



Luglio 2021

CIO Insights



Le sfide della crescita
Update del quadro economico



Sommario

01	Lettera agli investitori	pag. 2
----	--------------------------	--------

02	Prospettive macroeconomiche e sulle asset class	pag. 4
----	---	--------

I numeri non raccontano tutta la storia

L'inflazione non tornerà automaticamente a livelli molto bassi

La politica fiscale futura potrebbe essere incerta

L'esuberanza di mercato non può durare per sempre

Obbligazionario: possibile restringimento degli spread

Box: Fonti di reddito in un portafoglio

Azionario: nel mezzo tra TINA e rendimenti in rialzo

Commodity: non è ancora iniziato un nuovo super-ciclo

Cambi: fattori chiave in fase di transizione

03	Le asset class in sintesi	pag. 13
----	---------------------------	---------

04	Ipotesi sui mercati dei capitali a lungo termine	pag. 15
----	--	---------

05	Principali temi di investimento	pag. 16
----	---------------------------------	---------

06	Tabelle previsionali	pag. 19
----	----------------------	---------



Lettera agli investitori



Christian Nolting
Global CIO

Le sfide della crescita

Molte economie stanno riprendendo slancio, sostenute dal continuo successo delle campagne di vaccinazione contro il coronavirus. I dati sulla crescita si riprenderanno rapidamente. Non bisogna però pensare che la ripresa economica equivalga a un ritorno alla situazione pre-pandemica. Abbiamo intitolato il nostro outlook annuale per il 2021 **“Scosse costruttive”** e dobbiamo attenderci dei cambiamenti sia nella struttura dell’economia globale sia nella politica economica. Molti di questi cambiamenti non saranno facili: la crescita dovrà affrontare alcune sfide.

L’attuale dibattito intorno all’inflazione è indicativo di quello che potremmo attenderci. Un tasso di inflazione elevato è sia il sintomo di un cambiamento sottostante sia una causa di incertezza sul mercato circa gli effetti di questi cambiamenti. L’inflazione può avere molte cause, tra cui una maggiore domanda nel momento in cui la pandemia è sotto controllo e le difficoltà nelle catene di fornitura e di approvvigionamento quando le economie si adattano alle nuove realtà. Si tratta quindi in una certa misura di un sintomo prevedibile delle riaperture. Ma, indipendentemente dalla causa, e indipendentemente dal fatto che si riveli transitoria, è chiaro che l’inflazione può farsi strada in un più ampio dibattito su un cambiamento di politica e determinare una volatilità di mercato.

Nei prossimi anni ci saranno ulteriori sfide. L’attuale dibattito in corso su un nuovo possibile regime di tassazione mondiale sulle società multinazionali è sintomo di una più diffusa attenzione alle disuguaglianze economiche e alle relazioni tra le grandi imprese e i governi. Questo avrà delle ricadute anche per altre sfide che devono affrontare i governi, ad esempio, la necessità di generare gettito per pagare il miglioramento delle infrastrutture e servire maggiori livelli di debito (specialmente se dovranno rifinanziarsi a tassi più elevati).

Quello che è anche importante comprendere della situazione attuale è che stiamo vivendo un periodo di crescita molto forte in un momento di grande allentamento della politica monetaria e della politica fiscale, che sembrano destinate a rimanere tali, anche ipotizzando un certo tapering (ovvero una riduzione degli acquisti di titoli da parte delle banche centrali) e una riduzione dello stimolo fiscale. La repressione finanziaria (ovvero tassi di interesse reali artificialmente bassi) continuerà a creare diverse difficoltà agli investitori, comprese quelle legate alla ricerca di fonti prevedibili di reddito.

Ritengo che da questo insolito mix di cambiamenti economici e politica economica, ancora ampiamente accomodante, possiamo ricavare tre punti.

In primo luogo, si tratta di una situazione che creerà nuove e importanti opportunità di investimento, ma anche vari rischi. Le sfide riguardanti la crescita sono un elemento normale di qualunque ripresa, ma i portafogli devono essere in grado di farvi fronte. I pericoli associati all’“esuberanza di mercato” e possibili bolle settoriali rendono ancor più necessaria una gestione sofisticata del rischio all’interno dei portafogli.

In secondo luogo, anche se alcune difficoltà per la crescita saranno temporanee, altri cambiamenti strutturali di tipo economico sono invece destinati a durare. Molti di questi cambiamenti risalgono a prima della pandemia (ad esempio, digitalizzazione, aumento dell’indebitamento) ma hanno subito un’accelerazione con la pandemia, altri invece (ad esempio i trend demografici) dipendono da altri fattori. Le strategie di investimento devono affrontare questi cambiamenti. Le nostre principali tematiche di investimento (riepilogate a pagina 16) si concentrano su dieci aree di cambiamento visualizzate all’interno di un triangolo che vede ai vertici tecnologia, demografia e sostenibilità.

In terzo luogo, in quanto investitori dobbiamo essere innovativi e aperti a nuovi approcci. Il crescente interesse verso gli investimenti ESG ha determinato un cambiamento della valutazione delle potenzialità e dei rischi degli investimenti. Gli investimenti in infrastrutture, ad esempio, sono valutati sempre più in un contesto che guarda al ciclo di vita secondo i criteri ESG. Alla luce dell'obiettivo di alcuni Paesi di azzerare le emissioni di CO2, il prezzo delle emissioni ha oggi un peso molto maggiore sugli investimenti. Tutto questo continuerà a giocare un ruolo centrale sul modo in cui noi tutti valutiamo e rispondiamo al contesto di investimento che abbiamo di fronte, anche quando verranno meno le sfide attuali per la crescita.

“Alcune sfide per la crescita saranno temporanee, mentre altri cambiamenti strutturali saranno duraturi. Si creerà una situazione con nuove e importanti opportunità di investimento, ma anche rischi: in quanto investitori dobbiamo essere innovativi e aperti ai nuovi approcci.”

Christian Nolting

Christian Nolting
Global CIO

Insights istantanei

Il 2021 in sintesi

- Le economie stanno riprendendo slancio, ma questo non significa un ritorno alla situazione pre-pandemica in tutti i settori.
- Gli investitori affronteranno una situazione in cui una forte crescita economica coesisterà con una politica monetaria e fiscale accomodante, nonostante “il dibattito sul tapering”.
- Questa situazione creerà nuove e importanti opportunità di investimento, ma anche dei rischi. Gli investitori dovranno prestare particolare attenzione alla gestione del rischio del portafoglio.



