



# CIO Chartbook Europa

Aprile 2025

Manuela Maccia  
Head of Investment Solutions & CIO Italy



# Temi del mese



**Macro:** L'evento più importante in Germania il mese scorso è stata l'adozione di un programma di spesa fiscale per le infrastrutture e la difesa, che, accompagnato da riforme strutturali, ha lo scopo di rilanciare l'economia tedesca. Tuttavia, ci si possono aspettare effetti positivi anche nei paesi vicini, poiché la Commissione europea ha approvato un programma di spesa per la difesa. Gli attuali dati economici non riflettono ancora questi sviluppi. Tuttavia, gli ultimi indici dei responsabili degli acquisti (PMI) indicano una stabilizzazione a livelli bassi, dovuta principalmente a un miglioramento del sentiment nel settore manifatturiero. Nonostante le incertezze causate dalla politica tariffaria statunitense e dai tassi di inflazione potenzialmente più elevati, sembra ancora possibile un ulteriore allentamento monetario da parte della BCE.



**Obbligazionario:** L'adozione del programma di spesa fiscale in Germania ha inizialmente portato ad un aumento significativo dei rendimenti dei Bund, che sono leggermente diminuiti nella seconda metà di marzo. Tuttavia, i titoli di Stato degli altri paesi membri dell'Eurozona hanno seguito i Bund ma ad un ritmo più lento, riducendo ulteriormente gli spread tra i paesi. L'aumento dei rendimenti ha avuto un impatto limitato sulle obbligazioni societarie IG, i rispettivi spread di rendimento non si sono quasi mai ampliati. Tuttavia, le obbligazioni high yield hanno reagito ampliando gli spread, anche se a livelli ancora storicamente bassi.



**Azionario:** I dati economici contrastanti e le notizie sfavorevoli sul fronte tariffario hanno portato a mercati azionari volatili a marzo. Tuttavia, mentre il mercato statunitense ha subito una battuta d'arresto significativa ed è ricaduto a intermittenza in territorio di correzione (calo dei prezzi di oltre il 10% rispetto al massimo precedente), i mercati europei sono stati in grado di mantenere meglio la loro posizione e il mercato azionario tedesco è addirittura salito. Anche il fatto che la BCE abbia continuato a ridurre i tassi di interesse di riferimento, mentre la Fed ha mantenuto la sua posizione attendista sulla politica monetaria, è stato probabilmente un fattore di supporto per la sovraperformance relativa. Ad eccezione dei mercati azionari statunitensi e asiatici, la maggior parte dei principali indici azionari internazionali ha mostrato uno sviluppo positivo dall'inizio dell'anno.



**Materie prime e FX:** Il prezzo del petrolio Brent è in aumento dopo aver toccato un minimo temporaneo al di sotto della soglia dei USD 70 al barile all'inizio di marzo ed è attualmente vicino ai USD 73. Dopo i disaccordi interni all'inizio di marzo, l'OPEC vuole mantenere il taglio della produzione di 435.000 barili al giorno fino alla fine di giugno. Accompagnato da un USD leggermente più debole, il prezzo dell'oro ha continuato a salire a causa delle incertezze tariffarie e dei timori di inflazione. Attualmente scambia al di sopra della soglia dei 3.100 USD/oncia.

1

---

Macro

# Outlook macro

## Outlook

- L'economia **USA** è cresciuta ad un buon ritmo anche nell'ultimo trimestre del 2024 e sull'anno è cresciuta del 2,8%. Le incertezze sulle politiche della nuova amministrazione hanno sollevato delle preoccupazioni circa la possibilità di un rallentamento dell'economia di recente. Tuttavia, il mercato del lavoro è ancora robusto e la crescita dei salari reali dovrebbe sostenere un aumento del potere d'acquisto dei consumatori. Durante l'anno, il venire meno dell'incertezza sulle politiche commerciali di Trump dovrebbe migliorare il sentiment del settore privato e le scorte potrebbero vedere una diminuzione. Ciò nonostante, prevediamo che la crescita del PIL rallenti al 2,0% nel 2025 e nel 2026 e la relativa resilienza dell'economia dovrebbe attenuare il processo di disinflazione. L'inflazione, quindi, dovrebbe mantenersi elevata nel 2025 e nel 2026, limitando il margine di manovra della Fed per ulteriori tagli dei tassi. Nei prossimi dodici mesi, prevediamo altri due tagli, portando il tasso ufficiale al 3,75-4,00% entro la fine del primo trimestre del 2026.
- L'economia dell'**Eurozona** è più debole e deve ancora risollevarsi, in parte a causa delle incertezze politiche. Il riallineamento geopolitico degli Stati Uniti e gli sviluppi della guerra Russia-Ucraina determinano sia dei rischi che delle opportunità per l'Europa. Nel medio termine, le proposte di investimento nella difesa e nelle infrastrutture potrebbero favorire una ripresa economica. Ma nel breve termine l'Europa dovrà probabilmente fare ancora affidamento sui fornitori statunitensi per le attrezzature sulla difesa. Prevediamo che la crescita economica nell'Eurozona acceleri gradualmente nella seconda metà del 2025, migliorando leggermente la crescita del PIL all'1,0% nel 2025 e all'1,5% nel 2026 grazie all'effetto moltiplicatore di una maggiore spesa fiscale. L'inflazione dovrebbe rimanere su un percorso non lineare nel breve termine a causa della volatilità dei prezzi degli alimentari e dell'energia. Le pressioni sui prezzi potrebbero salire nella seconda metà del 2025 e più avanti. Prevediamo che l'inflazione che si stabilizzerà al 2,3% quest'anno e l'anno prossimo. In questo contesto, prevediamo che la BCE effettuerà solo un altro taglio nei prossimi quattro trimestri, portando il tasso sui depositi al 2,25% entro marzo 2026.
- In **Giappone**, le negoziazioni salariali di quest'anno potrebbero superare l'aumento del 5% dell'anno scorso, creando le basi per una domanda interna robusta. Prevediamo che la ripresa economica continui nonostante i potenziali elementi sfavorevoli dovuti dalle tariffe statunitensi più elevate. La crescita del PIL nel 2025 è attesa all'1,2%. Pertanto, l'inflazione dovrebbe raggiungere il 2,6% nel 2025, al di sopra dell'obiettivo del 2% della BoJ. Il processo di normalizzazione della politica monetaria potrebbe essere anticipata e il tasso chiave della BoJ potrebbe salire dall'attuale 0,5% all'1,25%.
- Dopo aver raggiunto il suo obiettivo di crescita del 5% nel 2024, la **Cina** probabilmente si concentrerà su un miglioramento dei consumi interni, sul rafforzamento delle industrie strategiche e sul sostegno alle imprese private nel 2025. I rischi legati alle tariffe USA più elevate, con ulteriori ritorsioni probabili, e il mercato immobiliare ancora in difficoltà dovrebbero continuare a pesare sulla crescita cinese che rallenterà al 4,5% e al 4,0% rispettivamente nel 2025 e nel 2026. Questo rallentamento dovrebbe mantenere bassa la crescita dei prezzi, lasciando meno spazio per l'efficacia dello stimolo monetario. Pertanto, prevediamo solo un graduale allentamento delle condizioni finanziarie.

## Previsioni

### Crescita PIL (%)

	2025 F	2026 F	Consenso 2025 (BBG*)
USA <sup>1</sup>	2,0	2,0	2,3
EUZ	1,0	1,5	0,9
GER	0,4	1,6	0,3
Italia	0,6	1,1	0,6
Giappone	1,2	0,7	1,2
Cina	4,5	4,0	4,5
Mondo	3,2	3,1	2,9

### Inflazione CPI (%)

	2025 F	2026 F	Consenso 2025 (BBG*)
USA	2,6	2,4	2,8
EUZ	2,3	2,3	2,1
GER	2,6	2,6	2,3
Giappone	2,6	2,0	2,4
Cina	0,5	1,4	0,7

### Tasso di disoccupazione (%)

	2025 F	2026 F	Consenso 2025 (BBG*)
USA	4,2	4,2	4,2
EUZ	6,3	6,3	6,4
GER	6,1	5,8	6,3
Giappone	2,4	2,4	2,4
Cina <sup>3</sup>	5,0	5,0	5,1

### Saldo di bilancio (% del PIL)

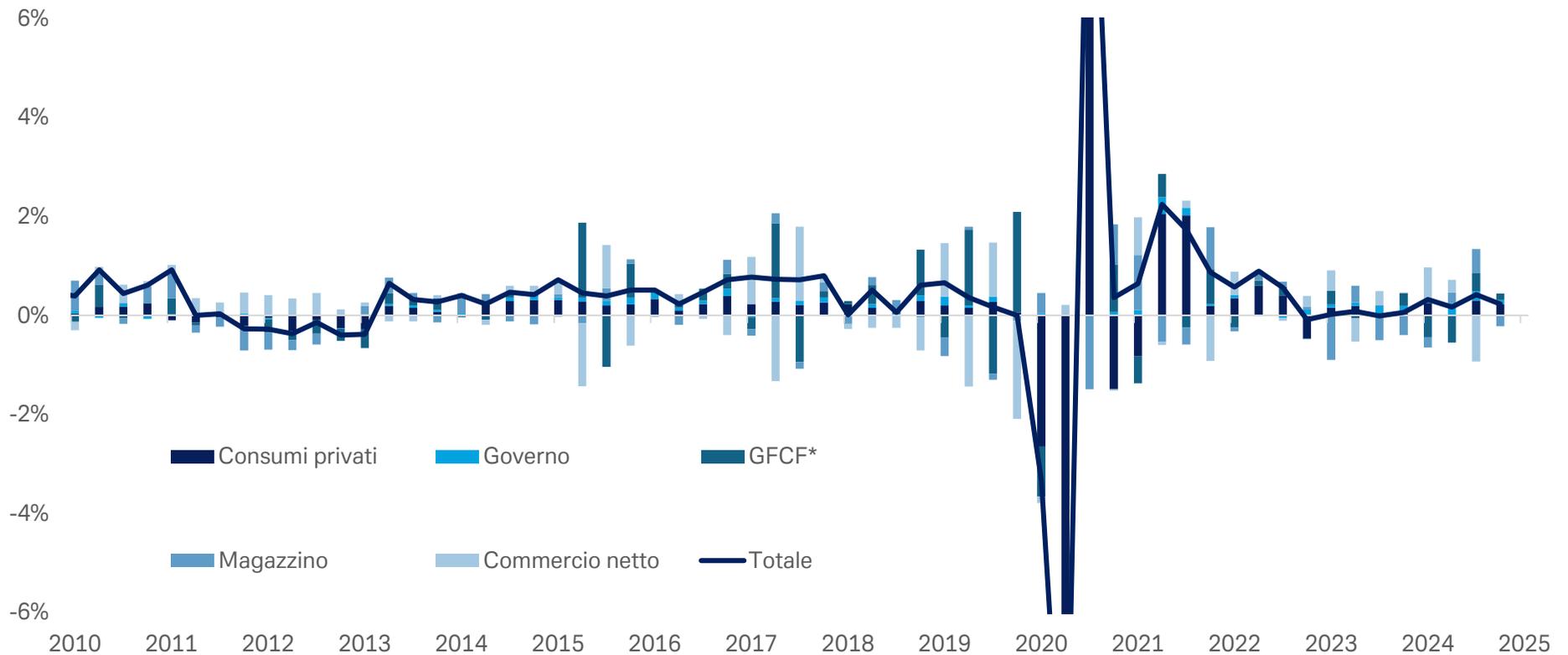
	2025 F	2026 F	Consenso 2025 (BBG*)
USA	-6,8	-6,5	-6,5
EUZ	-3,4	-4,0	-3,0
GER	-2,5	-3,7	-2,0
Giappone	-3,5	-3,0	-3,6
Cina <sup>4</sup>	-6,9	-7,7	-5,5

