



# CIO Viewpoint Equity

24 Gennaio 2024

Autori:  
Ivo Višić  
Senior Investment Officer

Lorenz Vignold-Majal  
Investment Strategist

Patrick Kellenberger  
Investment Strategist

## Key takeaways

- Dopo il rally di fine 2023, i mercati sono alla ricerca di una direzione. I venti contrari non sono pochi, tra cui l'incertezza sui tempi e sull'entità dei tagli dei tassi futuri.
- La stagione degli utili del Q4 2023 metterà in evidenza come le società stanno gestendo il contesto attuale. Le aspettative sono state riviste al ribasso (negli USA in maniera significativa), il che lascia più spazio alle sorprese positive.
- Mentre è possibile trovare diverse argomentazioni per una rinnovata sottoperformance delle small cap USA, l'IA si rivelerà più che una semplice moda passeggera.

## Il rally di fine 2023 e l'inizio del 2024

Il 2023 si è dimostrato un anno ricco di eventi, con un'ampia gamma di fattori che hanno guidato i mercati azionari e non solo. A Marzo, le difficoltà emerse tra le banche regionali USA hanno prodotto uno dei movimenti più forti delle ultime decadi sul mercato obbligazionario. A Maggio, le azioni tecnologiche hanno registrato un balzo in scia all'entusiasmo riguardo l'intelligenza artificiale (IA) e le sue potenzialità sulla crescita futura. Durante l'estate e nei mesi successivi, la narrativa dominante è stata quella di «higher for longer» legata ai tassi di interesse. In seguito ad un brusco calo del mercato obbligazionario, il rendimento del US Treasury a 10 anni ha superato la soglia del 5% per la prima volta dalla grande crisi finanziaria (GFC). Alla fine di Ottobre, l'indice S&P 500 aveva registrato tre mesi consecutivi di ribassi per la prima volta dalla pandemia. Sempre ad Ottobre, la geopolitica è tornata di nuovo sotto i riflettori con lo scoppio del conflitto in Medio Oriente, che ha spinto i mercati alla ricerca dei cosiddetti «safe-haven asset».

Nonostante ciò, i mercati azionari hanno registrato un rally sostanzioso nell'ultima parte dell'anno proprio a partire dalla fine di Ottobre. La narrativa di soft landing ha gradualmente guadagnato credito e alcune sorprese al ribasso sull'inflazione hanno accelerato le aspettative di un pivot della Federal Reserve (Fed). Queste ultime hanno preso ulteriore vigore dopo che il «dot-plot» del Federal Open Market Committee (FOMC) della Fed ha segnalato 75bps di tagli ai tassi nel corso del 2024 (Grafico 1).

Di conseguenza, i principali mercati azionari hanno registrato performance degne di nota per l'anno 2023 – S&P 500 (+24,2%), STOXX Europe 600 (+12,7%) e MSCI ACWI (+20,1%). Tuttavia, la performance dell'indice S&P 500 – in particolar modo – ha visto una bassa partecipazione ai rialzi (Grafico 2). L'indice S&P 500 equi pesato (+12,7%) è rimasto più indietro rispetto al suo corrispettivo ponderato per la capitalizzazione di mercato per un ammontare che non si registrava dalla bolla tecnologica (Grafico 3). Il settore tecnologico è stato chiaramente il principale contributore alla performance

# I prossimi passi...

dell'indice S&P 500 e al tempo stesso il settore con la performance più elevata, come testimonia il guadagno del +57,8% del NASDAQ 100. Il valore di mercato delle cosiddette «Magnifiche 7» è più che raddoppiato nel 2023 (+107%).

Gli investitori di recente sono diventati più scettici sui tempi e sull'entità dei futuri tagli dei tassi della Fed e della BCE (Grafico 4). Pertanto, il 2024 finora si è rivelato piuttosto altalenante per i mercati azionari che sembrano alla ricerca di una direzione. Una fonte di questa incertezza è stata la discrepanza tra quanto scontato dal mercato e quanto indicato dai membri ufficiali della Fed. Il calendario macroeconomico delle prossime settimane, quindi, sarà cruciale per determinare il percorso futuro della politica monetaria.

Ciò che risulta evidente, inoltre, è una dispersione geografica delle performance dall'inizio dell'anno (Grafico 5). Mentre alcune aree – tra cui gli USA (S&P 500 +0,2%) e l'Europa (STOXX Europe -1,6%) – sono rimaste poco mosse da appena prima di Natale, il Nikkei (YTD +7,5%) ha toccato il suo livello più alto dal 1990 grazie all'idea che la BoJ potrebbe non modificare la politica monetaria nel prossimo futuro e al rinnovato ottimismo circa i risultati delle riforme in atto dal Tokyo Stock Exchange (TSE). Al contrario, l'indice MSCI Asia ex-Japan (-6,8%) e l'indice MSCI LatAm (-6,4%) hanno perso terreno dall'inizio dell'anno.

Il rally azionario di Novembre e Dicembre 2023 è stato guidato prevalentemente da un «repricing» sul mercato obbligazionario, per il quale, nel breve periodo, non vediamo altri elementi di supporto a meno che non vi sia un brusco deterioramento dei dati di attività economica. Da un punto di vista tattico, risulta difficile per l'azionario continuare a progredire. In aggiunta, la volatilità è sui minimi storici (Grafico 6), la stagionalità suggerisce un periodo di debolezza (Grafico 7) e le valutazioni di alcuni segmenti di mercato sono piuttosto elevate, soprattutto se considerate alla luce di un ciclo economico in fase matura e di una politica monetaria che rimane restrittiva. Al tempo stesso, il rischio geopolitico è elevato. Tuttavia, se si dovesse registrare un consolidamento del mercato azionario, saremmo pronti a comprare sui ribassi dato che i guadagni del 2023 sono stati un problema per coloro che non sono rimasti investiti. Un consolidamento ora, inoltre, potrebbe lasciare i mercati in attesa di un ulteriore strappo al rialzo, aiutati anche da un positioning e un sentiment su livelli non particolarmente eccessivi (Grafici 8, 9, 10).

Crediamo che con un contesto macroeconomico più complicato che proietta una crescita economica ad un ritmo più contenuto, le azioni «growth» rimarranno al centro degli investitori grazie alla capacità di accrescere i propri utili in maniera superiore rispetto al mercato. Il mercato azionario americano probabilmente continuerà a scambiare a premio rispetto alle altre regioni a causa della sua composizione settoriale e della



sua esposizione alle mega-cap. Se la crescita economica dovesse dimostrarsi resiliente, tuttavia, sarà destinata a sottoperformare nel corso dei prossimi 12 mesi a causa del gap valutativo. Se invece lo scenario di «Goldilocks» non si materializzasse, allora il mercato azionario USA potrebbe essere meglio posizionato rispetto ai competitor.

## Aspettative sugli utili 4Q 2023

Con la stagione delle trimestrali che entrerà nel vivo, le prossime settimane saranno utili per capire se e con quale entità le novità sui fondamentali delle aziende aiuteranno a sostenere o mettere in discussione gli attuali livelli raggiunti dal mercato. Nel corso degli ultimi due anni, gli utili aziendali sono stati resilienti. Ma dopo un periodo in cui molte aziende sono state in grado di esercitare «pricing power» proteggendo i margini dall'incremento dei costi, le recenti dinamiche di disinflazione potrebbero rappresentare un problema per i margini aziendali proprio mentre il rallentamento macroeconomico pone un freno ai ricavi. Pertanto, gli outlook e le indicazioni che verranno fornite dalle aziende saranno monitorati con attenzione.