Usate il QR Code
per accedere a una
selezione di altri report
di Deutsche Bank



Prospettive macroeconomiche e sulle asset class

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

I numeri non raccontano tutta la storia

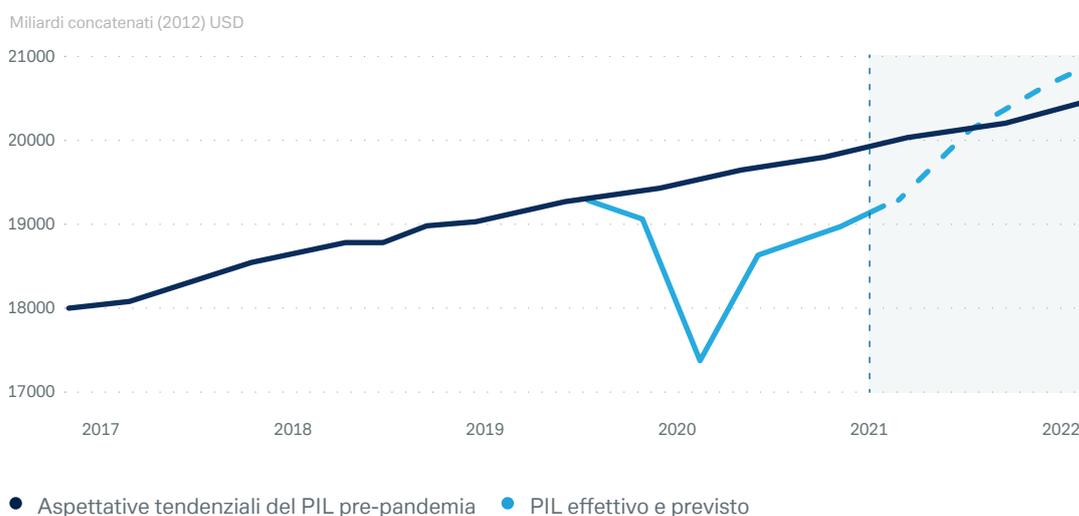
La crescita del PIL sta già accelerando. Tassi di crescita molto elevata anno su anno non saranno mantenibili, cambiando i parametri di raffronto, ma nel 2021 i tassi medi annuali saranno elevati, con solo una lieve flessione della crescita nel 2022.

I tassi di crescita relativa potrebbero essere anche dovuti sostanzialmente a fattori temporali. Nel 2021 la crescita del PIL degli Stati Uniti potrebbe avvicinarsi a quella cinese: l'ultima volta che ciò è accaduto è stato nel lontano 1976. Ma questa anomalia statistica è in gran parte semplicemente l'effetto di come la pandemia di coronavirus ha esplicitato i suoi effetti: la Cina ha gestito la prima ondata di coronavirus velocemente, per poi tornare a mettere a segno tassi di crescita trimestrali positivi a partire dal secondo trimestre 2020; la crescita degli Stati Uniti sta ora mostrando una veloce rincorsa. Ma permangono delle differenze regionali. Nonostante le attuali problematiche legate al coronavirus, particolarmente evidenti in India, e alcuni intenzionali rallentamenti strutturali nell'espansione cinese, il percorso di crescita asiatico è ben lungi dall'essersi esaurito e i dati del PIL regionale torneranno presto a rispecchiare questo fatto. Per contro, la probabile repentina ripresa europea dei prossimi trimestri non significa che siano stati risolti i problemi di lentezza della crescita a lungo termine.

In termini di output, anche alcune parti del mondo stanno tornando rapidamente a progredire sul rispettivo percorso di crescita pre-pandemia. La figura 1 mostra come il PIL degli Stati Uniti dovrebbe tornare ai livelli pre-pandemia nel secondo trimestre 2021 e riprendere il suo percorso di crescita pre-pandemia nel quarto trimestre 2021 oppure nel primo trimestre 2022. Ma l'impatto della pandemia sulla struttura delle economie sarà duraturo.

Figura 1: PIL previsto degli Stati Uniti rispetto alle aspettative pre-pandemia

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 27 maggio 2021.



“I tassi di crescita relativi nel 2021 potrebbero essere dovuti sostanzialmente a fattori temporali in relazione alla pandemia. Il percorso di crescita asiatico è ben lungi dall’essere finito.”

L’inflazione non tornerà automaticamente a livelli molto bassi

Occorre trattare con attenzione anche le previsioni relative all’inflazione. Nel 2021 e 2022 i tassi medi annuali complessivi di inflazione in molti importanti mercati potrebbero essere leggermente superiori rispetto al 2020 (vedere pagina 19). Ma cambiamenti relativamente modesti di questi valori medi annuali nascondono dei movimenti sottostanti molto più grandi. Nel 2021 abbiamo già visto come la crescita della domanda può accompagnarsi a problemi di offerta (di prodotti, servizi o manodopera), facendo così salire repentinamente sia i prezzi di produzione sia l’inflazione dei prezzi al consumo. La misurazione anno su anno dell’inflazione dei prezzi di produzione è salita intorno al 10% in Cina e negli Stati Uniti, e oltre il 5% in Germania, livelli che sembravano inimmaginabili solo pochi anni fa. I mercati stanno ancora tentando di valutare se questi scatti in avanti avranno delle ripercussioni sulla politica e sugli utili delle imprese. In linea con la Fed e la BCE, continuiamo a pensare che tassi di inflazione molto elevati possono essere solo transitori e che verranno riassorbiti nel corso dell’anno. Ma non pensiamo che, in un periodo di forte crescita e di rapido cambiamento del contesto economico, sia ragionevole attendersi un’inflazione che torni automaticamente ai livelli insolitamente bassi che abbiamo sperimentato nell’ultimo decennio.

Altri fattori, ad esempio, i prezzi delle emissioni, un rallentamento della globalizzazione e una maggiore tassazione sulle imprese, potrebbero a loro volta contrastare un ritorno dell’inflazione ai livelli bassi precedenti.

Le banche centrali vedranno alcuni vantaggi in un leggero rialzo dell’inflazione e dei tassi di interesse reali (ancora ampiamente negativi). Un beneficio è dato dal fatto che un rialzo dei livelli di inflazione può contribuire a ridurre nel tempo l’onere del debito. Il Segretario di Stato degli Stati Uniti Janet Yellen ha già iniziato a preparare il terreno sostenendo che l’inflazione possa essere gestita e che un leggero rialzo dei tassi di interesse sarebbe positivo per l’economia statunitense. Si segnalano in proposito anche le revisioni al rialzo nelle previsioni di inflazione della Fed del mese di giugno.

Le banche centrali sanno però per esperienza che i cambiamenti di politica monetaria devono essere gestiti con attenzione: nel caso della Fed, questo potrebbe significare sfruttare la riunione di Jackson Hole di agosto 2021 per annunciare un programma di confronto sul tapering, per poi iniziare il tapering non prima del 2022, anche se sembra crescere il rischio che la Fed intervenga prima di quella data. Nel caso della BCE, questo potrebbe significare abbandonare l’attuale programma di acquisti di emergenza per la pandemia (PEPP) e fare maggiore affidamento sul programma di acquisto di titoli (APP) precedente alla pandemia, riducendo al contempo il sostegno, probabilmente in un periodo di transizione.