\*Consensus di Bloomberg.

1 Per gli USA, la crescita del PIL Q4/Q4 % è pari a 2,2% nel 2025 e a 1,7% nel 2026. 2 Tasso di disoccupazione urbana (fine periodo), non confrontabile con i dati di consenso. 3 Il deficit fiscale cinese di riferisce al saldo di bilancio aumentato (definizione più ampia) del FMI. Non confrontabile con i dati di consenso. Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 13 marzo 2025.

# La crescita del PIL dell'Eurozona è scesa nel Q4

## Crescita PIL Eurozona (QoQ)



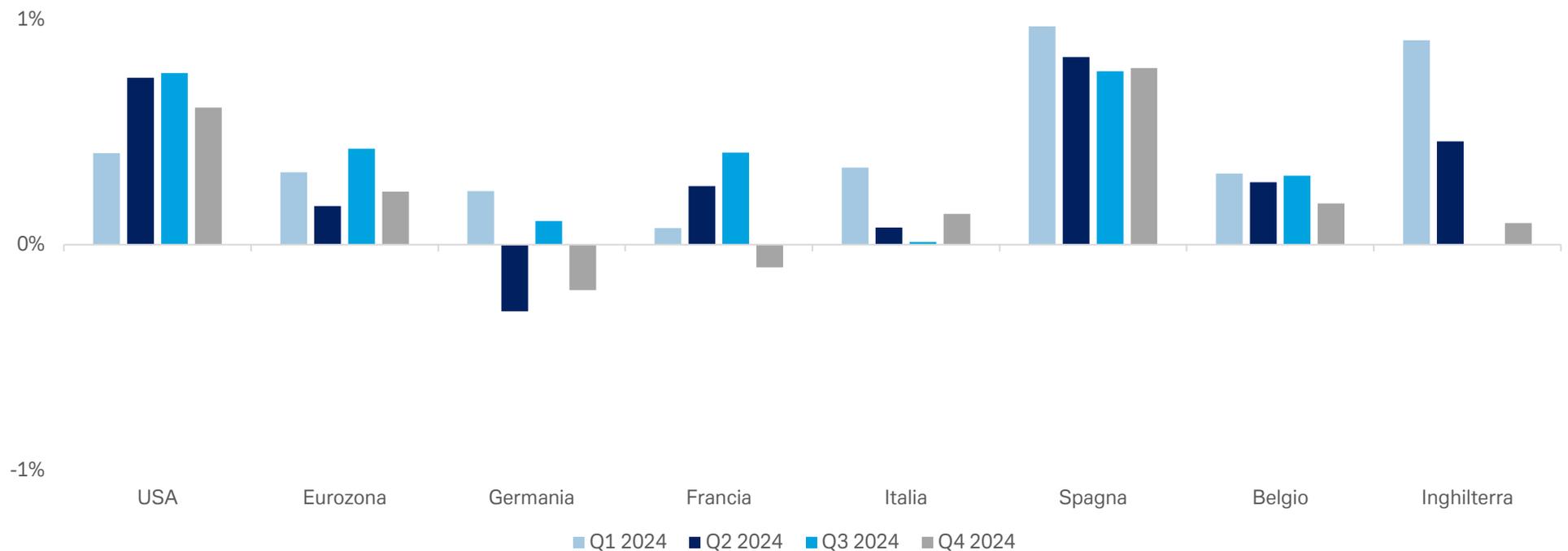
\*Q1: solo i dati di PIL pubblicati; dettagli sulla domanda aggregata saranno resi noti dopo la pubblicazione.

\*GFCF = Gross fixed capital formation è definita come l'acquisto di asset prodotti (incluso l'acquisto di asset di seconda mano) inclusa la produzione di questi asset da produttori per l'uso in proprio, meno gli scarti.

Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Crescita dell'Eurozona fiacca

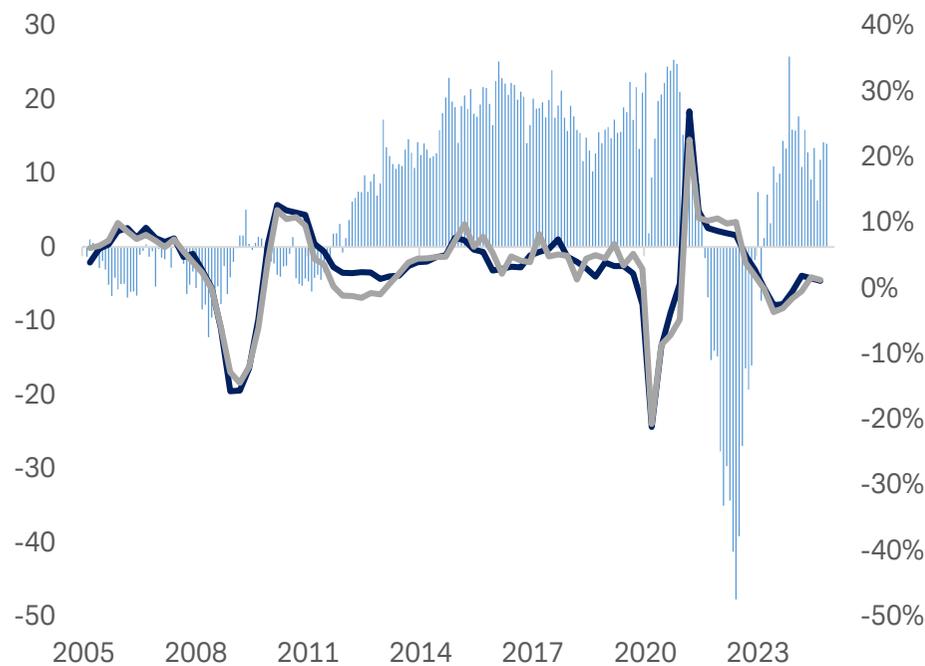
## Crescita del PIL degli Stati Uniti e dell'Eurozona (trimestrale) – Confronti tra Paesi



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

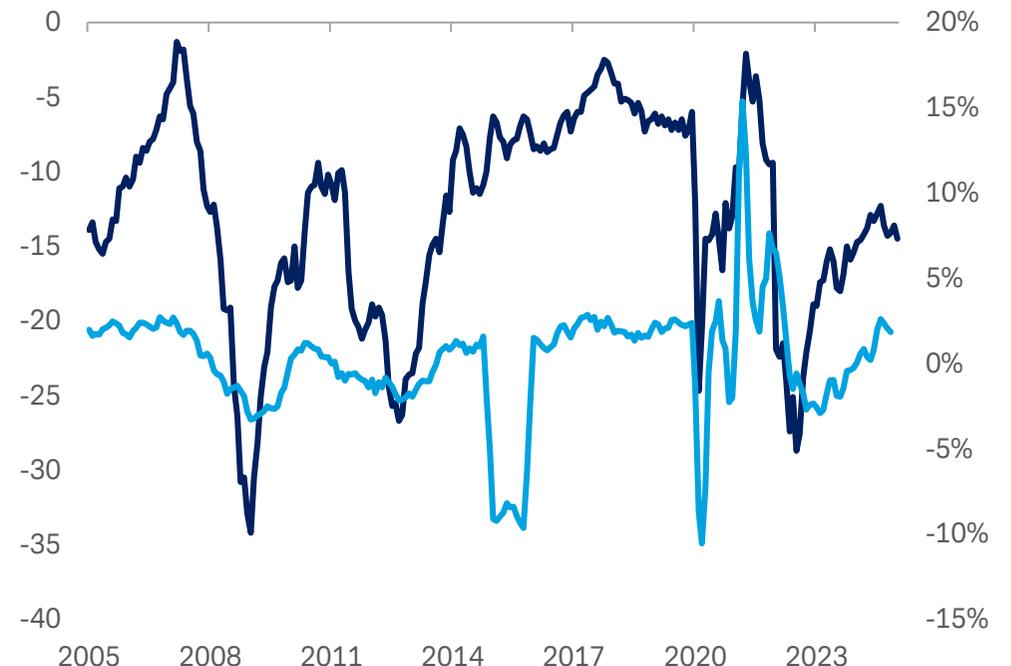
# Domanda domestica ed estera stabile

Bilancia commerciale dell'Eurozona e crescita import/export



- Bilancia commerciale (EUR bn, aggiustamento stagionale, asse sx)
- Crescita esportazioni (volume, anno su anno, asse dx)
- Crescita importazioni (volume, anno su anno, asse dx)