Al momento, per l'S&P 500 il tasso di crescita degli utili «blended» (ossia considerando i risultati effettivi per le società che hanno pubblicato i conti e quelli attesi per le società che non hanno ancora riportato i numeri) è pari al +4,4% su base annua, mentre per i ricavi è al +2,6%. La crescita degli utili per il 4Q è stata massicciamente rivista al ribasso dall'inizio del trimestre (al 30 Settembre era pari al +11,0%). Ad eccezione della Tecnologia, tutti i settori hanno registrato una diminuzione delle previsioni di crescita degli utili – in parte a causa di revisioni al ribasso delle aspettative degli analisti e in parte dovute a sorprese negative al momento della pubblicazione – guidati dal settore della Sanità (-21ppt), dei Materiali (-14ppt) e Industriali (-8ppt). Ciò nonostante, sette settori su undici dovrebbero riportare una crescita degli utili su base annua positiva per il Q4 2023. Le Utilities (+49,1%) e i titoli dei Servizi di Comunicazione (+48,6%) dovrebbero riportare il maggior incremento su base annua degli utili, mentre il settore Energetico (-26,5%) e dei Materiali (-21,5%) dovrebbero collocarsi sul fondo della distribuzione (Grafico 12).

Il margine operativo «blended» per l'S&P 500 nel Q4 2023 si trova al 10,9%, che è inferiore al trimestre precedente (12,2%), all'anno scorso (11,2%) e alle media degli ultimi cinque anni (11,5%). Occorre osservare che, alla luce delle robuste stime relative al PIL Q4, le recenti revisioni al ribasso sugli utili potrebbero rivelarsi eccessive. Di fronte a stime conservative, pertanto, le possibilità di sorprese al rialzo non sono così improbabili.

Anche dall'altro lato dell'Atlantico le previsioni sugli utili del Q4 per l'indice STOXX Europe 600 sono state riviste al ribasso e al momento indicano un calo degli utili del -7,1% su base annua (dal -2,9% all'inizio del quarto trimestre) e del -4,8% per i ricavi. Rispetto all'anno scorso, per il settore dei Materiali (-42,0%), le Utilities (-34,8%) e i titoli del settore Energetico (-28,0%) le aspettative di crescita degli utili sono a doppia cifra in territorio negativo, mentre quattro settori dovrebbero registrare una solida crescita guidata dai titoli della Sanità (+10,4%) (Grafico 13).

Per l'intero anno 2024, le stime di consenso sulla crescita degli utili sono state riviste leggermente al ribasso negli ultimi 3 mesi, indicando una crescita attesa dell'EPS pari al +11% (S&P 500) e al +6% (STOXX Europe 600) rispetto al 2023.

## Small cap USA: Nuovo ciclo o ulteriore debolezza?

Il 2023 ha messo a dura prova gli investitori delle small cap. Dopo 10 mesi dall'inizio dell'anno l'indice Russell 2000 era in calo del -5% (in USD) e soltanto tre settori erano in territorio positivo: Energia (+11%), Industriali (+6%) e IT (+2%). Utility, telecomunicazioni, sanità e servizi finanziari avevano perso tra il 15 e il 20% ciascuno. Tuttavia, dai minimi di fine Ottobre l'indice ha registrato un rally del 26% per chiudere l'anno con un robusto guadagno del 16%.

Una domanda che ci si pone è se il recente rally, che ha visto il Russell 2000 battere l'S&P 500 di circa il 10%, sia stato l'inizio di un periodo di sovraperformance sostenibile o soltanto un breve rally. I fattori che hanno favorito la ripresa del Russell non interessano solamente le small cap. Queste hanno semplicemente reagito in maniera più vigorosa al soft landing dell'economia scontato dal mercato e alla discesa dei rendimenti dei titoli di Stato. Le small cap possiedono un beta elevato e di recente lo hanno pertanto confermato.

Quella di una soft landing è stata la narrativa principale da fine estate del 2023. Gli economisti intervistati da Bloomberg hanno rivisto al rialzo le proprie previsioni sulla crescita del PIL negli Stati Uniti per il 2024 fino all'1,3% dalla media dello 0,6% di agosto. Essendo le small cap più sensibili al ciclo economico rispetto alle large cap, la reazione più energica al miglioramento dell'outlook è sensata. Guardando in avanti però non ci attendiamo altre revisioni al rialzo delle stime di crescita economica e quindi non vediamo un'ulteriore spinta per le small cap.

Negli ultimi due anni le small cap USA sono diventate più sensibili ai tassi di interesse rispetto alla decade precedente. Identifichiamo diverse ragioni per questo fenomeno. In prima battuta, circa un terzo delle società del Russell 2000 non è profittabile pertanto sono titoli azionari con una «duration» elevata. Vale a dire che rispetto a società con profittabilità, il loro flusso di utili futuro è spostato più in là nel tempo per cui i modelli di pricing che attualizzano i flussi di cassa futuri per queste società sono più sensibili al variare dei tassi di interesse «risk-free». In secondo luogo, l'aumento dei tassi di interesse è stato uno dei fattori che ha prodotto le turbolenze tra le banche regionali. Dato che le banche costituiscono una quota rilevante negli indici delle small cap, ne hanno aumentato il rischio. Infine, molte società a bassa capitalizzazione hanno elevati livelli di indebitamento, per di più a tasso variabile. Nel Russell 2000, il 30% del debito è a tasso variabile a differenza del solo 6% per l'indice S&P 500.

Questi fattori contribuiscono a spiegare il recente rally di mercato delle small cap che è coinciso con un calo del rendimento del US Treasury a 10 anni di oltre 100bps. Crediamo, tuttavia, che i rendimenti siano destinati a risalire e non a scendere nuovamente nei prossimi mesi, con il mercato che andrà gradualmente a ritardare la tempistica e ridurre l'entità dei tagli dei tassi attesi. Questi fattori, uniti alla mancanza di ulteriori stimoli alla crescita economica, dovrebbero implicare una continuazione del periodo di sotto performance delle small cap. Infatti, dal picco di fine Dicembre, il Russell 2000 ha già perso circa il -5% mentre l'indice S&P 500 è all'incirca invariato.

Tuttavia, nonostante un ulteriore ribasso delle small cap rimane il nostro caso base, rimaniamo realistici sulle incertezze legate



alle aspettative di crescita e scettici sulle capacità di «market-timing». Pertanto, crediamo che, nel lungo periodo, per gli investitori abbia senso sopportare un ulteriore eventuale periodo di sofferenza per non perdere il consueto forte recupero delle small cap nel corso del prossimo ciclo economico. D'altronde, la sottoperformance delle small cap rispetto alle large cap è sui massimi storici e lo sconto in termini di valutazioni rimane estremamente elevato nonostante il rally di fine 2023. Il NTM P/B dell'indice Russell 2000 si trova a 1,7x, inferiore del -7% rispetto alla media a 10 anni (Grafico 14), mentre per l'S&P 500 è pari al 3,9x.

## Azioni tecnologiche: l'IA non è una moda

Il clamore riguardo l'intelligenza artificiale (IA) che è uno dei nostri temi di investimento a lungo termine (LTITs) ha aiutato i mercati azionari a segnare nuovi massimi storici nonostante gli elevati tassi di interesse. Il rally, però, è stato guidato per larga parte da pochi titoli tecnologici ad elevata capitalizzazione. Questa dinamica è visibile nella performance delle cosiddette «Magnifiche 7», che nel 2023 hanno superato l'indice S&P 500 equi pesato di circa 90 ppt. Guardando in avanti, crediamo che i guadagni del mercato dipenderanno non solo dal recupero dei titoli rimasti più indietro ma anche sul proseguimento delle potenzialità di rialzo del settore tecnologico, considerato il suo peso in termini di capitalizzazione di mercato.