La politica fiscale futura potrebbe essere incerta

I progressi sul fronte della politica fiscale potrebbero non essere equilibrati. Molti governi non hanno forti incentivi a ridurre rapidamente la spesa e potrebbero affidarsi alla crescita economica per incrementare il gettito (probabilmente in combinazione con un rialzo delle imposte) e così gestire il proprio deficit di bilancio. I deficit primari sono un problema ricorrente per molti paesi sin dall’inizio della crisi finanziaria globale, e non possono essere quindi interamente attribuiti alla pandemia di coronavirus. È probabile che la disciplina di mercato sarà limitata, a meno che un Paese non faccia esplodere la spesa corrente senza giustificazione. Questo significa che probabilmente la riduzione dei deficit di bilancio sarà lenta (figura 2).

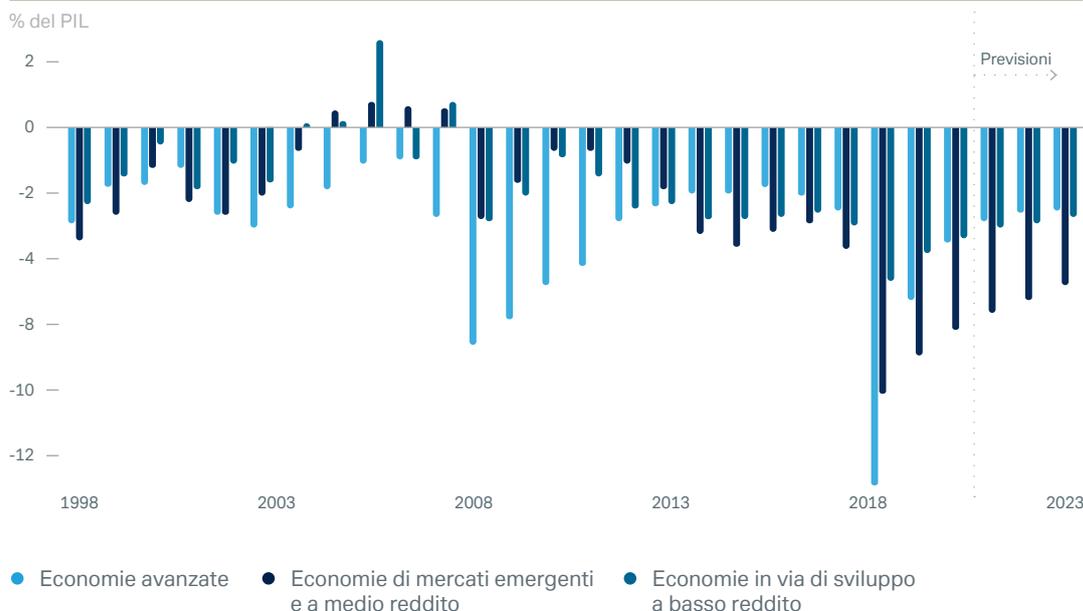
Questo potrebbe creare una situazione in cui disaccordi sulla politica fiscale (ad esempio sui piani di spesa per infrastrutture negli Stati Uniti) iniziano a creare una distrazione per i mercati e ad esacerbare le tensioni politiche nazionali o internazionali. I timori per la politica fiscale faranno aumentare l'attenzione su due problematiche che abbiamo evidenziato nel nostro outlook annuale per il 2021: il ruolo crescente dello Stato, e la disuguaglianza all'interno delle economie. Può essere anche utile ricordare che anche se l'ammontare assoluto della spesa fiscale rimane elevato, probabilmente l'impulso fiscale (cambiamento della spesa) diminuirà o passerà in territorio negativo, mettendo di fronte ad alcune difficili scelte di spesa nel momento in cui parte di alcune economie avranno ancora bisogno di supporto.

È interessante osservare il modo in cui i mercati hanno accettato come fatto compiuto la rapida impennata dei debiti. Tuttavia, è probabile che in definitiva i crescenti tassi di interesse incoraggino una nuova valutazione degli oneri finanziari e della loro sostenibilità, e portino a una maggiore selettività dei mercati tra i vari Paesi. Quando questo avverrà, è possibile che il sentiment cambi rapidamente.

“Le banche centrali vedranno alcuni vantaggi in un leggero rialzo dell'inflazione e dei tassi di interesse reali. I disaccordi sulla politica fiscale potrebbero però creare una distrazione per i mercati ed esacerbare le tensioni.”

Figura 2: i saldi primari corretti per il ciclo economico miglioreranno solo lentamente

Fonti: FMI, Deutsche Bank AG. Previsioni a partire dal 2020. Dati aggiornati al 27 maggio 2021.

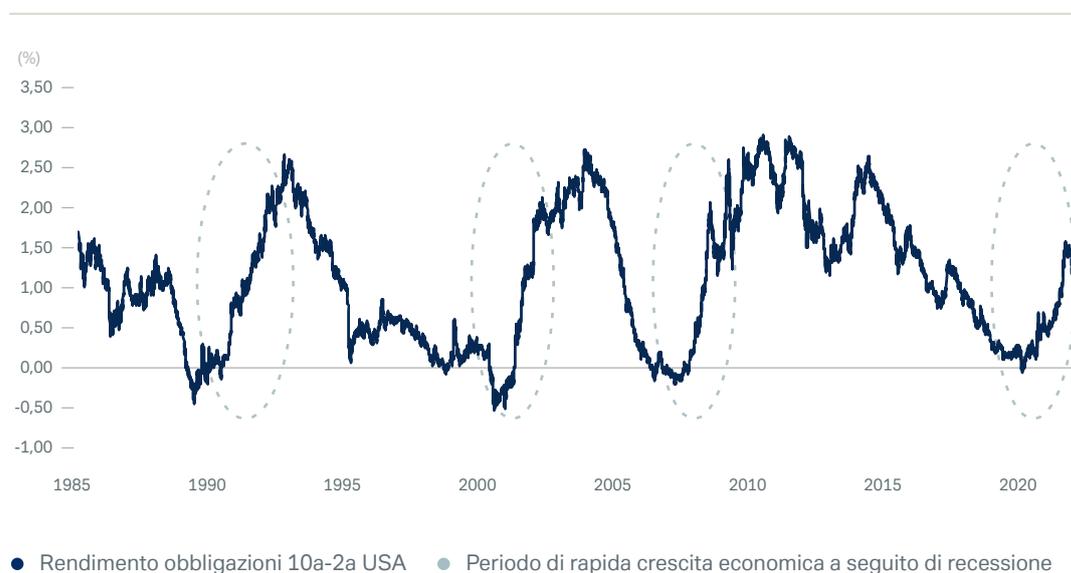


L'esuberanza del mercato non può durare per sempre

Nei prossimi mesi, la presenza degli stimoli probabilmente continuerà ad alimentare l'entusiasmo dei mercati. Nel corso del 2021 e nel 2022 potremmo però iniziare a entrare in un periodo di rallentamento, quando le possibili sfide per la crescita saranno più evidenti e i mercati inizieranno sempre più a prevedere un irrigidimento della situazione. Nella sua Relazione sulla stabilità finanziaria, la BCE ha messo in guardia dall'"esuberanza di mercato" e dai pericoli (teorici) di un calo del 10% dell'indice S&P 500: a nostro giudizio sono probabili periodi di volatilità, in particolare intorno agli importanti annunci di politica monetaria. Come abbiamo già segnalato, la Fed potrebbe utilizzare la riunione di Jackson Hole di agosto per annunciare un percorso di confronto sul tapering (se non deciderà di farlo prima), a seguito del quale potrebbero scattare degli aggiustamenti. La storia insegna anche che le condizioni di mercato possono cambiare rapidamente in momenti di inversione economica: la figura 3 mostra come la curva dei rendimenti delle obbligazioni statunitensi tenda a impennarsi rapidamente durante i periodi di inversione economica come quello che stiamo attualmente sperimentando.