Fiducia dei consumatori dell'Eurozona e vendite al dettaglio

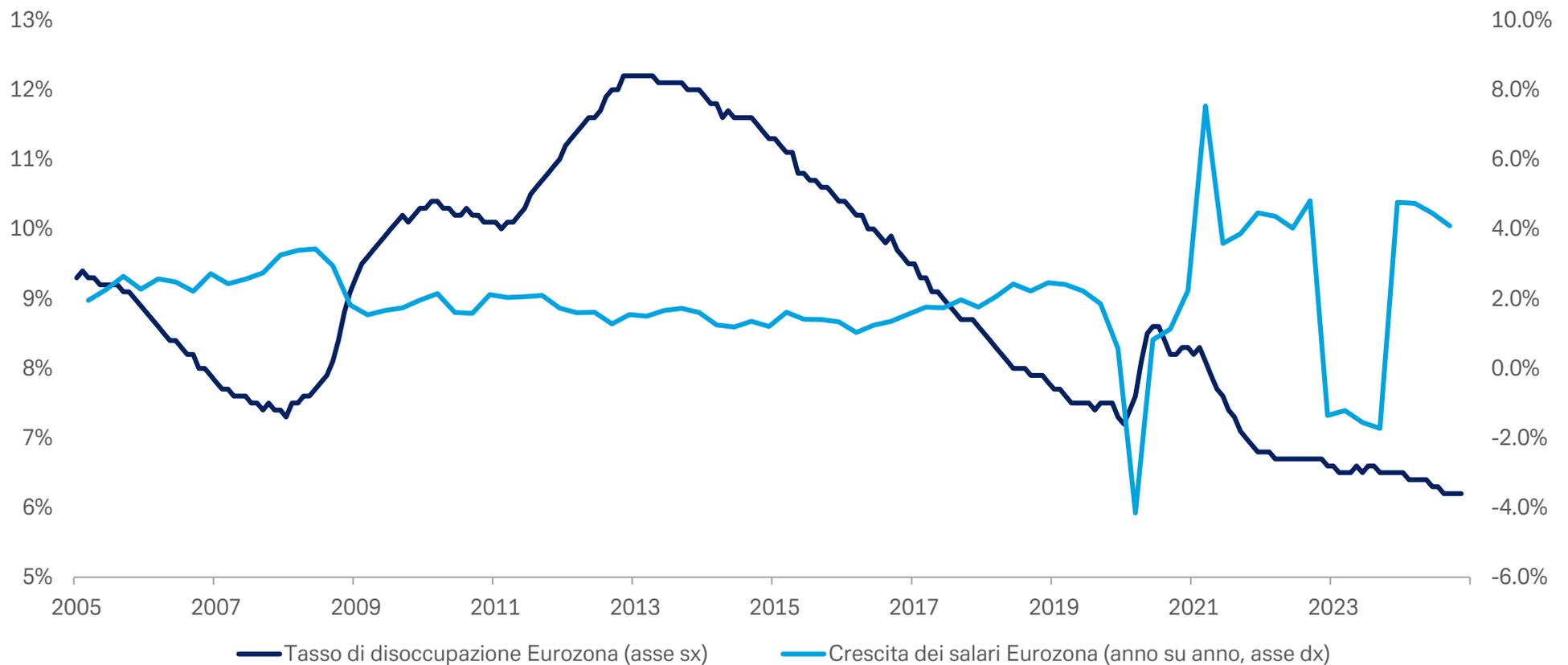


- Fiducia consumatori Eurozona (asse sx)
- Vendite al dettaglio Eurozona (anno su anno, media mobile a 3m, asse dx)

Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Mercato del lavoro in Eurozona robusto

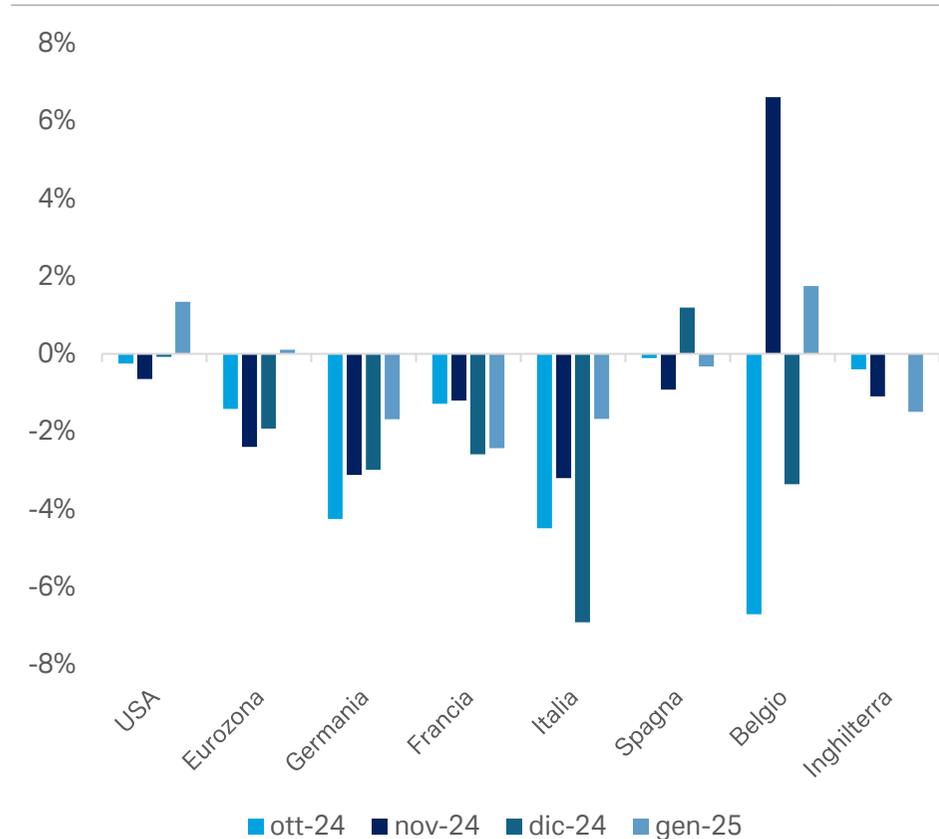
## Livello di disoccupazione nell'Eurozona e crescita dei salari



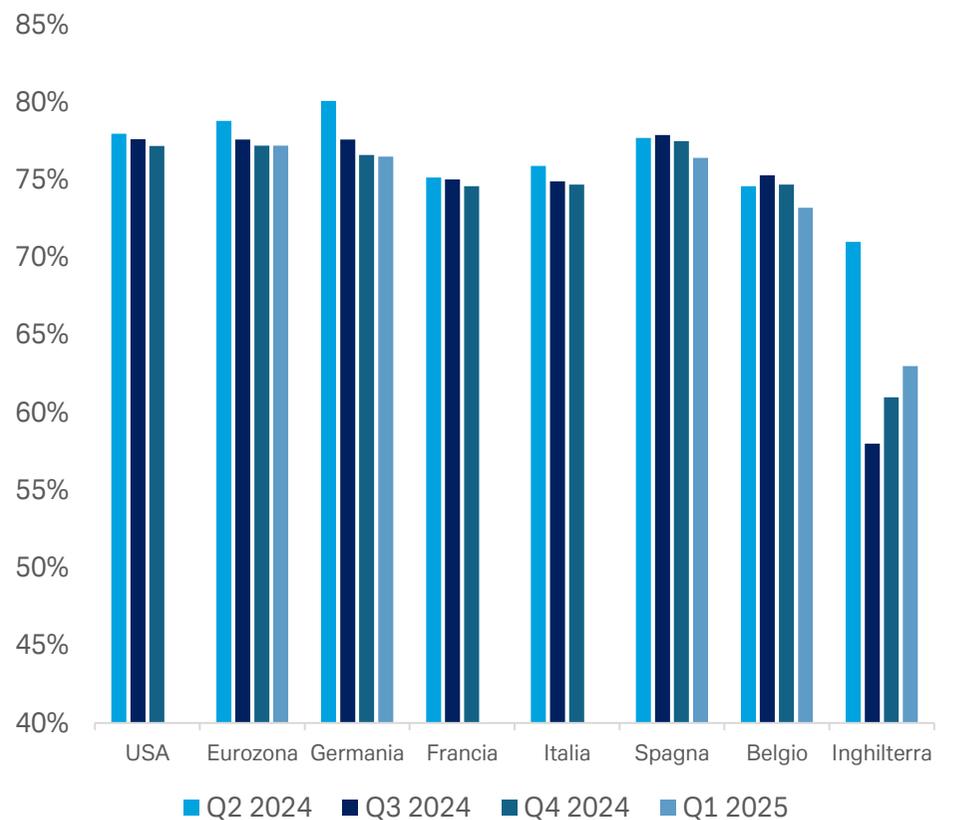
Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Il settore industriale è sotto pressione

Produzione industriale (% YoY)



Utilizzo della capacità produttiva negli ultimi 4 trimestri



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Il settore dei servizi è piuttosto solido

## Indici dei direttori degli acquisti (PMI)

Composito	mar-24	apr-24	mag-24	giu-24	lug-24	ago-24	set-24	ott-24	nov-24	dic-24	gen-25	feb-25	mar-25
Globale	52,2	52,4	53,7	52,9	52,5	52,9	51,9	52,3	52,4	52,6	51,8	51,5	52,1
USA	52,1	51,3	54,5	54,8	54,3	54,6	54,0	54,1	54,9	55,4	52,7	51,6	53,5
Eurozona	50,3	51,7	52,2	50,9	50,2	51,0	49,6	50,0	48,3	49,6	50,2	50,2	50,9
UK	52,8	54,1	53,0	52,3	52,8	53,8	52,6	51,8	50,5	50,4	50,6	50,5	51,5
Giappone	51,7	52,3	52,6	49,7	52,5	52,9	52,0	49,6	50,1	50,5	51,1	52,0	48,9
Cina	52,7	52,8	54,1	52,8	51,2	51,2	50,3	51,9	52,3	51,4	51,1	51,5	51,8