Anche se i prezzi delle azioni sono schizzati verso l'alto e le valutazioni si sono espanse con il NTM P/E delle Magnifiche 7 salito da 24x a 28,5x negli ultimi 12 mesi, per il momento l'IA ha contribuito ad accrescere gli utili solo per alcune società «abilitatrici» e «infrastrutturali». Ma nessun altro settore è in grado di offrire opportunità di crescita come la tecnologia. Negli anni, la tecnologia si è infiltrata in ogni aspetto della nostra quotidianità e la sua importanza è destinata ad aumentare con l'utilizzo dell'IA. Secondo uno studio del Massachusetts Institute of Technology (MIT), l'IA potrebbe portare ad un incremento significativo della produttività, ridurre l'orario lavorativo, migliorare l'autosoddisfazione e aumentare la prosperità. Dal momento che quasi la metà delle occupazioni negli USA potrebbe esserne coinvolta nel corso dei prossimi 3 anni, l'importanza della tecnologia aumenterà d'ora in avanti.

Le capacità dell'IA sono ancora in fase embrionale, ma in diverse aree già superano quelle umane. Le ultime versioni dei cosiddetti «large language models» (LLMs) hanno ottenuto più volte 155 punti in test del QI di tipo verbale, superando il 99,9% dei soggetti testati. Un altro sistema di IA potente ha ottenuto il 90% nel test «Measuring Massive Multitask Language Understanding» (MMLU), superando il livello di conoscenza «esperto». LLMs stanno diventando sempre di più multimodali, ossia in grado di utilizzare diverse tipologie di dati di input come testi, discorsi, immagini o video, aumentandone le capacità. La natura esponenziale dei progressi conseguiti negli ultimi anni potrebbe portare l'IA ad un livello di QI superiore 1000, secondo l'ex Chief Business Officer del Google Research Center. Questo potrebbe a sua volta portare a progressi mai visti nella ricerca e sviluppo economico. I recenti miglioramenti tecnologici hanno anche permesso ai robot umanoidi di diventare economicamente e praticamente sviluppabili. I costi di produzione per specifici modelli si sono quasi dimezzati nel 2023, aumentando la possibilità di automazione in lavori manuali con un elevato grado di pericolosità.

Nonostante il rialzo dei prezzi delle azioni, il settore offre ancora valore per gli investitori nel breve termine. L'attenzione si sta spostando, infatti, dalle tecnologie abilitatrici dell'IA alle applicazioni e ai device su di essa basati. In particolare, le applicazioni basate sull'IA sembrano promettere le migliori opportunità di mercato. In aggiunta alle società abilitatrici e infrastrutturali dell'IA, i cui ricavi sono già in crescita, l'IA potrebbe presto dare vita ad una nuova fase di prodotti per computer e smartphone. Le applicazioni basate sull'IA richiederanno una potenza di edge computing («distributed framework») significativamente maggiore rispetto ai loro predecessori. Con l'introduzione di tali nuovi dispositivi, il mercato delle applicazioni prenderebbe slancio e con esso si aprirebbero inoltre nuove opportunità per le aziende della sicurezza informatica. Non a caso, poco dopo il rilascio di un determinato LLM, il volume dei dati compromessi pubblicati su siti di estorsione ransomware sono raddoppiati. Inoltre, il settore tecnologico sarà con buone probabilità il primo ad adottare l'IA e a sperimentarne i miglioramenti di produttività e guadagni sui margini.

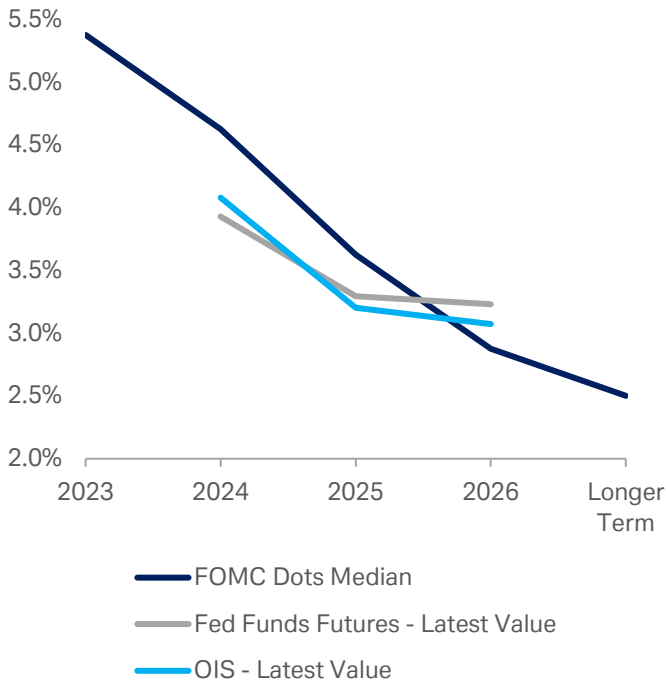
Le indagini di mercato indicano un'accelerazione della crescita della spesa in IT nel 2024 dal 2,7% al 3,4%. Negli Stati Uniti potrebbe addirittura raggiungere il 4%. Con il ciclo delle scorte in fase avanzata, vi sono diversi elementi di supporto che potrebbero favorire revisioni verso l'alto e spingere al rialzo le azioni del settore.

Tuttavia, i rischi imprevedibili devono sempre essere tenuti a mente. Il funzionamento dei «neural networks» e dell'apprendimento basato sull'IA non sono pienamente conosciuti, il che lascia dei dubbi sulle capacità generali dell'IA. Pertanto, comportamenti scorretti da parte dell'IA sono scenari distopici realistici. La regolamentazione, da questo punto di vista, dovrebbe contribuire a inasprire e rallentare i progressi. Di conseguenza, le grandi società tecnologiche potrebbero essere accusate di comportamento anticoncorrenziale in quanto sono coinvolte in quasi tutte le principali start-up legate all'IA. Lavoratori e sindacati potrebbero inoltre opporsi all'introduzione di nuove tecnologie in grado di sostituire certe professioni. Infine, una recessione o un ritorno dell'inflazione con conseguenti rialzi dei tassi potrebbero frenare la spesa in tecnologia.

Per concludere, i possibili guadagni (soprattutto nel lungo termine) sono superiori alle aspettative degli investitori oggi incorporate nei prezzi e ai rischi ad essi connessi. Anche se le valutazioni sono elevate, gli utili sono il principale driver di tale performance. Le società tecnologiche hanno ripetutamente dimostrato la capacità di creare e commercializzare l'innovazione. Dal 1995, l'indice MSCI U.S. Information Technology (IT) ha accresciuto di 20 volte il LTM EPS rispetto all'aumento di 4 volte per l'indice MSCI World ex. U.S. IT (Grafico 15). Molti analisti descrivono l'IA come la più grande innovazione nelle ultime decadi. Considerata la loro tendenza a sottostimare l'entità delle opportunità di lungo termine (PC, internet, mobile e cloud) durante le loro prime previsioni, sembra quasi certo che l'IA non sia destinata ad essere soltanto una moda passeggera.