Figura 3: la curva dei rendimenti delle obbligazioni statunitensi può impennarsi in momenti di inversione economica

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 22 giugno 2021.



Obbligazionario: possibile restringimento degli spread

Rimaniamo cauti sui titoli di Stato dei principali Paesi Sviluppati, alla luce dei rischi di un rialzo dei tassi di interesse. I rialzi previsti dei rendimenti dei titoli di Stato di questi Paesi sono relativamente modesti (vedere pagina 20) ma potrebbero comunque influenzare il valore dei titoli in portafoglio.

Altrove, vi sono delle opportunità sul fronte obbligazionario, ma i rendimenti molto bassi continueranno a obbligare gli investitori ad assumersi un certo livello di rischio per ottenere un significativo rendimento nominale positivo. Gli spread sulle diverse obbligazioni dipenderanno dalle caratteristiche di domanda e offerta del mercato e dall'andamento delle imprese nel mondo reale. Saranno importanti anche la velocità e la portata dei futuri rialzi dei tassi. I titoli investment grade potrebbero guadagnare da una minore offerta rispetto ai livelli precedenti molto elevati e da una maggiore disciplina creditizia da parte degli emittenti statunitensi. Il debito High Yield, sia negli Stati Uniti sia in Europa, è stato finora sostenuto da un ulteriore ribasso dei tassi di fallimento delle imprese e la temporanea volatilità futura sembra gestibile.

Alla luce di alcuni fondamentali positivi, sembra probabile qualche ulteriore restringimento degli spread sul debito dei mercati emergenti, sia corporate sia sovrani, lievemente contrastato però dal possibile irrigidimento della politica monetaria statunitense. Anche in questa eventualità, è probabile che il debito dei mercati emergenti rimanga una fonte interessante di carry in un contesto di tassi bassi.

Gli investitori alla ricerca di fonti di reddito in portafoglio potrebbero essere obbligati a provare un approccio diversificato (vedere riquadro).

Box

Gestire i flussi cedolari in un portafoglio: convivere con la “repressione finanziaria”

Gli investitori concentrati sui flussi cedolari continueranno ad avere difficoltà. Ci attendiamo che i rendimenti nominali aumentino leggermente nei prossimi dodici mesi, ma per effetto dell’inflazione i tassi di interesse reali rimarranno bassi o negativi. La crescita globale non significherà quindi la fine della “repressione finanziaria” (la repressione intenzionale dei tassi reali), che continuerà a dominare la politica economica e il panorama di investimento. Continuerà ad essere quindi difficile trovare fonti affidabili di reddito che producano dei rendimenti significativi.

I mercati obbligazionari offrono ovviamente un’ampia varietà di modi per generare reddito. [Le cedole](#) possono prevedere pagamenti con frequenze differenti (ad esempio annuale, semestrale), per tutta la durata dell’obbligazione oppure alla sua scadenza. Esistono numerose possibili combinazioni: ad esempio obbligazioni step-up (dove il pagamento della cedola aumenta nel tempo) e titoli a tasso variabile (in cui il pagamento è collegato a un tasso del mercato monetario). Le obbligazioni corporate possono offrire cedole più elevate, ma il maggior rendimento è espressione di un rischio di credito più elevato.

Gli investitori possono provare anche a generare reddito da [dividendo](#). I dividendi solitamente dipendono dagli utili delle imprese e dalle decisioni prese dal loro management. I dividendi possono variare anche a seconda dei diritti dei proprietari/debitori e dalla posizione a bilancio, ad esempio, dividendi privilegiati. Un altro approccio abbastanza differente per generare reddito dai mercati azionari è [monetizzare la volatilità](#), ad esempio, assumendo posizioni sull’indice di volatilità VIX, anche se questa pratica presenta dei rischi.

Per quanto concerne gli investimenti alternativi, una fonte consolidata di reddito continua a essere la locazione di [immobili](#). Realizzare redditi dagli investimenti in commodity è invece più difficile, ma se la curva dei future di una materia prima si trova in “backwardation” (ovvero il prezzo corrente della materia prima è superiore rispetto al prezzo di mercato dei future), è possibile realizzare un rendimento con il rolling dei contratti. Gli investitori possono anche cercare un [“approccio basato sui fondi”](#): anche i fondi a distribuzione e gli ETF possono infatti pagare delle cedole o dei dividendi. Il ricorso a “fondi di fondi”, che investono in diversi ETF (ad esempio in immobili, infrastrutture e azioni che pagano dividendi periodici), diversifica le fonti di reddito nel tentativo di rendere più prevedibili i flussi futuri.

Azionario: nel mezzo tra TINA e rendimenti in rialzo

Dopo i forti rialzi di inizio anno, probabilmente si profilano momenti più sfidanti per l'azionario. In Europa e in alcuni mercati emergenti (e in particolare in Asia) ci sono alcune potenzialità di recupero grazie all'accelerazione delle campagne di vaccinazione. Ma, guardando su un orizzonte di 12 mesi, è difficile prevedere se l'azionario realizzerà ancora importanti guadagni. È probabile che l'azionario si troverà stretto tra la persistente opinione che non vi sia altra alternativa (TINA, in inglese: "There Is No Alternative" per gli investitori alla ricerca di rendimenti) e i crescenti timori per gli effetti del rialzo dei tassi di interesse reali. (La figura 4 mostra il collegamento tra i rendimenti reali negli Stati Uniti e i multipli prezzo/utigli a termine a 12 mesi dell'S&P 500.) Il rialzo dei prezzi delle commodity e di altri fattori di produzione peserà sui margini di profitto delle imprese se queste non saranno in grado di trasferirlo integralmente ai consumatori. Al di sotto di tutto questo, vi sarà la sensazione di abbandonare una catena di "picchi" (ad esempio di slancio economico, stimolo fiscale e liquidità) per addentrarsi in un panorama di investimenti meno sostenuto dalla politica. Come abbiamo osservato, una stagione molto positiva dei risultati delle imprese nel primo trimestre 2021 è riuscita a malapena a soddisfare i mercati: servono maggiori rassicurazioni dagli utili del secondo e terzo trimestre.