### Manifattura

Globale	50,6	50,3	51,0	50,8	49,7	49,6	48,7	49,4	50,1	49,6	50,1	50,6	50,3
USA	51,9	50,0	51,3	51,6	49,6	47,9	47,3	48,5	49,7	49,4	51,2	52,7	50,2
Eurozona	46,1	45,7	47,3	45,8	45,8	45,8	45,0	46,0	45,2	45,1	46,6	47,6	48,6
UK	50,3	49,1	51,2	50,9	52,1	52,5	51,5	49,9	48,0	47,0	48,3	46,9	44,9
Giappone	48,2	49,6	50,4	50,0	49,1	49,8	49,7	49,2	49,0	49,6	48,7	49,0	48,4
Cina	51,1	51,4	51,7	51,8	49,8	50,4	49,3	50,3	51,5	50,5	50,1	50,8	51,2

### Servizi

Globale	52,4	52,7	54,0	53,1	53,3	53,9	52,9	53,1	53,1	53,8	52,2	51,5	52,7
USA	51,7	51,3	54,8	55,3	55,0	55,7	55,2	55,0	56,1	56,8	52,9	51,0	54,4
Eurozona	51,5	53,3	53,2	52,8	51,9	52,9	51,4	51,6	49,5	51,6	51,3	50,6	51,0
UK	53,1	55,0	52,9	52,1	52,5	53,7	52,4	52,0	50,8	51,1	50,8	51,0	52,5
Giappone	54,1	54,3	53,8	49,4	53,7	53,7	53,1	49,7	50,5	50,9	53,0	53,7	50,0
Cina	52,7	52,5	54,0	51,2	52,1	51,6	50,3	52,0	51,5	52,2	51,0	51,4	51,9

Un valore dell'indice PMI sopra 50 rappresenta un miglioramento rispetto al mese precedente. Un valore inferiore a 50 rappresenta una contrazione e un indicatore a 50 non rappresenta un cambiamento rispetto al mese precedente. Maggiore la differenza rispetto a 50, e più importante è il cambiamento. NA: dato non ancora pubblicato.

Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Indici PMI manifatturieri ancora deboli

## Indici dei direttori degli acquisti (PMI) Europei e ISM PMI USA

Composito	mar-24	apr-24	mag-24	giu-24	lug-24	ago-24	set-24	ott-24	nov-24	dic-24	gen-25	feb-25	mar-25
Eurozona	50,3	51,7	52,2	50,9	50,2	51	49,6	50	48,3	49,6	50,2	50,2	50,9
Germania	47,7	50,6	52,4	50,4	49,1	48,4	47,5	48,6	47,2	48	50,5	50,4	51,3
Francia	48,3	50,5	48,9	48,8	49,1	53,1	48,6	48,1	45,9	47,5	47,6	45,1	48
Italia	53,5	52,6	52,3	51,3	50,3	50,8	49,7	51	47,7	49,7	49,7	51,9	50,5
Spagna	55,3	55,7	56,6	55,8	53,4	53,5	56,3	55,2	53,2	56,8	54	55,1	54
Inghilterra	52,8	54,1	53	52,3	52,8	53,8	52,6	51,8	50,5	50,4	50,6	50,5	51,5

### Manifattura

USA ISM	49,8	48,8	48,5	48,3	47	47,5	47,5	46,9	48,4	49,2	50,9	50,3	49
Eurozona	46,1	45,7	47,3	45,8	45,8	45,8	45	46	45,2	45,1	46,6	47,6	48,6
Germania	41,9	42,5	45,4	43,5	43,2	42,4	40,6	43	43	42,5	45	46,5	48,3
Francia	46,2	45,3	46,4	45,4	44	43,9	44,6	44,5	43,1	41,9	45	45,8	48,5
Italia	50,4	47,3	45,6	45,7	47,4	49,4	48,3	46,9	44,5	46,2	46,3	47,4	46,6
Spagna	51,4	52,2	54	52,3	51	50,5	53	54,5	53,1	53,3	50,9	49,7	49,5
Inghilterra	50,3	49,1	51,2	50,9	52,1	52,5	51,5	49,9	48	47	48,3	46,9	44,9

### Servizi

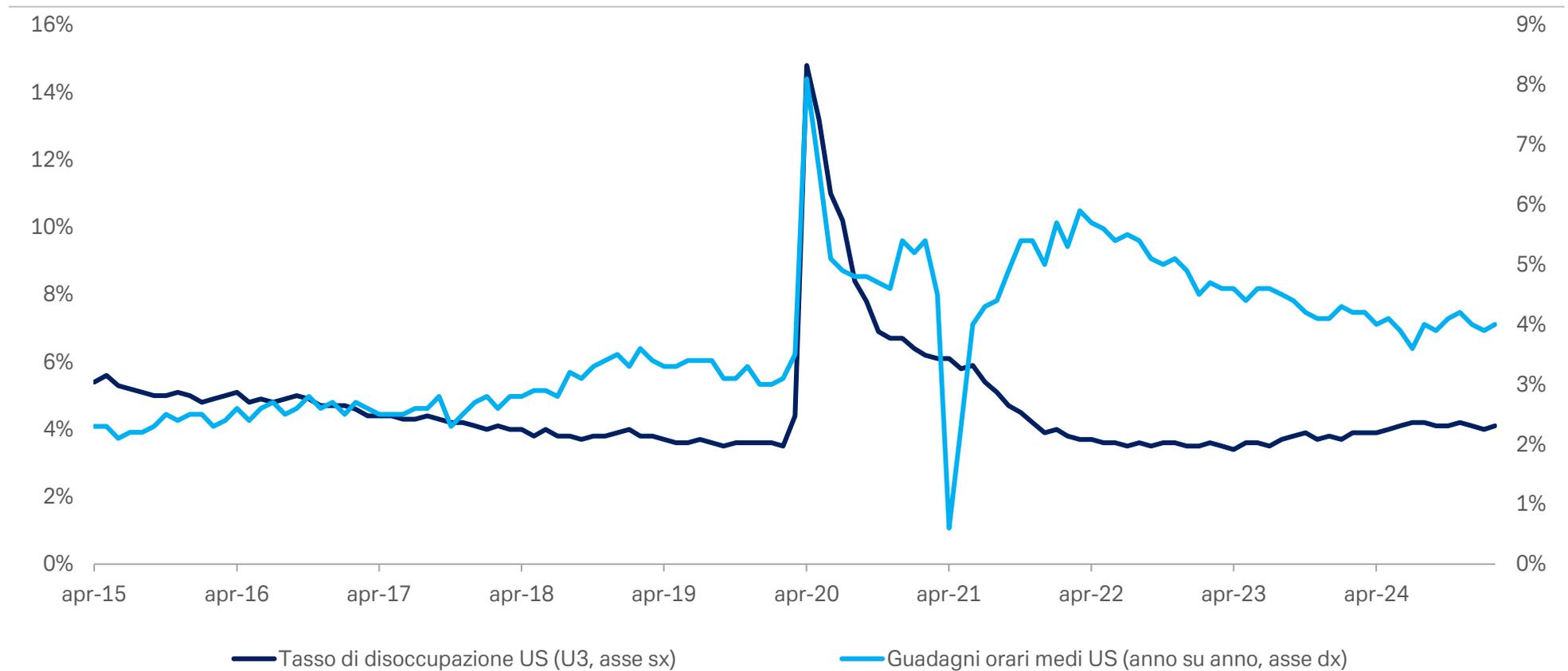
USA ISM	51,3	49,6	53,5	49,2	51,4	51,6	54,5	55,8	52,5	54	52,8	53,5	50,8
Eurozona	51,5	53,3	53,2	52,8	51,9	52,9	51,4	51,6	49,5	51,6	51,3	50,6	51
Germania	50,1	53,2	54,2	53,1	52,5	51,2	50,6	51,6	49,3	51,2	52,5	51,1	50,9
Francia	48,3	51,3	49,3	49,6	50,1	55	49,6	49,2	46,9	49,3	48,2	45,3	47,9
Italia	54,6	54,3	54,2	53,7	51,7	51,4	50,5	52,4	49,2	50,7	50,4	53	52
Spagna	56,1	56,2	56,9	56,8	53,9	54,6	57	54,9	53,1	57,3	54,9	56,2	54,7
Inghilterra	53,1	55	52,9	52,1	52,5	53,7	52,4	52	50,8	51,1	50,8	51,0	52,5

Un valore dell'indice PMI sopra 50 rappresenta un miglioramento rispetto al mese precedente. Un valore inferiore a 50 rappresenta una contrazione e un indicatore a 50 non rappresenta un cambiamento rispetto al mese precedente. Maggiore la differenza rispetto a 50, e più importante è il cambiamento. NA: dato non ancora pubblicato.

Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Segnali di moderazione nel mercato del lavoro USA?

