi (tassi di interesse nominali meno inflazione attesa). Il fatto che una politica monetaria più restrittiva dovrebbe (in circostanze normali) comportare anche un indebolimento dello sviluppo economico avrebbe quindi un effetto frenante sui prezzi delle materie prime in generale nel medio-lungo termine. In generale, quindi, è probabile che i prezzi delle materie prime reagiscano meglio all'inizio di una fase inflazionistica, ma potrebbero andare meno bene nelle fasi inflazionistiche successive. Il problema essenziale è la loro natura non cedolare, poiché il costo opportunità di detenere materie prime aumenta costantemente quando i tassi di interesse privi di rischio aumentano.

L'ampia implicazione di questa revisione delle classi di attività è che l'inflazione può avere un impatto sulle classi di attività in modi molto diversi. Le risposte di investimento devono riconoscere ciò adottando un approccio altamente differenziato per classi di attività e sottoclassi di attività. Oltre alle caratteristiche sottostanti della singola asset class, gli investitori devono considerare (ad esempio) il probabile impatto delle cause specifiche dell'inflazione, i punti in cui ci troviamo nell'aumento dei tassi e nei cicli economici e il ruolo delle aspettative degli investitori. Anche se (come previsto) i tassi nominali scenderanno nel 2023, l'inflazione è un problema che sarà di grande importanza nei portafogli degli investitori per qualche tempo a venire. Gli investitori devono anticiparne le implicazioni.

Figura 12: Oro e tassi reali



Fonte: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Dati a Novembre 2022.





## Glossario

---

La **Fed di Atlanta** (la Federal Reserve Bank of Atlanta) è una delle 12 Federal Reserve Bank degli USA

Il **consumer price index (CPI)** misura il prezzo di un paniere di prodotti e servizi che si basa sui consumi tipici di un nucleo familiare.

**Core o underlying inflation** si riferisce a una misura di inflazione che esclude alcune componenti volatili (ad es. energia). Le componenti escluse variano da Paese a Paese.

**Inflazione Cost push** è guidata da una crescita dei prezzi degli input.

**Inflazione demand pull** risultato di una forte domanda che eccede quanto l'offerta in termini di beni o servizi può offrire.

Il **tasso di sconto** è l'importo di cui vengono attualizzati i flussi di cassa futuri attesi di una società per fornire il valore attuale.

Il **tasso di deposito della BCE** è il tasso pagato dalla Banca Centrale Europea per un deposito overnight.

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

L'indice **EuroStoxx 50** raccoglie le performance di 50 blue chips dell'Eurozona.

La **Federal Reserve (Fed)** è la Banca Centrale USA. Il **Federal Open Market Committee (FOMC)** si incontra per determinare la politica monetaria.

Il tasso **Fed funds** è il tasso di interesse al quale gli istituti di deposito (cioè le banche commerciali) prestano overnight ad altri istituti di deposito.

**Potere di prezzo (pricing power)** si riferisce alla capacità di un'azienda di aumentare i prezzi per i propri output.

L'indice **S&P 500** include 500 società leader USA e cattura approssimativamente l'80% della capitalizzazione del mercato USA.

**Treasuries** sono le obbligazioni emesse dal Governo degli Stati Uniti.

**USD** è il codice valuta per il dollaro USA.



## Informazioni importanti

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. Secondo quanto consentito dalle leggi e dai regolamenti applicabili, si prega di notare che non si rilasciano dichiarazioni sulla redditività di strumenti finanziari o parametri economici. Tutte le opinioni, i prezzi di mercato, le stime, le dichiarazioni previsionali, le ipotesi, i rendimenti previsti o le altre opinioni che generano le conclusioni finanziarie qui contenute riflettono la valutazione soggettiva di Deutsche Bank alla data in cui è stato pubblicato il presente documento. A titolo esemplificativo, ma non esaustivo, Deutsche Bank non garantisce l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza, l'affidabilità, la tempestività o la disponibilità della presente comunicazione o qualsiasi informazione contenuta nel presente documento e declina esplicitamente qualsiasi responsabilità per errori od omissioni. Le dichiarazioni previsionali comportano elementi significativi che attengono a valutazioni e analisi soggettive e le modifiche ad esse apportate e/o l'inclusione di fattori diversi o aggiuntivi potrebbero esercitare un impatto sostanziale sui risultati indicati. Pertanto, i risultati effettivi potrebbero discostarsi, anche in modo sostanziale, dai risultati qui contenuti.