Figura 4: collegamento tra i rendimenti reali negativi negli Stati Uniti e i multipli P/E dell'S&P 500

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 22 giugno 2021.



A livello di tipologia e settore, le preferenze del mercato oscillano di fronte alla perdurante incertezza. In questo momento sembra appropriato un approccio equilibrato, che preveda sia azioni growth sia alcuni titoli ciclici. Il rialzo dei tassi di interesse può fare diminuire l'interesse per i titoli tecnologici, per effetto dello sconto degli utili futuri, che mantengono comunque una loro importanza a lungo termine.

“Su un periodo di 12 mesi, è difficile prevedere che l'azionario realizzerà ancora importanti guadagni. È probabile che stiamo abbandonando una catena di “picchi” per addentrarci in un panorama di investimenti meno sostenuto dalle politiche espansive.”

Commodity: non è ancora iniziato un nuovo super-ciclo

Sulla scia delle riaperture economiche e alcune limitazioni dell'offerta, le commodity hanno registrato rialzi dei prezzi forti e vistosi. Ad esempio, l'indice dei prezzi alimentari dell'Organizzazione delle Nazioni Unite per l'Alimentazione e l'Agricoltura (FAO) è cresciuto di quasi il 40% nel mese di maggio rispetto all'anno precedente. Anche le autorità cinesi hanno annunciato nuove misure per tenere sotto osservazione i prezzi delle materie prime a seguito del recente rialzo dell'inflazione dei prezzi di produzione in Cina.

Sembra però prematuro parlare di un nuovo super-ciclo delle materie prime. L'attuale rialzo dei prezzi delle materie prime è stato determinato da molti fattori differenti, alcuni dei quali potrebbero non essere duraturi. Il prezzo del rame, ad esempio, è cresciuto in virtù della convinzione che la decarbonizzazione continuerà ad alimentare la domanda attraverso miglioramenti della rete elettrica, energie rinnovabili, veicoli elettrici, e così via. Si tratta di un'argomentazione di lungo periodo plausibile, ma a medio termine le quotazioni del rame potrebbero essere volatili, e su di esse potrebbe pesare negativamente un rallentamento della crescita economica cinese.

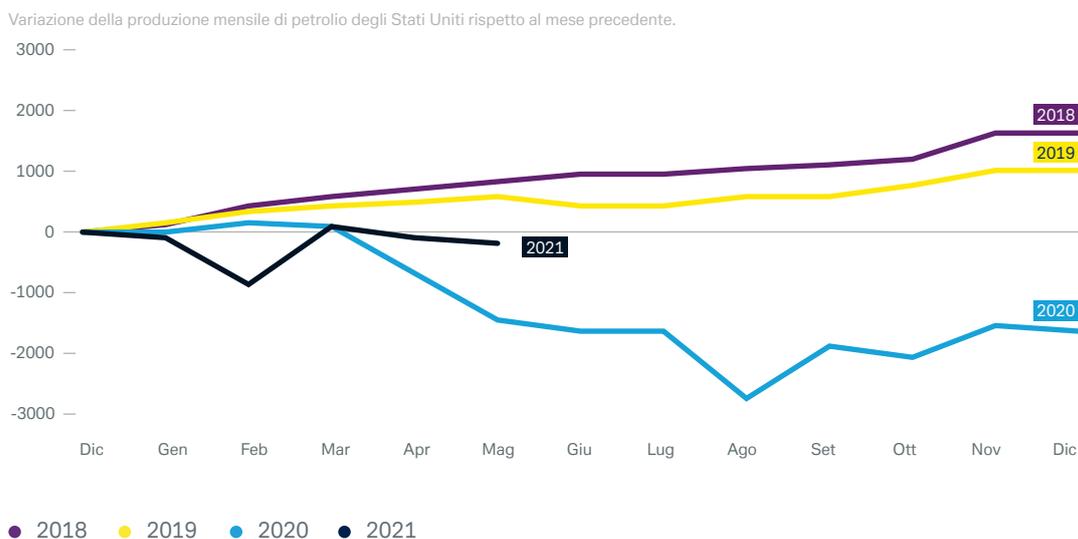
Su un orizzonte a 12 mesi non prevediamo nemmeno un ulteriore rialzo significativo del prezzo del petrolio, alla luce della costante minaccia di un incremento dell'offerta in caso di rapido rialzo delle quotazioni. L'OPEC+ è riuscita finora a limitare l'incremento della sua produzione, ma si registrano varie tensioni (ad esempio la produzione iraniana) e la ripresa della domanda dipenderà dal costante controllo del coronavirus. Anche la produzione di petrolio negli Stati Uniti potrebbe non rimanere contenuta per sempre (figura 5).

I prezzi dell'oro sembrano essere stati soggetti ai timori di un rialzo dei tassi di interesse, ipotizzando che il genio dell'inflazione sia (più o meno) rinchiuso nella bottiglia. Questo potrebbe limitare l'interesse degli investitori e calmierare i rialzi delle quotazioni.

“Alcuni fattori che hanno di recente alimentato il rialzo dei prezzi delle materie prime potrebbero non essere duraturi. Nel caso del petrolio, è probabile che la minaccia di un aumento dell'offerta possa limitare ulteriori rialzi.”

Figura 5: i produttori di petrolio statunitensi rimangono disciplinati

Fonte: U.S. Energy Information Administration, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 28 maggio 2021.



Mercato dei cambi: fattori chiave in fase di transizione

Nel 2020 la maggior parte delle valute sono state mosse più da variazioni del sentiment di “propensione al rischio/avversione al rischio” che dalle divergenze economiche o politiche o da altri fondamentali. Ma mentre il dollaro statunitense rimane ancora un indicatore di rischio (in quanto beneficia di un sentiment di “avversione al rischio”), il dibattito sul tapering e sui tassi sta già iniziando a produrre più di un effetto. Con i fattori chiave dei cambi in una fase di transizione, nei prossimi mesi potremmo assistere all’assenza di forti tendenze, e su un orizzonte a 12 mesi prevediamo un cambio EUR/USD a 1,20. Il cambio USD/JPY è balzato grazie al rialzo dei rendimenti statunitensi, con gli investitori giapponesi che continuano a trovare interessanti le obbligazioni in valuta straniera con copertura dei cambi, ma questa situazione deve essere monitorata alla luce dell’inversione del ciclo dei tassi negli Stati Uniti. Altre valute (come la GBP) sono già state direttamente colpite dagli interventi di tapering, ma la quotazione della sterlina sembra già scontare un buon ottimismo. Con i mercati finanziari cinesi che continuano ad attirare capitali esteri (in parte grazie ai vantaggi in termini di rendimento – figura 6), il CNY dovrebbe continuare ad avere un buon supporto, ma è possibile che le autorità cinesi non consentano un ulteriore rapido rialzo del CNY in futuro, poiché le divergenze tra Stati Uniti e Cina rimangono ancora ampiamente irrisolte.



Figura 6: il CNY può essere favorito dal costante vantaggio cinese in termini di rendimenti

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 22 giugno 2021.