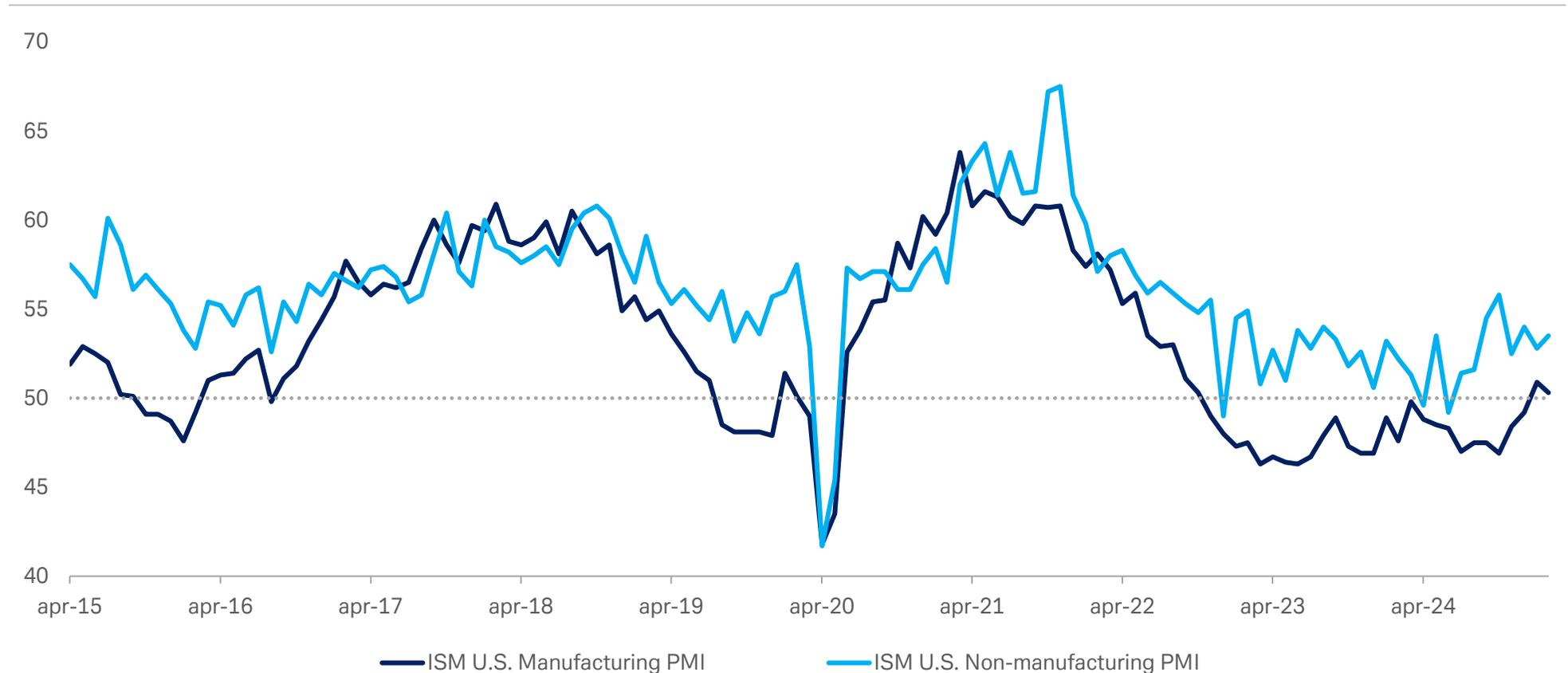
Tasso di disoccupazione USA U3 e crescita dei salari orari medi anno su anno



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# In US, i servizi trainano l'attività economica ma anche la manifattura sembra migliorare

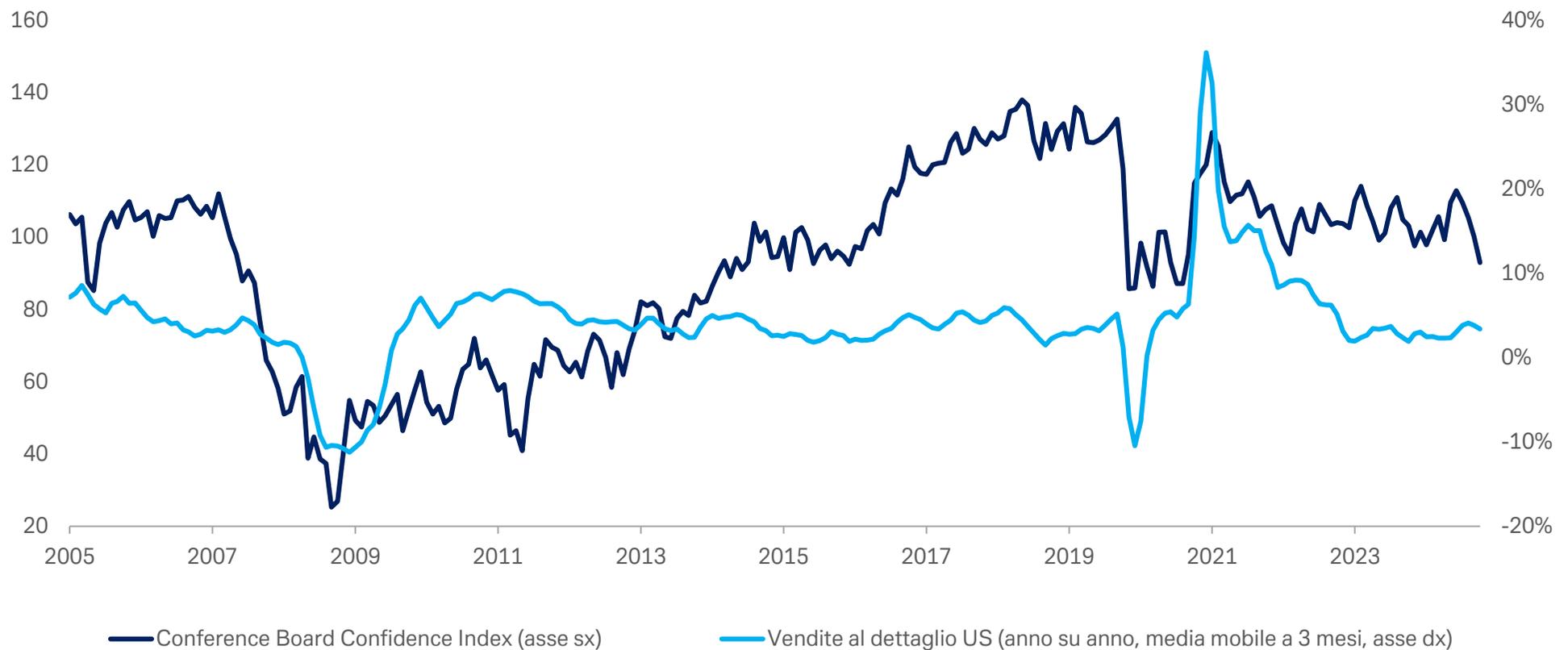
## PMI USA manifatturiero e servizi



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Consumi USA deboli di recente

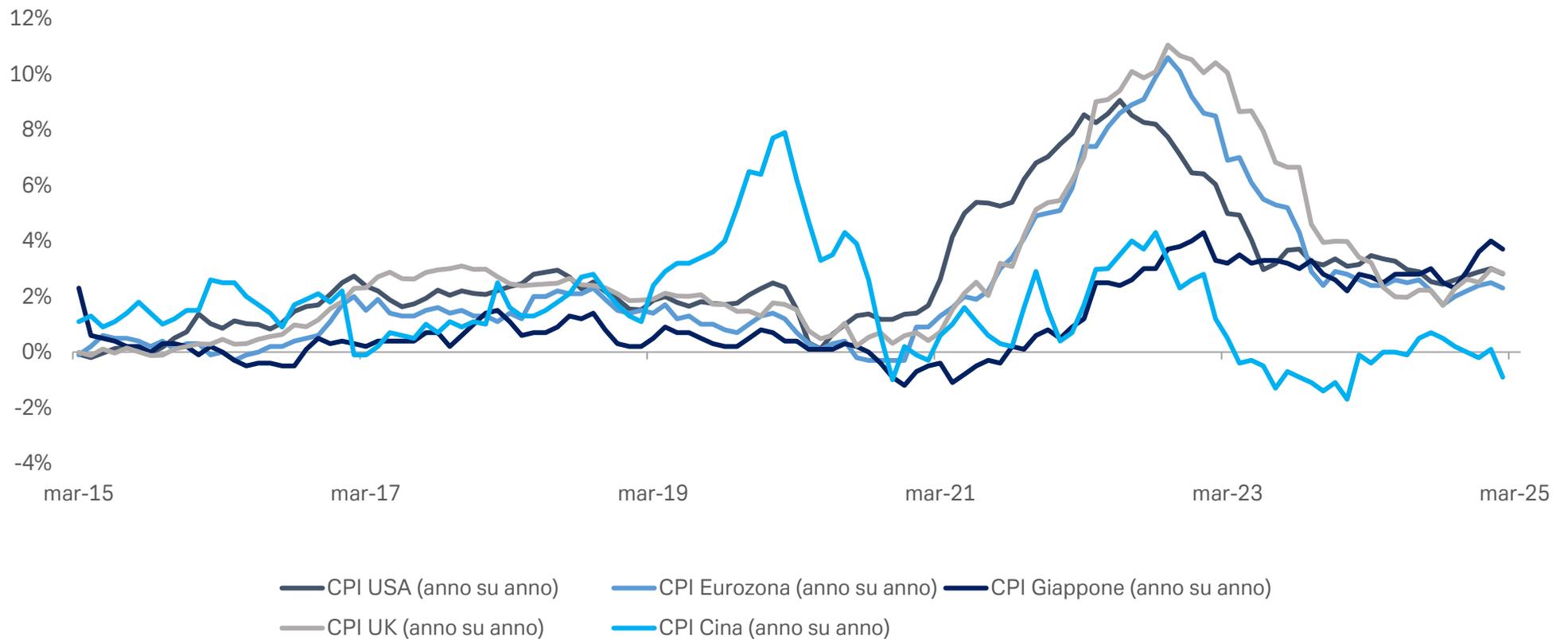
Indice di fiducia Conference Board e variazione vendite al dettaglio USA anno su anno (media mobile a 3 mesi)