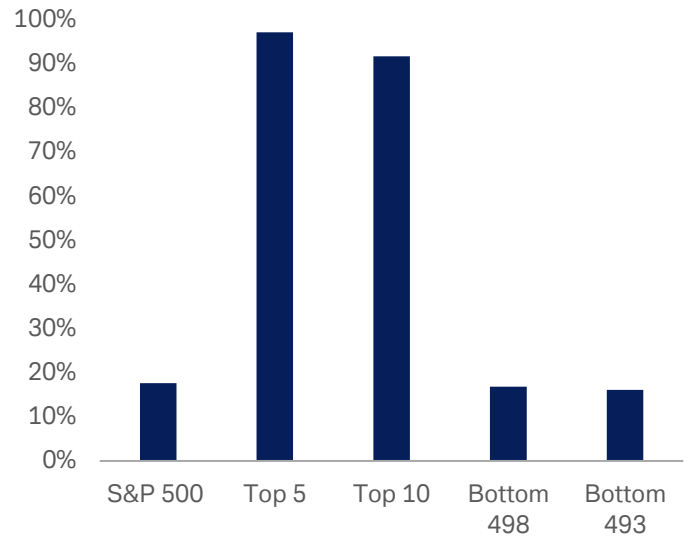


Grafico 1: FOMC Dot-plot



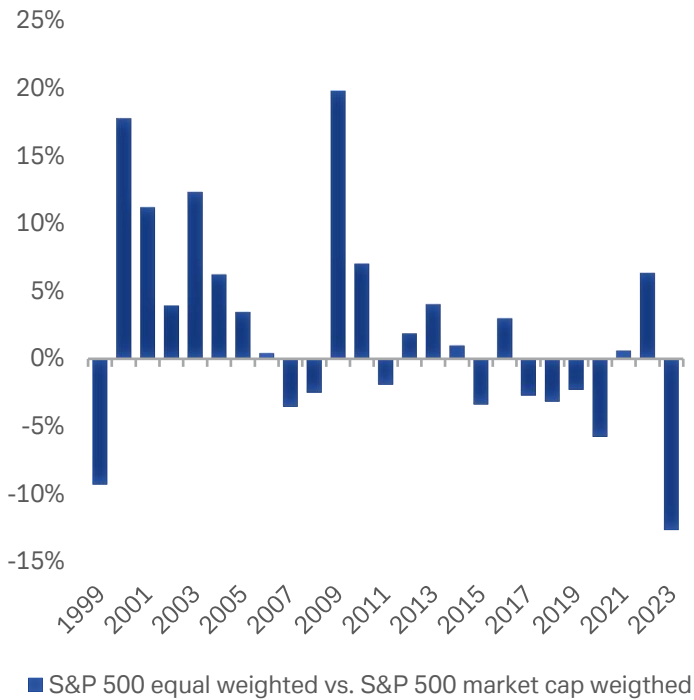
Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati al 13 Dicembre 2023.

Grafico 2: Rendimento medio nel 2023



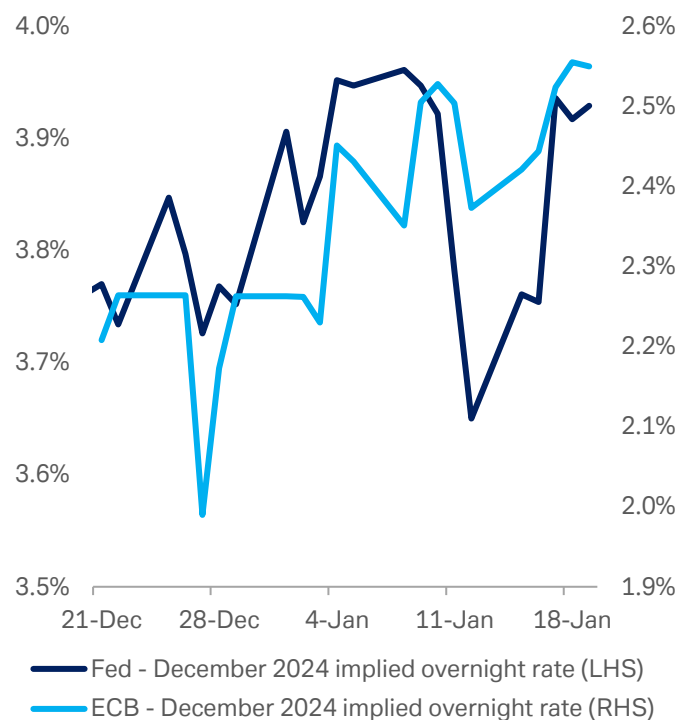
Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 19 Gennaio 2024.

Grafico 3: S&P 500 equi pesato vs S&P 500



Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 19 Gennaio 2024.

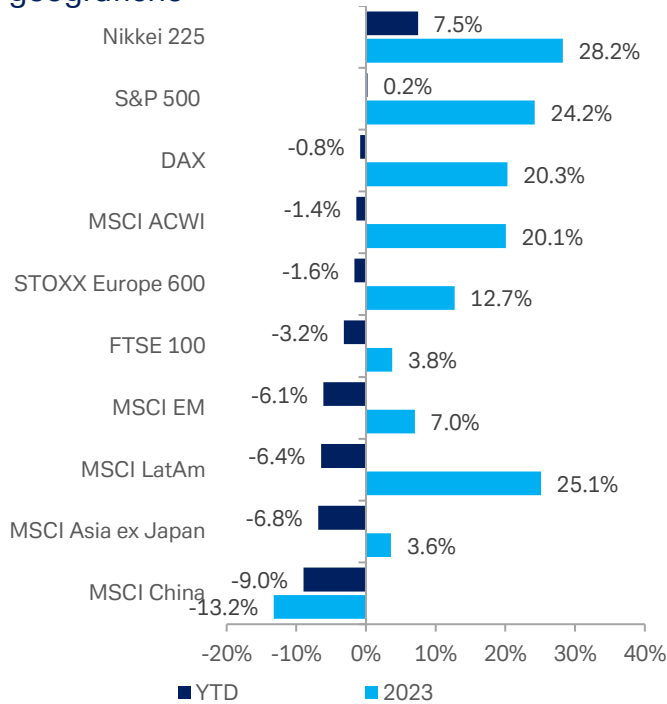
Grafico 4: Aspettative sui tassi



Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 19 Gennaio 2024.

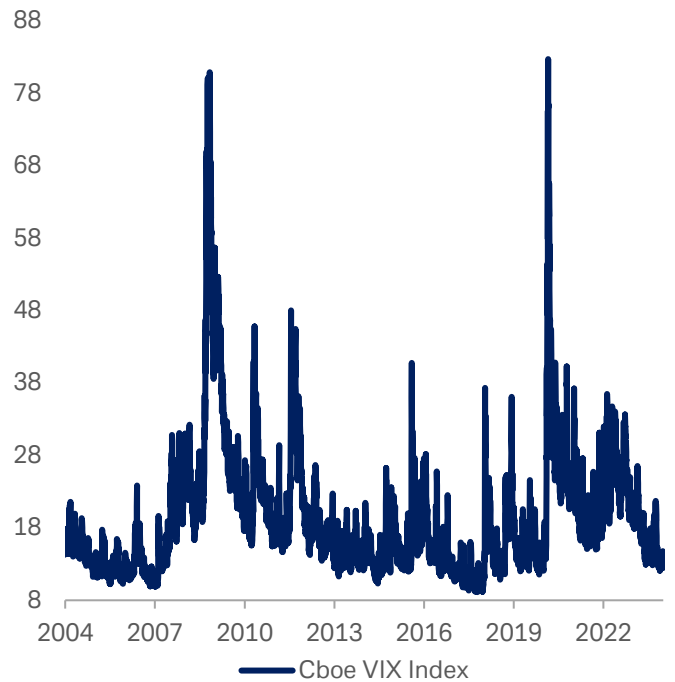


Grafico 5: Performance per aree geografiche



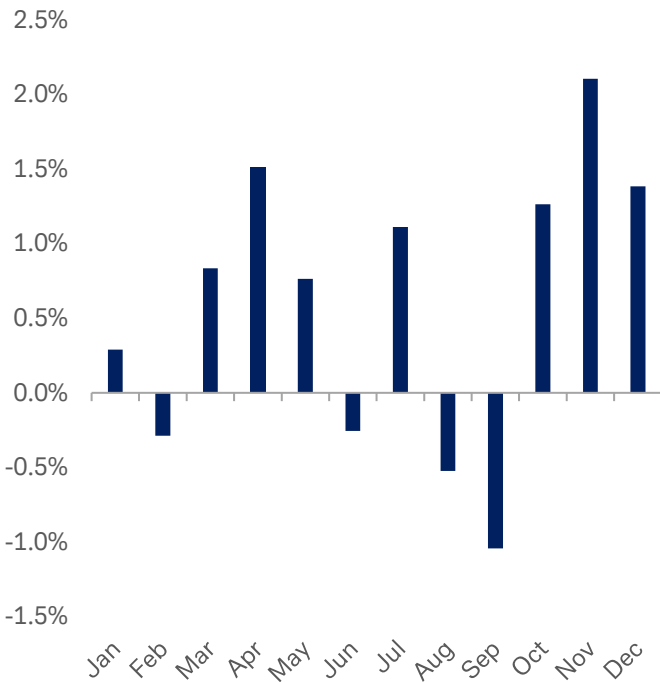
Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 19 Gennaio 2024.