Altre due problematiche potrebbero divenire fattori rilevanti per i cambi. In primo luogo, gli aspetti ESG possono influenzare i tassi di cambio per l'impatto che producono sui flussi di investimenti internazionali: questo potrebbe essere particolarmente vero per le economie che affrontano importanti sfide ESG e che dipendono in modo importante dal finanziamento esterno. In secondo luogo, è possibile che le autorità monetarie accelerino sul fronte delle valute digitali delle banche centrali (CBDC), preoccupate per il crescente interesse sia istituzionale sia del pubblico verso l'offerta digitale del settore privato.

“L'anno scorso, i cambi delle principali valute sono stati determinati in gran parte dal sentiment di rischio. Ma ora anche altri fattori stanno iniziando a pesare sui cambi.”

Le asset class in sintesi



Titoli di Stato dei principali Paesi: fluttuazione dei rendimenti, ma con tendenza al rialzo, mentre nel secondo semestre 2021 si farà più concreta la prospettiva di discussione del tapering negli Stati Uniti. Nel primo semestre 2022 è possibile un moderato tapering, ma i rialzi dei tassi sono ancora abbastanza lontani e i rendimenti reali dei titoli statunitensi a 10 anni rimangono negativi. Il Bund a 10 anni presenta rendimenti che possono arrivare a zero su un orizzonte a 12 mesi, mentre i titoli di stato giapponesi a 10 anni rimangono leggermente positivi. Il ruolo di queste obbligazioni ai fini della diversificazione del portafoglio rimane alla mercé dell'inflazione di mercato e delle aspettative politiche. **Previsioni a fine giugno 2022: UST 10 anni 2,00%; JGB 10 anni 0,20%; Bund 10 anni 0,00%.**



Investment grade: i rialzi dei tassi sono gestibili se non sono eccessivi o troppo repentini. L'offerta statunitense dovrebbe scendere, mentre la domanda rimarrà solida, ma con un'offerta di rendimenti limitata. Un effetto positivo esercitano anche i fondamentali europei, insieme alla minore offerta, ma la BCE dovrà gestire in modo efficace la comunicazione riguardante la fine degli acquisti legati al PEPP. Una maggiore disciplina di credito da parte degli emittenti statunitensi dovrebbe contribuire a sostenere le valutazioni e probabilmente abbiamo toccato il fondo del ciclo dei rating negativi in Europa. **Spread previsti a fine giugno 2022: US IG (BarCap U.S. Credit) 75 bps, EUR IG (iBoxx EUR Corp) 75 bps.**



High yield: le emissioni statunitensi rimangono forti ma i tassi di default continuano a scendere. Prosegue il restringimento degli spread ma a un ritmo inferiore. Buone anche le emissioni europee, con tassi di default in calo. Manteniamo un atteggiamento positivo su entrambi i mercati, perché le economie stanno ripartendo e gli sprazzi temporanei di volatilità (dovuti a emissioni, inflazione e problemi delle catene di fornitura) potrebbero creare opportunità di investimento. Siamo invece cauti sulle obbligazioni sensibili alla duration. **Spread previsti a fine giugno 2022: US HY (Barclays U.S. HY) 290 bps, EUR HY (ML EUR Non-Financials) 300 bps.**



Debito dei mercati emergenti in valuta forte: ancora possibilità di restringimento degli spread. La maggior parte degli emittenti sovrani è solida e solvibile e le capacità di rifinanziamento sono ancora buone. A fronte della probabilità di sostegni nel prossimo futuro e di assistere a casi positivi di ripresa, è possibile che i mercati siano troppo cauti. Per i corporate, i fondamentali degli emittenti stanno già recuperando in questo mercato del credito core, con un'esposizione alla duration solo moderata, ma un restringimento eccessivamente rapido della politica statunitense potrebbe esporre a rischi anche su questo fronte. **Spread previsti a fine giugno 2022: titoli sovrani dei mercati emergenti (EMBIG Div) 300 bps, mercati emergenti (Credit CEMBI Broad) 270 bps.**



Azionario statunitense: le stime degli utili sono state riviste al rialzo sulla scia dei guadagni del primo trimestre 2021 e le valutazioni sembrano sostenibili fintanto che i rendimenti reali rimarranno negativi. Ma la ripresa economica sembra già ampiamente scontata e i rialzi dei tassi limiteranno la futura possibilità di incremento delle quotazioni. La prospettiva di un rialzo dei tassi di interesse sta spingendo anche a rivedere le preferenze tra i vari settori. **Previsione S&P 500 a fine giugno 2022: 4.200.**



Azionario europeo: gli auspici di una ripresa economica hanno sostenuto il recente rialzo e le prospettive sugli utili delle imprese rimangono positive dopo una forte crescita nel primo trimestre 2021. Continua a esercitare un effetto di sostegno lo stimolo monetario e fiscale nell'Eurozona. Entro il 2023 gli utili dovrebbero tornare ai livelli del 2019. Le elezioni offrono degli spunti politici ma potrebbero avere un impatto diretto limitato sui mercati azionari. **Previsione Euro Stoxx 50 a fine giugno 2022: 4.000; previsione Stoxx Europe 600: 440.**

Le asset class in sintesi



Azionario giapponese: la ripresa globale (e cinese in particolare) dovrebbe dare un contributo grazie alle esportazioni, nonostante i problemi domestici dovuti ai lockdown per la pandemia. Anche la debolezza del JPY dovrebbe aiutare. Il Paese conferma le sue virtù di solidità dei bilanci, basso indebitamento e rafforzamento della governance delle imprese. La politica della banca centrale giapponese rimane accomodante, ma la sua presenza sul mercato sta diventando un problema in termini di equilibri di domanda/offerta. Lo sconto di valutazione rispetto all'S&P 500 sembra essersi assestato intorno al 15-25%. **Previsione MSCI Japan a fine giugno 2022: 1.200.**



Azionario dei mercati emergenti: le performance recenti sono state limitate dai timori per l'inflazione statunitense e dalle implicazioni per l'USD, ma anche dalla recrudescenza del coronavirus in Asia e dall'irrigidimento delle politiche in Cina. Ma probabilmente l'economica tornerà a crescere nel secondo semestre 2021, in particolare in Asia, dove si prevede una forte crescita anche degli utili. Le quotazioni sembrano ancora ragionevoli (anche su alcuni titoli tecnologici), con aspetti positivi a lungo termine quali la forte partecipazione degli investitori domestici e le riforme ESG. **Previsione MSCI Emerging Markets a fine giugno 2022: 1.400.**



Oro: i timori per l'inflazione non hanno spostato molto le dinamiche di mercato. I recenti rialzi delle quotazioni dell'oro sono stati modesti, e il miglioramento dei tassi di crescita economica e il rialzo dei rendimenti nominali probabilmente non favoriranno ulteriori rialzi significativi. Anche l'eventuale tapering avrebbe un effetto negativo. I recenti segnali di rinnovati flussi verso gli ETF devono essere confermati e le posizioni degli investitori retail e speculativi rimangono basse. Le aspettative sull'indice DXY rimarranno importanti, ma il coronavirus e altre battute d'arresto potrebbero offrire un sollievo solo temporaneo. **Previsione del prezzo dell'oro a fine giugno 2022: 1.850 USD/oncia.**