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Inflazione in calo

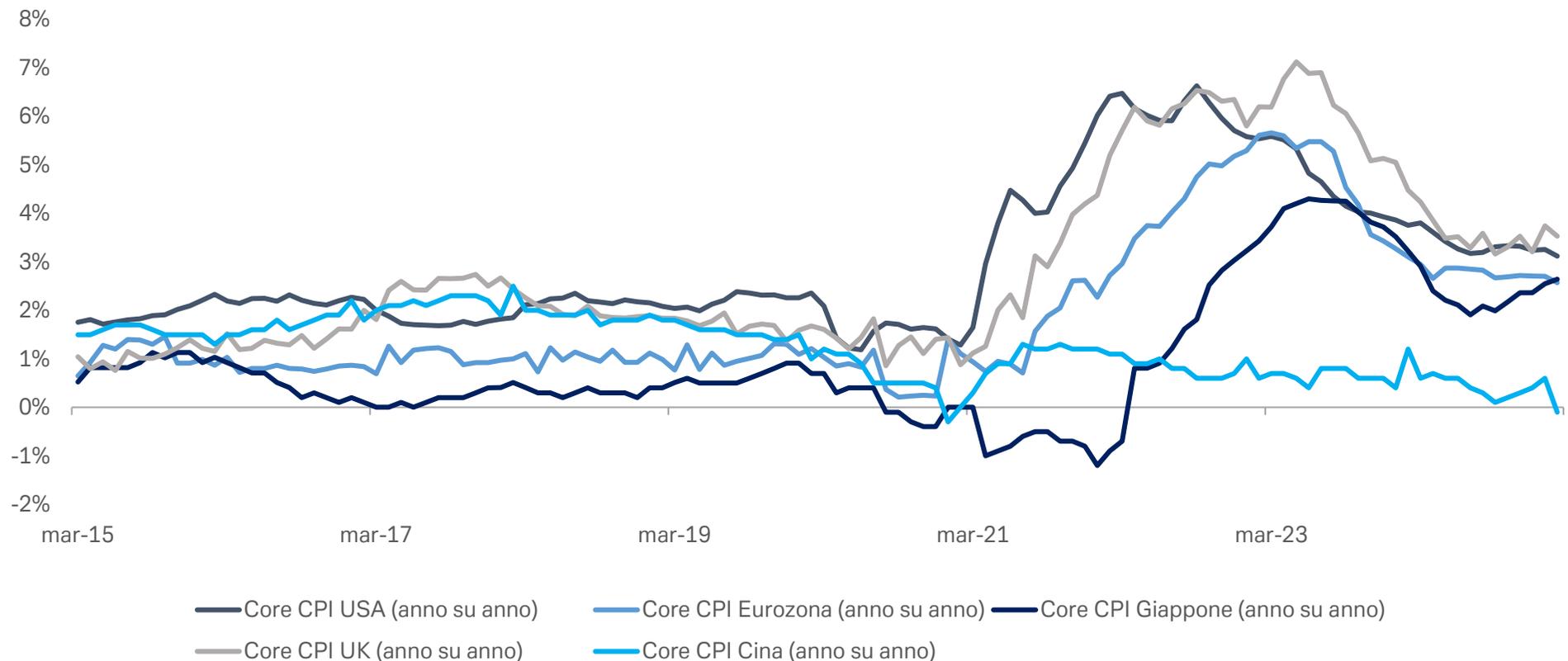
Indice dei prezzi al consumo (% anno su anno)



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# L'inflazione core rimane persistente

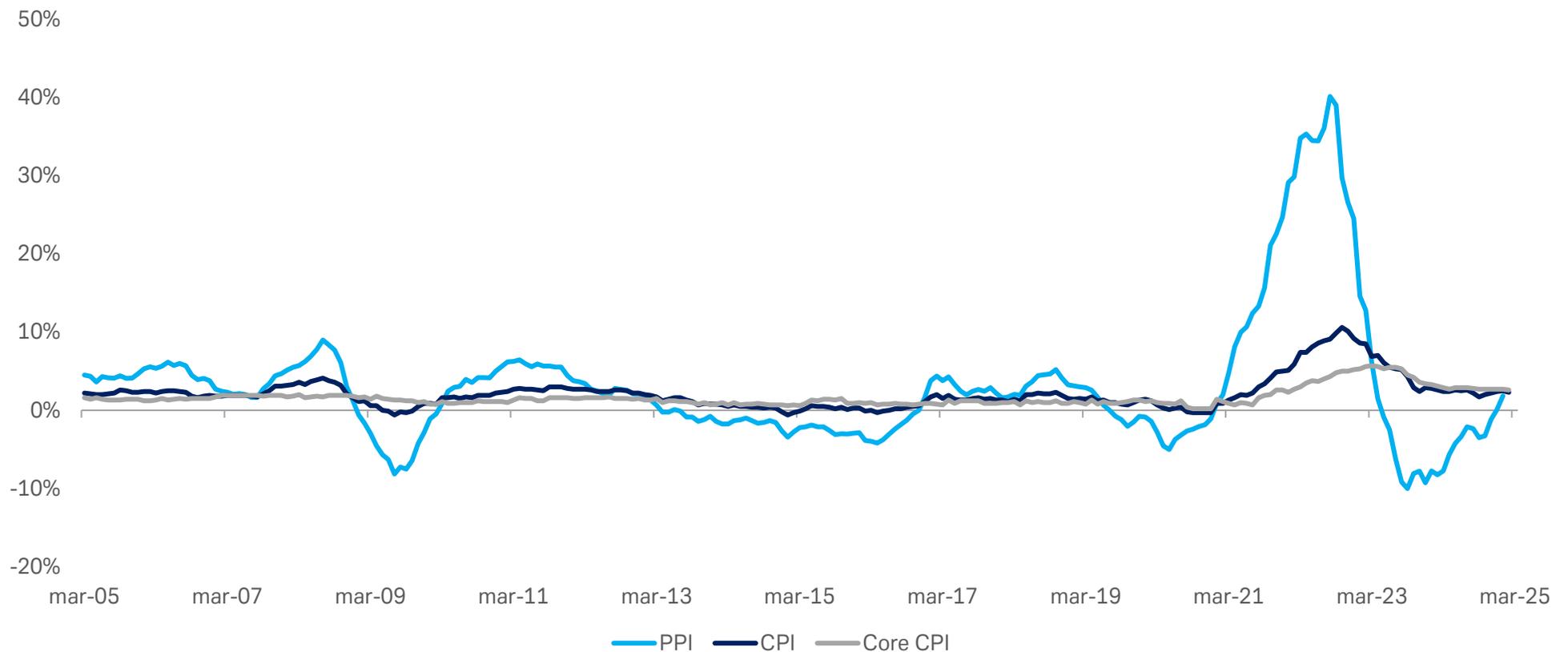
Indice core dei prezzi al consumo (% anno su anno)



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Normalizzazione del PPI dell'Eurozona

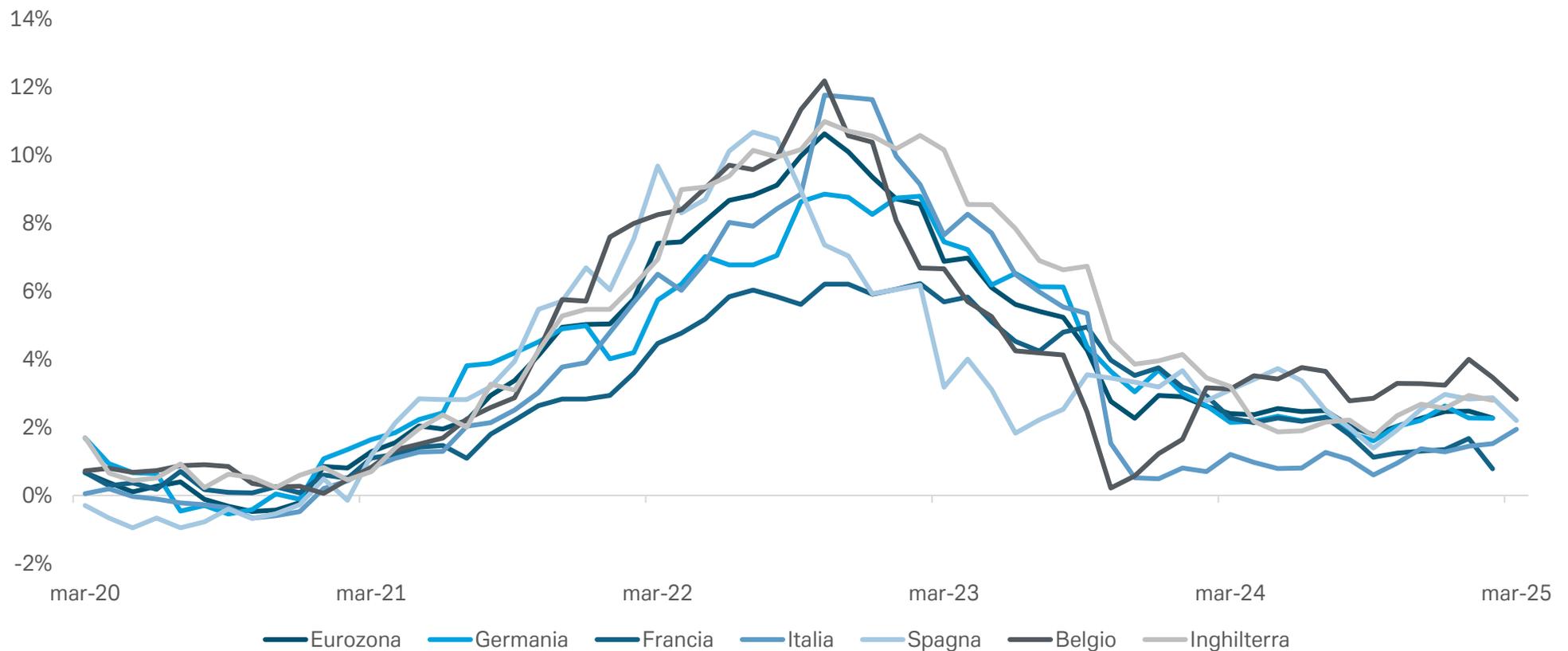
Indici dei prezzi alla produzione e dei prezzi al consumo dell'Eurozona (% anno su anno)



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Percorso eterogeneo dell'inflazione tra le economie europee

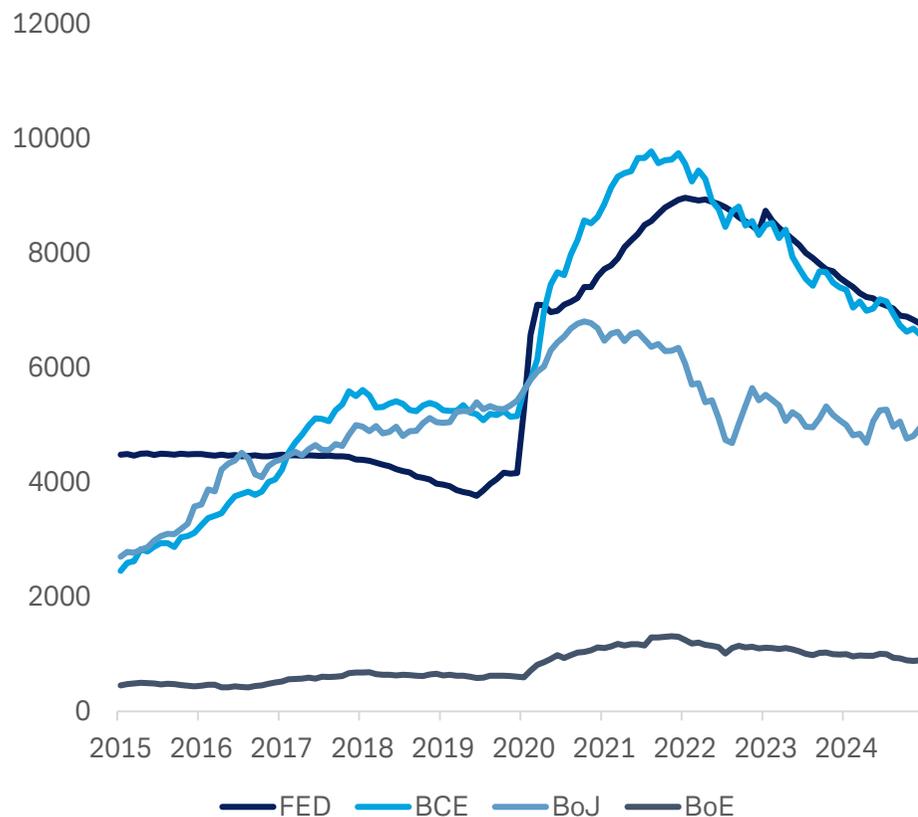
Indici dei prezzi al consumo nell'Eurozona (% anno su anno)