Grafico 6: Indice CBOE VIX



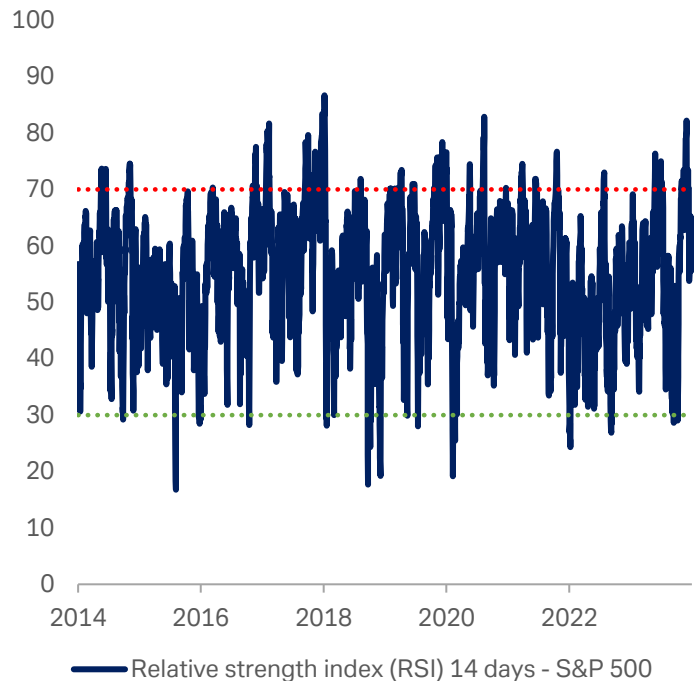
Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 19 Gennaio 2024.

Grafico 7: Performance media S&P 500 (1990-2023)



Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 19 Gennaio 2024.

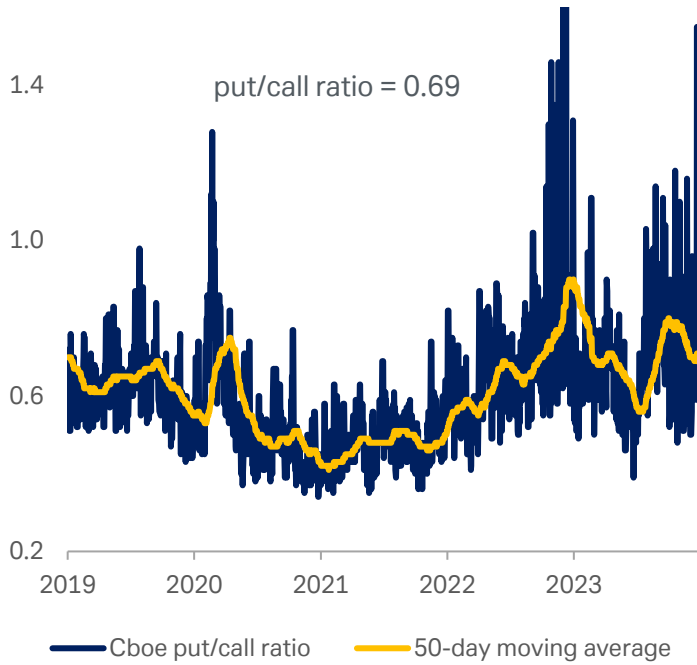
Grafico 8: RSI – S&P 500



Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 19 Gennaio 2024.

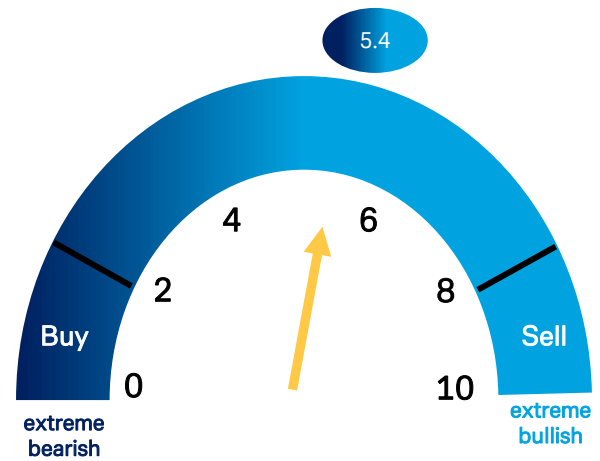


Grafico 9: CBOE Put/Call ratio



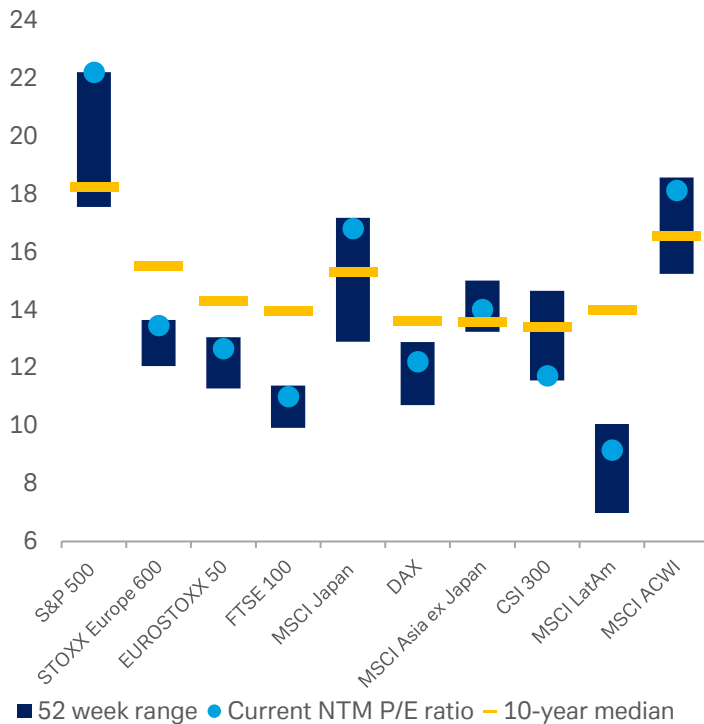
Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 19 Gennaio 2024.

Grafico 10: BofA Bull & Bear sentiment indicator



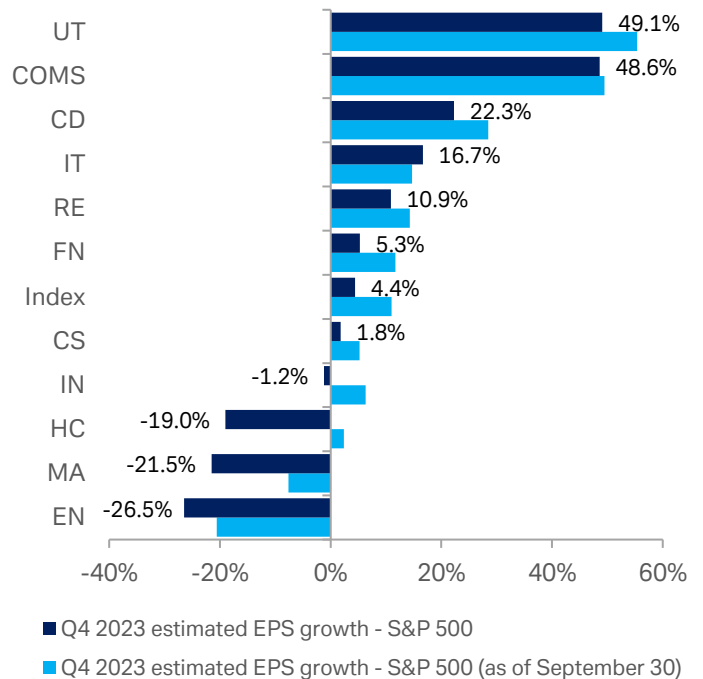
Fonte: BofA, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati a Gennaio 2024.