Petrolio: le aspettative di una crescita globale continuativa della domanda hanno spinto ulteriormente al rialzo le quotazioni del petrolio negli ultimi mesi. A questo hanno contribuito la disciplina e i tagli della produzione dell'OPEC+ nell'offerta mondiale di petrolio, mentre la produzione statunitense aumenta solo molto lentamente. È possibile che i timori per le ripercussioni del coronavirus sulla domanda asiatica possano frenare i rialzi delle quotazioni dei prezzi a breve termine, ma la maggiore domanda di viaggi nei paesi OCSE dovrebbe compensare un lieve incremento dell'offerta globale. **Previsione WTI a fine giugno 2022 (a 12 mesi forward): 63 USD/barile.**



Ipotesi sui mercati a lungo termine

L'asset allocation strategica (SAA) tiene conto dell'insieme dei rendimenti del portafoglio e offre una fonte più sostenibile di ritorno rispetto al market timing e alla selezione dei titoli. Uno degli input per il nostro approccio SAA è la previsione di rendimento a lungo termine degli asset. Questa previsione viene elaborata per un ampio spettro di indici su diverse asset class, misurati in diverse valute. Nella figura 7 che segue presentiamo una piccola selezione di queste ipotesi sul rendimento delle asset class.

È utile sottolineare che i rendimenti a lungo termine delle asset class sono solo uno dei tre input necessari per un'efficace allocazione strategica. Le previsioni di rendimento devono essere accompagnate da stime della volatilità (ovvero il grado di variazione dei prezzi degli asset) e dalle probabili correlazioni (le relazioni tra i prezzi dei differenti asset).

Le previsioni di rendimento delle differenti asset class si associano sempre a vari livelli di incertezza. I portafogli devono essere progettati intorno a questi differenti livelli: un rendimento atteso elevato non si traduce quindi necessariamente in un'elevata allocazione in portafoglio. Impariamo continuamente dall'impatto dell'incertezza su alcune asset class e continuiamo ad affinare queste tre componenti del nostro processo di SAA.

Figura 7: alcune previsioni di rendimento annuale medio a 10 anni

Fonte: DWS, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 31 dicembre 2020.

	Valuta locale	EUR	USD
S&P 500	5,4%	4,6%	5,4%
MSCI Europe	4,5%	4,4%	5,2%
FTSE 100	6,5%	6,3%	7,1%
Japan TOPIX	3,0%	2,5%	3,3%
Treasury statunitensi	0,8%	0,0%	0,8%
Euro agg. Treasury	-0,5%	-0,5%	0,3%
Corporate USA	1,2%	0,4%	1,2%
High Yield USA	2,3%	1,6%	2,3%
Pan Euro High Yield	1,5%	1,5%	2,3%
Sovrani EM	3,8%	3,0%	3,8%
Bloomberg Commodities ex-Agriculture & Livestock	0,3%	-0,5%	0,3%

Principali temi di investimento

Attualmente abbiamo 10 temi di investimento chiave, pensati per avere una rilevanza a lungo termine e per offrire continue opportunità di investimento. Le tematiche possono essere visualizzate all'interno di un triangolo chiuso dalle tre dimensioni della tecnologia, demografia e sostenibilità del mondo in cui viviamo, abbreviate anche in TEDS (figura 8)

Figura 8: il triangolo TEDS

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 1° giugno 2021.



Cyber Security

Partendo dalla parte superiore del triangolo, l'esigenza di cyber security è dettata dalla centralità dell'economia digitale, e dal costo e dalla frequenza degli attacchi informatici. La tecnologia 5G (vedere sotto) può ulteriormente aumentare la necessità di cyber security, potendo potenzialmente aumentare le interazioni tra i dispositivi fisici. Questo aspetto interessa le società e i governi, oltre alle imprese private.



Intelligenza artificiale (IA)

L'intelligenza artificiale è rilevante per molte aree, compresa la cyber security. Il coronavirus ha favorito un maggiore ricorso all'intelligenza artificiale in diversi aspetti della sanità, e anche il settore finanziario è un importante fruitore. Potremmo essere vicini a un punto di svolta, visto l'aumento della potenza di calcolo e dei dati generati da memorizzare. Il rischio politico per l'intelligenza artificiale è presente a più livelli.

-  **5G**
Il 5G presenta implicazioni per molti settori tecnologici e può a sua volta favorire l'intelligenza artificiale. La creazione della rete 5G coinvolge un ampio spettro di attività economiche, dalla domanda di semiconduttori e materie prime fino alla fornitura di infrastrutture per data center e torri di telefonia. Queste domande creeranno sia opportunità sia tensioni economiche e politiche, ad esempio, intorno al ruolo della Cina nei mercati emergenti e come fornitore di tecnologie.
-  **ESG**
ESG si trova al centro del triangolo, e continuerà a rimanervi. La pandemia di coronavirus sembra aver messo in risalto l'importanza della gestione del rischio attraverso degli investimenti che prestano attenzione agli aspetti ambientali, sociali e di governance. L'amministrazione Biden ha posto maggiore attenzione sulle problematiche ambientali, e probabilmente prenderà maggiori impegni nel corso del 2021 e oltre. È probabile che acquisirà crescente importanza il coordinamento delle risposte finanziarie del settore pubblico e privato.
-  **Smart mobility**
L'interazione della sostenibilità e della tecnologia è evidente nella mobilità smart, che cerca di conciliare l'esigenza di una grande riduzione delle emissioni con il desiderio di trasporti efficienti dal punto di vista dei costi. Una riduzione dei costi di produzione dei veicoli elettrici (nonostante alcune problematiche relative ai fattori di produzione), una maggiore efficienza nella gestione della rete elettrica e la spinta data dalla condivisione dei mezzi di trasporto e altre capacità di connettività e automazione dovrebbero contribuire a ridurre l'inquinamento e la congestione del traffico.
-  **Sanità**
Spostandosi in basso nel triangolo, la sanità rappresenta un'ovvia intersezione tra la demografia e la tecnologia. L'invecchiamento della popolazione e la maggiore ricchezza dei mercati emergenti stanno spingendo la domanda. La tecnologia, nel frattempo, sta aiutando a guidare la trasformazione nella prestazione dei servizi di cura, nei dispositivi medici, nei farmaceutici e nella finanza per il settore sanitario. La sanità potrebbe essere in fase di trasformazione verso un processo di gestione e mantenimento della salute delle persone attraverso il ciclo di vita.
-  **Millennial**
Anche i millennial mostrano la forza delle tendenze demografiche, essendo la prima generazione a dover fare appieno i conti con gli effetti del cambiamento climatico. Questa fascia di età potrebbe, inoltre, dover sostenere l'invecchiamento della popolazione con un prolungamento dell'età lavorativa, ma potrebbe anche beneficiare economicamente della contrazione della forza lavoro. I millennial sfrutteranno la loro crescente importanza per alimentare il cambiamento in molte aree, dalla prestazione di servizi pubblici fino alle priorità delle aziende e degli investimenti.