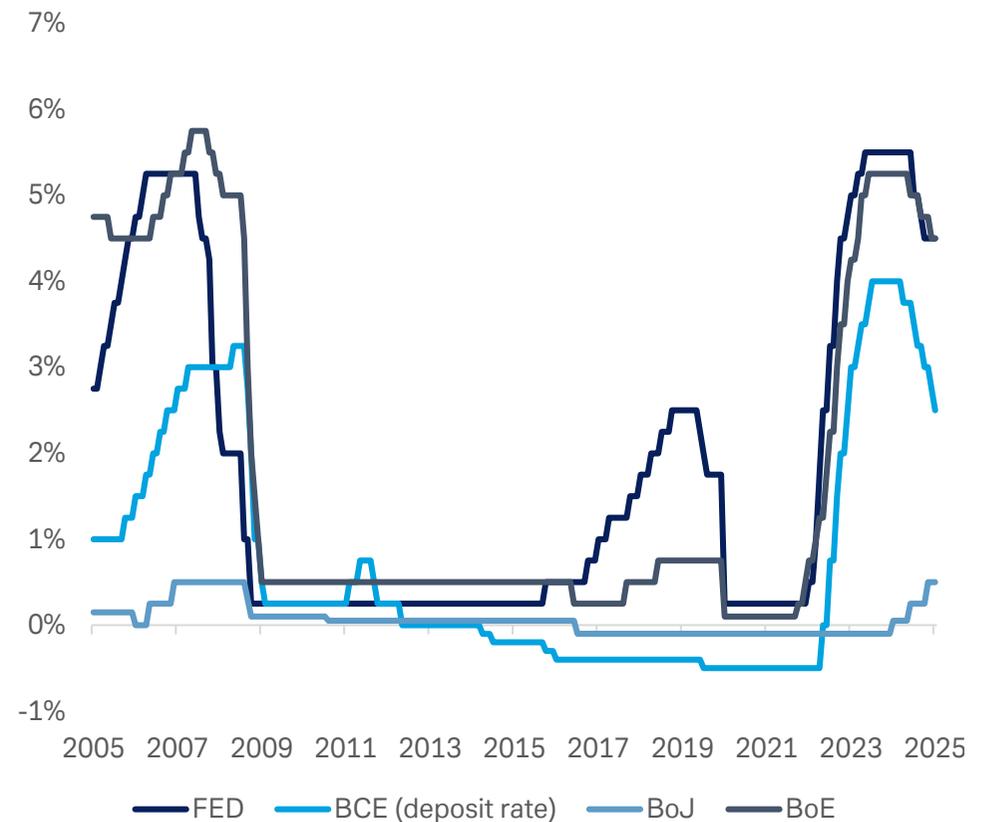
Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Le maggiori Banche Centrali hanno ridotto i tassi

Bilancio delle Banche Centrali (in miliardi di USD)



Tassi di interesse delle Banche Centrali internazionali



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

2

---

Obbligazionario

# Outlook sull'obbligazionario

## Outlook

- L'incertezza attuale di recente ha fatto scendere i rendimenti dei **Treasury USA**. Ma le aspettative di inflazione a lungo termine sono ancora elevate e limitano il ribasso dei rendimenti. Superata la fase di rallentamento dell'economia, ci aspettiamo che i rendimenti tornino a salire anche perché gli investitori abbandoneranno la sicurezza fornita dai Treasury. L'attenzione tornerà sulla riaccelerazione della crescita, supportata dai piani fiscali, e sull'impatto dei dazi sull'inflazione. Pertanto, prevediamo che il «term premium» possa continuare a salire e, di conseguenza, vediamo i rendimenti dei Treasury sopra i livelli attuali (marzo 2026, obiettivo di rendimento sul 10 anni: 4,50%; obiettivo di rendimento a 2 anni: 3,95%).
- Il contesto per i rendimenti dei **Bund** tedeschi è cambiato dopo che i nuovi partiti di governo si sono decisi a fornire con urgenza all'economia il tanto necessario sostegno fiscale. Questa spesa aggiuntiva sarà in gran parte finanziata tramite nuovo debito, portando una sostanziale offerta di Bund sul mercato. Con l'aumento del debito nazionale, gli investitori richiederanno una maggiore compensazione. Pertanto, prevediamo che i rendimenti dei Bund si spostino verso un nuovo equilibrio più alto (marzo 2026, obiettivo di rendimento a 10 anni: 2,90%; obiettivo di rendimento a 2 anni: 2,25%).
- Il credito **Investment Grade (IG)** continua ad attrarre una forte domanda sia in USD che in EUR e prevediamo che persisterà ancora in futuro. Ma di recente, il movimento degli spread sulle due sponde dell'Atlantico ha visto un andamento divergente. Dopo essere inizialmente diminuiti grazie domanda elevata, gli spread di credito IG in USD si sono ampliati. Al contrario, gli spread IG in EUR si sono ridotti ulteriormente e ora riflettono meglio la qualità sottostante del mercato e l'ottimismo sull'economia. Un ulteriore restringimento degli spread è difficile da raggiungere, ma i rendimenti complessivi offrono ancora un'opportunità attraente.
- Gli spread degli **High Yield (HY)** di recente si sono ampliati a causa delle frizioni geopolitiche e dell'incertezza economica, soprattutto negli Stati Uniti. Nonostante ciò, gli spread rimangono in un'area storicamente bassa. Un ulteriore ampliamento per compensare i rischi sembra necessario. Gli emittenti 'CCC' affrontano ancora costi di rifinanziamento significativamente elevati con la differenza tra le cedole attuali e i rendimenti di mercato che è doppia nel mercato USD e tripla nel mercato EUR.
- Prevediamo un leggero ampliamento degli spread dei **titoli di Stato dei Paesi emergenti** dai livelli storicamente bassi a cui si trovano poiché i fondamentali solidi sembrano essere già scontati nei prezzi attuali. Gli spread attuali offrono una protezione ridotta contro le misure commerciali protezionistiche, le preoccupazioni sulla crescita globale e i rischi legati alla politica monetaria. Gli stessi rischi rimangono veri per il credito dell'Asia Pacifico. Tuttavia, il miglioramento dei bilanci e i tassi di default stabili dovrebbero continuare a supportare livelli di spread contenuti. Detto ciò, i rendimenti attuali, ben al di sopra della loro media post-GFC, offrono un livello di rendimento complessivo interessante e guidato dal carry.

## Previsioni

### Previsione strategica di Marzo 2025

#### Target Marzo 2026

#### Rendimenti obbligazionari (bond sovrani) in %

Treasury USA 2 anni	3,95
Treasury USA 10 anni	4,50
Treasury USA 30 anni	4,70
Germania (2 anni)	2,25
Germania (10 anni)	2,90
Germania (30 anni)	3,40
Regno Unito (10 anni)	4,00
Giappone (2 anni)	1,20
Giappone (10 anni)	1,70

#### Benchmark tassi in %

USA (federal funds rate)	3,75 - 4,00
Eurozone (deposit rate)	2,25
Regno Unito (repo rate)	3,75
Giappone (overnight call rate)	1,25

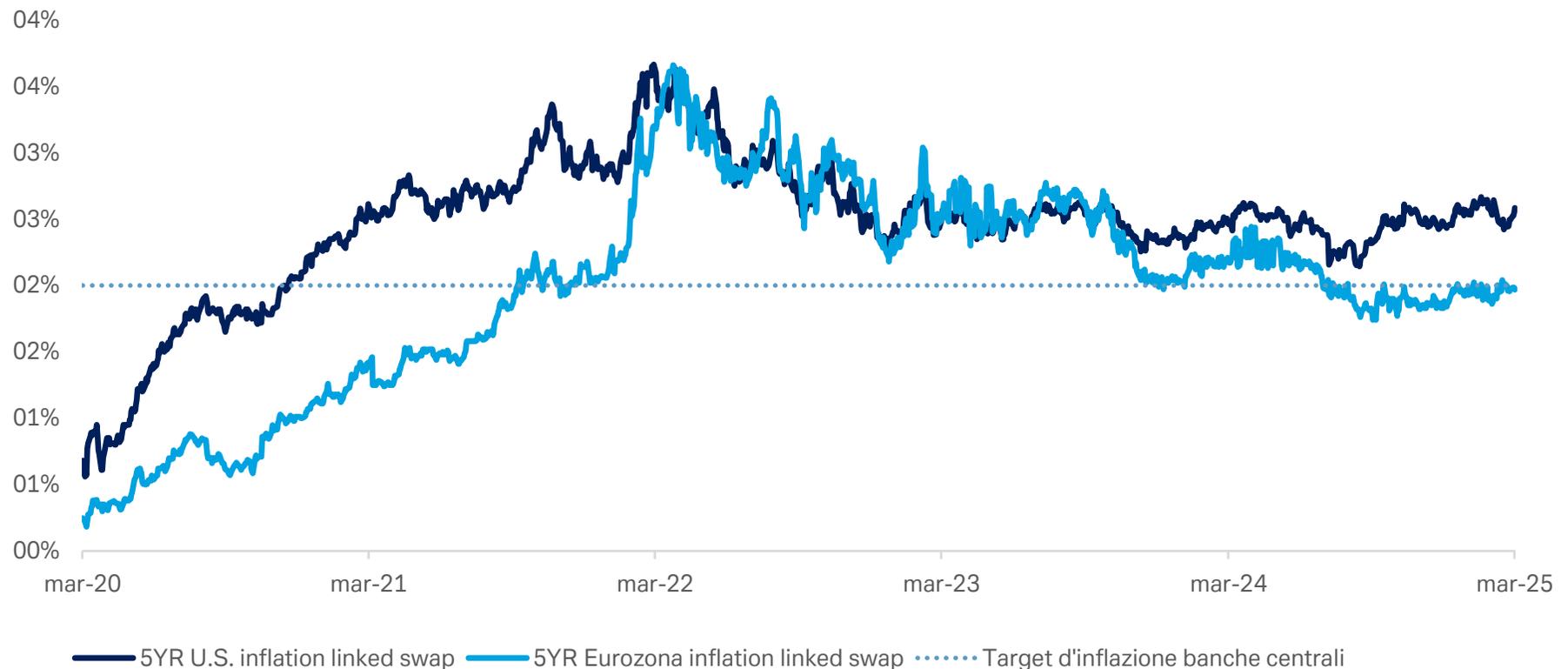
#### Spreads (corporate & obbligazioni Paesi Emergenti) in pb