Grafico 11: Rapporto P/E



Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 19 Gennaio 2024.

Grafico 12: Q4 2023 Crescita EPS – S&P 500



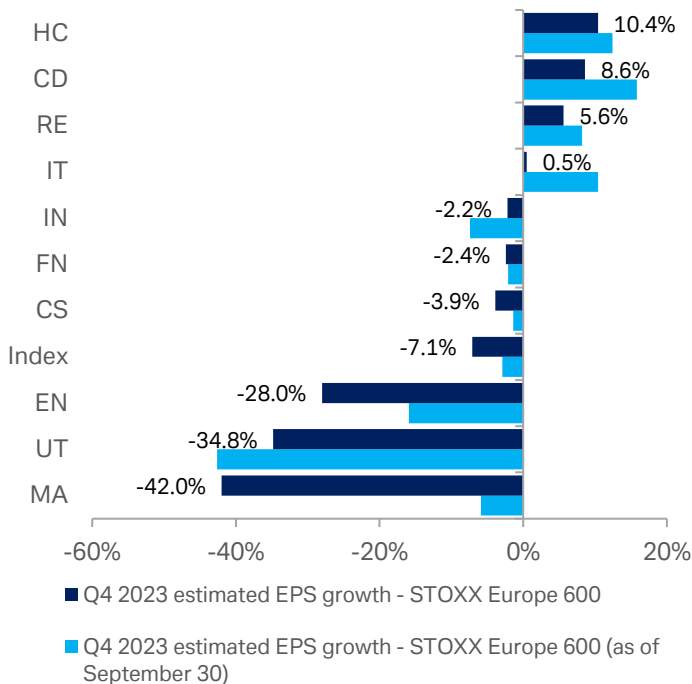
Fonte: LSEG Refinitiv, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 17 Gennaio 2024.

Note: CD = Beni di consumo discrezionali, ComS = Servizi di comunicazione, CS = Beni di consumo di prima necessità, EN = Energia, FN = Finanziario, HC = Healthcare, IN = Industriale, IT = Informazione tecnologica, MA = Materiali, RE = Real Estate, UT = Utility

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.



Grafico 13: Q4 2023 Crescita EPS – STOXX Europe 600



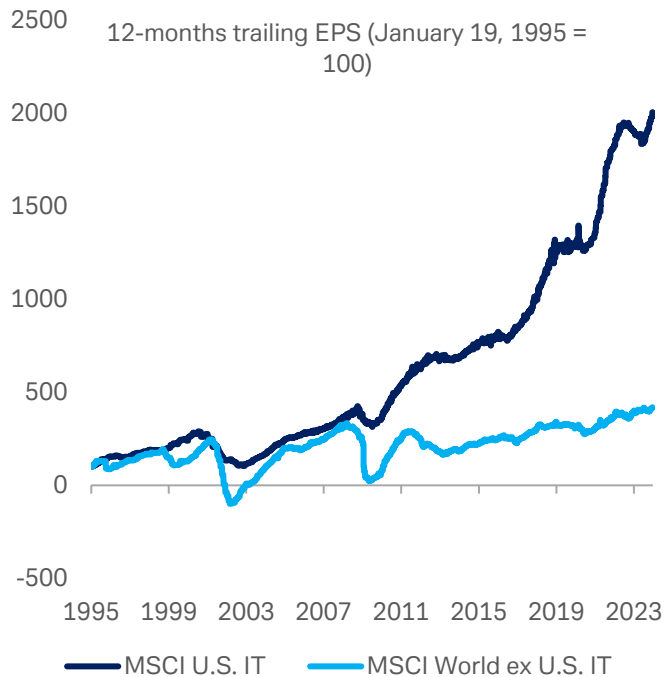
Fonte: LSEG Refinitiv, Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 17 Gennaio 2024.

Grafico 14: Price-to-Book Russell 2000



Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 19 Gennaio 2024.

Grafico 11: Andamento EPS



Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 19 Gennaio 2024.

Note: CD = Beni di consumo discrezionali, ComS = Servizi di comunicazione, CS = Beni di consumo di prima necessità, EN = Energia, FN = Finanziario, HC = Healthcare, IN = Industriale, IT = Informazione tecnologica, MA = Materiali, RE = Real Estate, UT = Utility

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.



## Glossario

---

Il **beta** misura la volatilità di un singolo titolo o settore rispetto al mercato complessivo. Un beta più basso implica una minore volatilità.

Il **Citigroup Economic Surprise Index (CESI)** misura in che misura i dati pubblicati superano o non soddisfano le aspettative di consenso di Bloomberg.

I **titoli ciclici** sono influenzati dal ciclo economico, in genere includono beni e servizi il cui acquisto è discrezionale.

Il **DAX** è un indice di Blue Chip costituito dalle 30 principali società tedesche quotate alla Borsa di Francoforte; altri indici DAX includono una gamma più ampia di società.

I **titoli difensivi** offrono dividendi più consistenti e utili stabili indipendentemente dallo stato del mercato azionario generale.

**Earnings per share (EPS)** sono calcolati come l'utile netto delle società meno i dividendi delle azioni privilegiate, il tutto diviso per il numero totale di azioni in circolazione.

Le **sorprese sugli utili** si verificano quando gli utili dichiarati si discostano dalle stime di consenso in modo positivo o negativo.

La **BCE** è la banca centrale dei 20 Paesi dell'Unione Europea che utilizzano l'euro. Il suo compito principale è mantenere la stabilità dei prezzi.

Un **Mercato Emergente (Emerging Market – EM)** è un Paese che ha alcune caratteristiche di un mercato sviluppato in termini di efficienza del mercato, liquidità e altri fattori, ma non soddisfa gli standard per essere un mercato sviluppato

L'**Euro (EUR)** è il codice della valuta Euro in uso nell'Eurozona.

L'**Eurozona** è formata da 20 Stati membri dell'Unione Europea che hanno adottato l'euro come moneta comune e unica moneta a corso legale.

La **Federal Reserve (Fed)** è la Banca Centrale USA. Il suo **Federal Open Market Committee (FOMC)** si incontra per definire la politica monetaria e i tassi di interesse.

Il **FTSE 100 Index** è rappresentativo di circa l'80% della capitalizzazione di mercato della LSE nella sua interezza. Le società più grandi costituiscono una porzione maggiore dell'indice perché è ponderato per la capitalizzazione di mercato.

**Growth** sono azioni di quelle società ritenute suscettibili di avere utili o crescita dei ricavi superiori alla media.

L'**Inflation Reduction Act** del 2022 è stato concepito per ridurre il deficit e l'inflazione, investendo al contempo nella produzione di energia nazionale e riducendo i costi dei farmaci per la sanità.

**Long duration equities** sono quelli che dovrebbero fornire una percentuale maggiore di flussi di cassa futuri in un lontano futuro.

**Month-to-date (MTD).**

L'indice **MSCI ACWI** comprende società a grande e media capitalizzazione in 23 Paesi sviluppati e 23 mercati emergenti.