Investimenti in infrastrutture

Alla luce delle importanti carenze attualmente esistenti nei mercati sviluppati ed emergenti, anche gli investimenti in infrastrutture devono guardare al lungo termine. Al contempo, l'innovazione (ad esempio attraverso dati, interconnessione e automazione) sta già forzando un rapido cambiamento. Probabilmente le infrastrutture tradizionali saranno rafforzate con investimenti per la decarbonizzazione dei trasporti, le energie rinnovabili e la digitalizzazione. La valutazione del ciclo di vita dei progetti infrastrutturali, in particolare per quanto concerne il cambiamento climatico, potrebbe determinare un cambiamento di priorità e di approcci finanziari.



Gestione delle risorse

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



Blue economy

La blue economy sta diventando sempre più importante nel dibattito sulla gestione della biodiversità, delle risorse e sulla crescita economica. Gli oceani (l'ottava economia mondiale) sono sotto pressione a causa di un'eccessiva pesca e della distruzione degli ambienti. La sensibilità ambientale è in aumento (ad esempio nel settore dei trasporti marittimi) e le tecnologie e un maggior utilizzo dei dati dovrebbero aiutarci a comprendere meglio le problematiche sottostanti, creando opportunità sia nei settori esistenti sia in quelli nuovi.



Appendice 1 Previsioni macroeconomiche

	Previsioni 2021	Previsioni 2022
Crescita del PIL (%)		
Stati Uniti*	6,7	5,2
Eurozona (di cui)	4,2	4,6
Germania	3,3	4,5
Francia	6,0	4,3
Italia	4,5	4,7
Spagna	5,5	5,7
Regno Unito	6,5	5,7
Giappone	2,7	2,6
Cina	8,7	5,5
India	10,0	6,5
Russia	3,3	2,5
Brasile	3,0	2,4
Mondo	5,8	4,6
Inflazione dei prezzi al consumo (%)		
Stati Uniti**	2,8	2,5
Eurozona	2,0	1,6
Germania	2,2	1,8
Giappone	0,1	0,5
Cina	1,7	2,4

*Per gli Stati Uniti, la crescita del PIL (4° trimestre/4° trimestre) è pari al 7,2% nel 2021 e al 4,0% nel 2022.

**Per l'indice CPI, l'unità di misura è l'indice Core PCE dic.-dic. - la media è pari al 2,6% nel 2021 e al 2,5% nel 2022; il PCE complessivo (dic/dic) è pari al 3,1% nel 2021 e al 2,3% nel 2022 – la media è pari al 3,0% nel 2021 e al 2,4% nel 2022. Previsioni al 27 maggio 2021.

Appendice 2

Previsioni per le diverse asset class

Previsioni su rendimento e spread delle obbligazioni per fine giugno 2022

Stati Uniti (UST 2 anni)	0,50%
Stati Uniti (UST 10 anni)	2,00%
Stati Uniti (UST 30 anni)	2,60%
USD IG Corp (BarCap U.S. Credit)	75 bps
USD HY (Barclays U.S. HY)	290 bps
Germania (Schatz 2 anni)	-0,60%
Germania (Bund 10 anni)	0,00%
Germania (Bund 30 anni)	0,60%
Regno Unito (Gilt 10 anni)	0,95%
EUR IG Corp (iBox Eur Corp all)	75 bps
EUR HY (ML Eur Non-Fin HY Constr.)	300 bps
Giappone (JGB 2 anni)	0,00%
Giappone (JGB 10 anni)	0,20%
Credito Asia (JACI)	240 bps
EM Sovereign (EMBIG Div.)	300 bps
Credito mercati emergenti (CEMBI Broad)	270 bps

Previsioni sui cambi a fine giugno 2022

EUR vs. USD	1,20
USD vs. JPY	105
EUR vs. JPY	126
EUR vs. GBP	0,89
GBP vs. USD	1,35
USD vs. CNY	6,65

Previsioni sugli indici azionari a fine giugno 2022

Stati Uniti (S&P 500)	4.200
Germania (DAX)	15.700
Eurozona (Euro Stoxx 50)	4.000
Europa (Stoxx 600)	440
Giappone (MSCI Japan)	1.200
Svizzera (SMI)	11.150
Regno Unito (FTSE 100)	7.100
Mercati emergenti (MSCI EM)	1.400
Asia Giappone escluso (MSCI Asia ex Japan)	940
Australia (MSCI Australia)	1.400

Previsioni sulle materie prime a fine giugno 2022

Oro (USD/oncia)	1.850
Petrolio (WTI, a 12 mesi forward, USD/barile)	63

Previsioni al 27 maggio 2021.

Glossario

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

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

CNY è il codice della valuta cinese yuan.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Glossario

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

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

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

Nota importante

Informazioni di carattere generale

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

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

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

Il presente documento e tutte le informazioni incluse sono fornite "così come sono", "secondo disponibilità" e, per quanto riguarda le informazioni e le affermazioni contenute in tale documento o ad esso correlate, non vengono rilasciate da Deutsche Bank dichiarazioni o garanzie di alcun tipo, esplicite, implicite o stabilite dalla legge. Tutte le opinioni, i prezzi di mercato, le stime, le dichiarazioni previsionali, le ipotesi, i rendimenti previsti o le altre opinioni che generano le conclusioni finanziarie qui contenute riflettono la valutazione soggettiva di Deutsche Bank alla data in cui è stato pubblicato il presente documento. A titolo esemplificativo, ma non esaustivo, Deutsche Bank non garantisce l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza, l'affidabilità, la tempestività o la disponibilità della presente comunicazione o qualsiasi informazione contenuta nel presente documento e declina esplicitamente qualsiasi responsabilità per errori od omissioni. Le dichiarazioni previsionali comportano elementi significativi che attengono a valutazioni e analisi soggettive e le modifiche ad esse apportate e/o l'inclusione di fattori diversi o aggiuntivi potrebbero esercitare un impatto sostanziale sui risultati indicati. Pertanto i risultati effettivi potrebbero discostarsi, anche in modo sostanziale, dai risultati qui contenuti.

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

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

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

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

Nota importante

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

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

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

Regno del Bahrain

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

Stato del Kuwait

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

Emirati Arabi Uniti

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

Stato del Qatar

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

Regno del Belgio

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

Nota importante

Regno dell'Arabia Saudita

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

Regno Unito

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

Hong Kong

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

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

Singapore

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

Stati Uniti

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

Nota importante

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

Germania

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

India

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

Italia

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

Lussemburgo

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

Spagna

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

Portogallo

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

Austria

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