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.

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

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

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

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

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



## Informazioni importanti

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

Deutsche Bank Aktiengesellschaft ("Deutsche Bank AG") è autorizzata a svolgere attività bancaria e a fornire servizi finanziari come previsto dalla legge bancaria tedesca ("Kreditwesengesetz"). Deutsche Bank AG è soggetta alla supervisione da parte della Banca Centrale Europea ("BCE"), dell'Autorità federale tedesca di vigilanza finanziaria (BaFin) e della Deutsche Bundesbank ("Bundesbank"), la banca centrale tedesca.

### 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).

### Regno dell'Arabia Saudita

La Deutsche Securities Saudi Arabia (DSSA) è autorizzata dall'Autorità di Vigilanza sul Mercato dei Capitali del Regno dell'Arabia Saudita (CMA) con un numero di licenza (No. 37-07073). La Deutsche Securities Saudi Arabia ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari che rientrano nell'ambito della licenza concessa da CMA. La sede registrata di DSSA è Faisaliah Tower, 17th Floor, King Fahad Road, Al Olaya District Riyadh, Regno dell'Arabia Saudita, P.O. Box 301806.

### Regno Unito

Questo documento è considerato promozione finanziaria ed è comunicato da Deutsche Bank Wealth Management.

Deutsche Bank Wealth Management è un marchio commerciale di DB UK Bank Limited. Registrata in Inghilterra e Galles con il numero 315841. Sede legale: 23 Great Winchester Street, Londra, EC2P 2AX. DB UK Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. Numero di registrazione dei servizi finanziari 140848. DB UK Bank fa parte del Gruppo Deutsche Bank.

### Hong Kong

La Deutsche Bank Aktiengesellschaft è costituita nella Repubblica Federale di Germania e la responsabilità dei suoi membri è limitata.

Questo materiale è destinato a: Investitori Professionali di Hong Kong. Inoltre, questo materiale è fornito solo al destinatario, l'ulteriore distribuzione di questo materiale è strettamente proibita.



## Informazioni importanti

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

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

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

### Singapore

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

### 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).

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

Queste informazioni sono di carattere pubblicitario. I contenuti non soddisfano tutti i requisiti legali per garantire l'imparzialità delle raccomandazioni di investimento e di strategia d'investimento o delle analisi finanziarie. Non vi è alcun divieto per il redattore o per la società responsabile della redazione di negoziare con i rispettivi strumenti finanziari prima o dopo la pubblicazione di questi documenti.

Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una raccomandazione d'investimento, un consiglio d'investimento o una raccomandazione ad agire, ma sono intese esclusivamente a scopo informativo. Le informazioni non sostituiscono una consulenza adeguata alle circostanze individuali dell'investitore. Informazioni generali sugli strumenti finanziari sono contenute negli opuscoli "Informazioni di base sui titoli e altri investimenti", "Informazioni di base sugli strumenti finanziari derivati", "Informazioni di base sulle operazioni a termine" e nel foglio informativo "Rischi nelle operazioni a termine", che il cliente può richiedere gratuitamente alla Banca. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici o analisi. Sebbene, dal punto di vista della Banca, siano basate su informazioni adeguate, in futuro si potrebbe verificare che non siano accurate o corrette. La performance passata o simulata non è un indicatore affidabile della performance futura. Se non diversamente indicato nel presente documento, tutte le dichiarazioni di opinioni riflettono l'attuale valutazione di Deutsche Bank, che può cambiare in qualsiasi momento. Deutsche Bank non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni contenute in questo documento o di notificare agli investitori qualsiasi informazione aggiornata disponibile.

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.



## Informazioni importanti

---

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

### 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 AG Vienna Branch, dalla sua sede legale di Vienna, Austria, iscritta al registro delle imprese presso il Tribunale commerciale di Vienna con il numero FN 140266z. 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 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Germania e Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Germania e 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.

### Paesi Bassi

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

© Deutsche Bank AG 2022