L'indice **MSCI Asia ex Japan** comprende la rappresentanza di grandi e medie imprese in 2 dei 3 Paesi dei mercati sviluppati (escluso il Giappone) e 8 Paesi dei mercati emergenti in Asia.

L'indice **MSCI EM** è un indice di capitalizzazione di mercato rettificato per il flottante progettato per misurare la performance del mercato azionario dei mercati emergenti. Si compone di 23 indici di Paesi emergenti.

L'indice **MSCI Emerging Markets Asia** rappresenta un insieme di società a grande e media capitalizzazione in 8 Paesi dei mercati emergenti asiatici, tra cui Cina, India, Indonesia, Corea, Malesia, Filippine, Taiwan e Thailandia.

L'indice **MSCI LatAm** comprende società a grande e media capitalizzazione in cinque Paesi dell'America latina.

Il **margin di profitto netto** misura la quantità di reddito netto o profitto generato come percentuale delle entrate.

**Net earnings revision ratio** il numero di stime degli utili a termine in rialzo meno il numero di stime in ribasso, espresso in percentuale del numero totale di stime degli utili a termine.

**Next twelve months (NTM)** si riferisce a qualsiasi misura finanziaria prevista per i successivi dodici mesi dalla data corrente.

Il **Nikkei 225** è l'indice principale e più rispettato delle azioni giapponesi.

I **Price/book (P/B)** misurano il prezzo delle azioni di una società rispetto alle sue attività tangibili.

**Price/earnings (P/E) ratios** misurare l'attuale prezzo delle azioni di una società rispetto ai suoi utili per azione.

**Quarter-to-date (QTD).**

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

L'indice **STOXX Europe 600** comprende 600 aziende in 18 paesi dell'Unione Europea.





## Glossario

---

**U.S.** sono gli Stati Uniti d'America.

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

La **valutazione** tenta di quantificare l'attrattiva di un asset, ad esempio osservando il prezzo delle azioni di un'azienda in relazione ai suoi utili.

I **titoli value** sono quelli che sembrano essere scambiati al di sotto di quanto giustificato dai loro fondamentali (ad esempio, vendite e utili).

L'**indice VIX** è una misura della volatilità implicita nelle opzioni sull'indice S&P 500.

La **volatilità** è il grado di variazione di una serie di prezzi di trading nel tempo.

Una **curva dei rendimenti** è una linea che traccia i rendimenti, o tassi di interesse, di obbligazioni che hanno la stessa qualità creditizia ma date di scadenza diverse.



## Appendice

<b>Performance</b>	<b>19.1.2019 – 19.1.2020</b>	<b>19.1.2020 – 19.1.2021</b>	<b>19.1.2021 – 19.1.2022</b>	<b>19.1.2022 – 19.1.2023</b>	<b>19.1.2023 – 19.1.2024</b>
S&P 500	24,7%	14,1%	19,3%	-14,0%	24,1%
STOXX Europe 600	18,9%	-3,9%	17,9%	-6,3%	4,2%
MSCI ACWI	19,8%	14,1%	10,1%	-13,8%	15,4%
FTSE 100	10,1%	-12,5%	13,1%	2,1%	-3,7%
Nikkei 225	16,3%	19,1%	-4,1%	-3,9%	36,2%
DAX	20,7%	2,1%	14,4%	-5,6%	11,0%
MSCI Asia ex Japan	14,7%	27,4%	-13,0%	-15,6%	-9,6%
MSCI EM	12,7%	20,4%	-10,2%	-17,1%	-5,5%
MSCI LatAm	2,0%	-15,3%	-10,1%	1,8%	11,0%
MSCI China	17,9%	31,9%	-29,0%	-14,5%	-29,9%
NASDAQ 100	35,2%	41,7%	15,8%	-24,9%	53,3%
Bloomberg Magnificent 7	58,1%	104,1%	38,1%	-36,4%	100,2%
MSCI U.S. IT	46,0%	35,3%	17,3%	-21,7%	53,2%
10-year U.S. Treasuries	9,9%	7,9%	-4,6%	-9,1%	-1,9%
S&P 500 equal-weighted	19,8%	11,6%	19,3%	-7,9%	7,4%
Euro Stoxx 50	21,5%	-5,6%	18,7%	-4,1%	8,7%
Russel 2000 Financials	10,7%	0,6%	17,9%	-16,4%	2,5%
Russel 2000 Utilities	13,3%	1,4%	-3,2%	2,4%	-17,3%
Russel 2000 Energy	-26,5%	46,9%	8,1%	34,3%	-3,7%
Russel 2000 Industrials	18,7%	16,8%	5,7%	-3,6%	18,3%
Russel 2000 Healthcare	20,8%	54,6%	-37,2%	-11,6%	0,3%
Russel 2000 Telco	-1,7%	35,5%	-8,1%	-5,3%	-14,7%

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati aggiornati al 19 Gennaio 2024.



## Informazioni importanti

### General

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, ma è da intendersi esclusivamente a scopo informativo. Le informazioni non sostituiscono la consulenza personalizzata in base alle circostanze individuali dell'investitore.

Tutti i contenuti presenti nella presente comunicazione devono essere letti nella loro interezza.

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 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, 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.

Se non diversamente indicato nel presente documento, tutte le opinioni riportate riflettono l'attuale valutazione di Deutsche Bank, che può cambiare in qualsiasi momento. 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 nel presente documento sono soggette a modifiche senza preavviso e si basano su una serie di ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici o analisi che, sebbene dal punto di vista attuale della Banca si basino su informazioni adeguate, potrebbero non rivelarsi valide o rivelarsi in futuro inaccurate o corrette e potrebbero differire dalle conclusioni espresse da altri dipartimenti di Deutsche Bank. Sebbene le informazioni contenute nel presente documento derivino da fonti che Deutsche Bank considera credibili e affidabili, Deutsche Bank non garantisce la completezza, la correttezza o l'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 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 professionista finanziario, se gli investimenti e le strategie descritti o forniti da Deutsche Bank siano appropriati alla luce delle esigenze dell'investitore, degli obiettivi, della situazione finanziaria, dei possibili rischi e benefici di tali decisioni di investimento. 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 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 a tali restrizioni.

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 AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita secondo le leggi della Repubblica Federale di Germania con sede a Francoforte sul Meno. È registrata presso il tribunale distrettuale ("Amtsgericht") di Francoforte sul Meno con il numero HRB 30 000 ed è autorizzata a svolgere attività

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.



## Informazioni importanti

bancarie e a fornire servizi finanziari. Le autorità di vigilanza sono la Banca Centrale Europea ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Francoforte sul Meno, Germania ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) e dall'Autorità Federale Tedesca di Vigilanza Finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Grauehndorfer Strasse 108, 53117 Bonn e Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Francoforte sul Meno ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)), e dalla Banca Centrale Tedesca ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14, 60431 Francoforte sul Meno ([www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)).

Il presente documento non è stato presentato, né rivisto o approvato da alcuna delle autorità di vigilanza sopra o sotto menzionate.

### Per i residenti negli Emirati Arabi Uniti

Il presente documento è strettamente privato e confidenziale e viene distribuito a un numero limitato di investitori; non deve essere fornito a persone diverse dal destinatario originale e non può essere riprodotto o utilizzato per altri scopi. Ricevendo questo documento, la persona o l'entità a cui è stato rilasciato comprende, riconosce e accetta che questo documento non è stato approvato dalla Banca Centrale degli EAU, dalla UAE Securities and Commodities Authority, dal Ministero dell'Economia degli EAU o da altre autorità degli EAU. Nessuna commercializzazione di prodotti o di servizi finanziari è stata o sarà effettuata all'interno degli Emirati Arabi Uniti e nessuna sottoscrizione di fondi, titoli, prodotti o servizi finanziari può essere o sarà effettuata all'interno degli Emirati Arabi Uniti. Il presente documento non costituisce un'offerta pubblica di titoli negli Emirati Arabi Uniti ai sensi della Legge sulle società commerciali, della Legge federale n. 2 del 2015 (e successive modifiche) o di altro tipo. Il presente documento può essere distribuito solo a "Investitori Professionali", secondo la definizione contenuta nel Rulebook on Financial Activities and Reconciliation Mechanism della UAE Securities and Commodities Authority (come di volta in volta modificato).

### Per i residenti in Kuwait

Questo documento vi è stato inviato su vostra espressa richiesta. Questa presentazione non è destinata alla diffusione al pubblico in Kuwait. Le Interessenze non sono state autorizzate per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da qualsiasi altra agenzia governativa kuwaitiana competente. L'offerta delle Interessenze in Kuwait sulla base di un collocamento privato o di un'offerta pubblica è pertanto limitata ai sensi del Decreto Legge n. 31 del 1990 e dei relativi regolamenti attuativi (e successive modifiche) e della Legge n. 7 del 2010 e del relativo statuto (e successive modifiche). Nessuna offerta privata o pubblica delle Interessenze viene effettuata in Kuwait e nessun accordo relativo alla vendita delle Interessenze verrà conclusa in Kuwait. Non sono previste attività di marketing o di sollecitazione o di inducement per offrire o commercializzare le Interessenze in Kuwait.

### Per i residenti del Regno dell'Arabia Saudita

Il presente documento non può essere distribuito nel Regno se non alle persone autorizzate dai Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non si assume alcuna responsabilità per il contenuto del presente documento, non rilascia alcuna dichiarazione in merito alla sua accuratezza o completezza e declina espressamente qualsiasi responsabilità per eventuali perdite derivanti da, o sostenute facendo affidamento su, qualsiasi parte del presente documento. I potenziali sottoscrittori dei titoli dovrebbero condurre la propria due diligence sull'accuratezza di qualsiasi informazione relativa ai titoli. Se non si comprende il contenuto del presente documento, è necessario consultare un consulente finanziario autorizzato.

### Per i residenti in Qatar

Il presente documento non è stato depositato presso o approvato da la Banca Centrale del Qatar, l'Autorità per i Mercati Finanziari del Qatar, l'Autorità di Regolamentazione del Centro Finanziario del Qatar o qualsiasi altro ente governativo o borsa valori del Qatar, da alcuna legge dello Stato del Qatar. Il presente documento non costituisce un'offerta al pubblico ed è rivolto esclusivamente alla controparte a cui è stato consegnato. Nessuna transazione sarà conclusa in Qatar e qualsiasi richiesta o domanda dovrà essere ricevuta, e le assegnazioni effettuate, al di fuori del Qatar.

### Per i residenti nel Regno del Bahrein

Il presente documento non costituisce un'offerta di vendita o di partecipazione di titoli, derivati o fondi commercializzati in Bahrain ai sensi dei regolamenti dell'Agenzia Monetaria del Bahrain. Tutte le richieste di investimento devono essere ricevute e le eventuali assegnazioni devono essere effettuate, in ogni caso, al di fuori del Bahrein. Il presente documento è stato redatto a scopo informativo privato solo per gli investitori previsti, che saranno istituzioni. Nessun invito sarà rivolto al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento non sarà emesso, trasmesso o reso disponibile al pubblico in generale. La Banca Centrale (CBB) non ha esaminato né approvato il presente documento o la commercializzazione di tali titoli, derivati o fondi nel Regno del Bahrein.

### Per i residenti in Sudafrica

Il presente documento non costituisce o fa parte di alcuna offerta, sollecitazione o promozione in Sudafrica. Il presente documento non è stato depositato, esaminato o approvato dalla South African Reserve Bank, dalla Financial Sector Conduct Authority o da qualsiasi altro ente governativo o borsa valori sudafricano pertinente o ai sensi di qualsiasi legge della Repubblica del Sudafrica.

### Per i residenti in 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 ad 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 è inoltre supervisionata in Belgio dall'Autorità per i servizi e i mercati finanziari ("FSMA", [www.fsma.be](http://www.fsma.be)). La filiale ha la sede legale in Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruxelles ed è registrata con il numero IVA BE 0418.371.094, RPM/RPR Bruxelles. Altri dettagli sono disponibili su richiesta o possono essere trovati sul sito [www.deutschebank.be](http://www.deutschebank.be).

### Per i residenti nel Regno Unito

Questo documento è considerato promozione finanziaria come definito nella Sezione 21 del Financial Services and Markets Act 2000 ed è approvato e comunicato all'utente da DB UK Bank Limited. DB UK Bank Limited è membro del gruppo Deutsche Bank ed è registrata in Inghilterra e Galles con il numero societario 315841 con sede legale: 21 Moorfields, London, United Kingdom, EC2Y 9DB. DB UK Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. Il numero di registrazione per i servizi finanziari della DB UK Bank Limited è 140848.

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

### Per i residenti a Hong Kong

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. 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.

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.



## Informazioni importanti

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.

### Per i residenti a 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.

### Per i residenti negli Stati Uniti d'America

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.

### Per i residenti in 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. 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. La performance passata o simulata non è un indicatore affidabile della performance futura.

### Per i residenti in 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.

### Per i residenti in 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. Ha sede legale in Piazza del Calendario 3 – 20126 Milano (Italia) ed è iscritta alla Camera di Commercio di Milano, partita IVA e codice fiscale 001340740156, aderisce al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, iscritta all'Albo delle Banche e fa capo al Gruppo Bancario Deutsche Bank, iscritto all'albo dei Gruppi Bancari ai sensi del Decreto Legislativo 1 settembre 1993 n. 385 ed è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Deutsche Bank AG, Francoforte sul Meno (Germania).

### Per i residenti in Lussemburgo

Il presente documento è distribuito in Lussemburgo da Deutsche Bank Luxembourg S.A., una banca costituita secondo le leggi del Granducato di Lussemburgo sotto forma di società per azioni (Société Anonyme), soggetta alla vigilanza e al controllo della Banca Centrale Europea ("BCE") e della Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF"). La sua sede legale è situata al 2, boulevard Konrad Adenauer, 1115 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo ed è iscritta al Registre de Commerce et des Sociétés ("RCS") del Lussemburgo con il numero B 9.164.

### Per i residenti in Spagna

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal 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 Unipersonal 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. Registrata 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 Unipersonal.

### Per i residenti in 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.

### Per i residenti in 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. Deutsche Bank AG filiale di Vienna è anche soggetta all'Autorità austriaca per la vigilanza sui mercati finanziari (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Vienna. Il presente documento non è stato presentato né approvato da alcuna delle autorità di vigilanza menzionate in precedenza.

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.



## Informazioni importanti

---

### Per i residenti nei 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).

### Per i residenti in Francia

Deutsche Bank AG è un istituto di credito autorizzato, soggetto alla supervisione generale della Banca Centrale Europea e della BaFin, l'Autorità Federale di Vigilanza Finanziaria Tedesca. Le sue varie filiali sono vigilate localmente, per alcune attività, dalle autorità bancarie competenti, come l'Autorità di controllo e risoluzione prudenziale (Autorité de Contrôle Prudentiel de Résolution, "ACPR") e l'Autorità dei mercati finanziari (Autorité des Marchés Financiers, "AMF") in Francia.

È vietata la riproduzione, la rappresentazione, la distribuzione o la redistribuzione, totale o parziale, del contenuto del presente documento su qualsiasi supporto o con qualsiasi procedimento, nonché la vendita, la rivendita, la ritrasmissione o la messa a disposizione di terzi in qualsiasi modo. Questo documento non può essere riprodotto o distribuito senza il nostro permesso scritto.

© 2024 Deutsche Bank AG. Tutti i diritti riservati.