EUR IG Corp	80
EUR HY	360
USD IG Corp	90
USD HY	325
Asia Credit	125
EM Sovereign	350

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 13 marzo 2025.

# Lieve aumento delle aspettative di inflazione

## Aspettative d'inflazione negli Stati Uniti e nell'Eurozona



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# La curva dei rendimenti tedesca si è irripidita

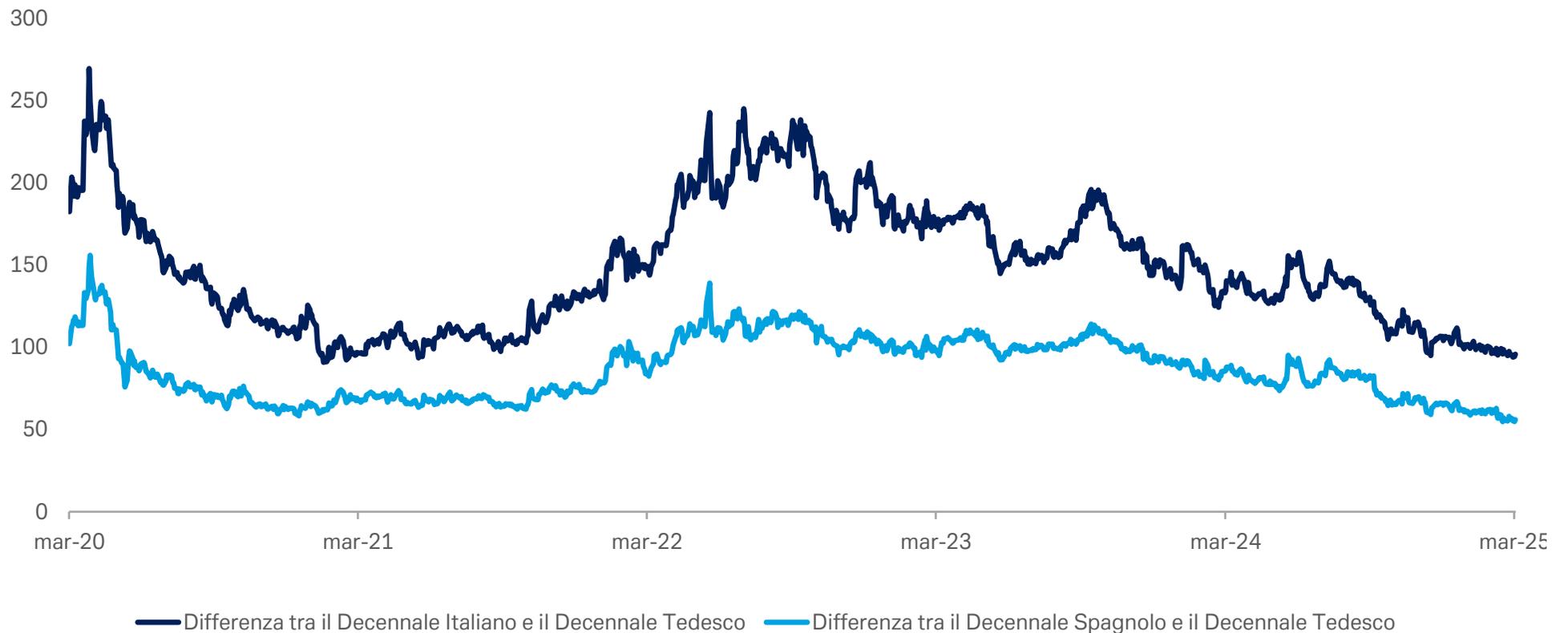
Rendimento del titolo di Stato tedesco a 10 anni meno Tasso a breve termine EURO a 3 mesi



\* Tasso Libor a 3 mesi fino al 31.12.2020, poi Euro Short Term Rate (€STR) a 3 mesi derivato tramite il tasso Overnight Interest Swap (OIS).  
Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Gli spread dell'Eurozona in riduzione

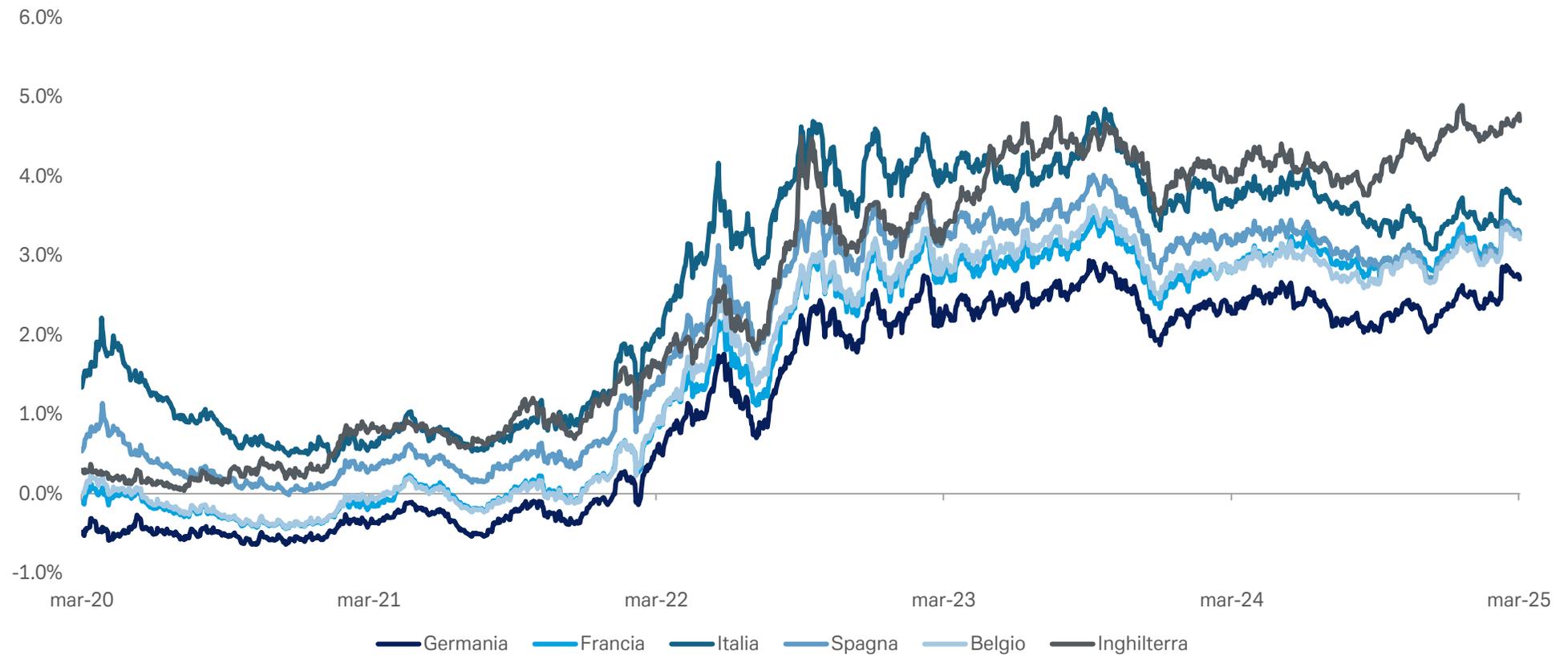
Spread sui rendimenti delle obbligazioni periferiche a 10 anni nell'Eurozona



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Rendimenti europei in aumento

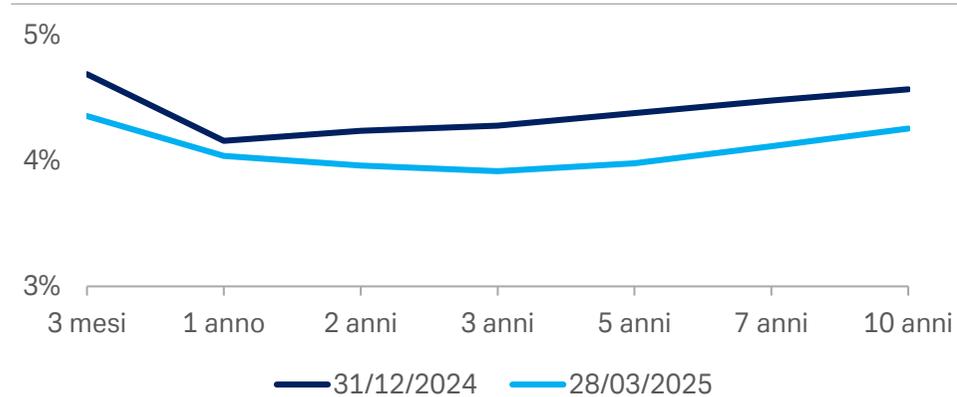
Rendimenti delle obbligazioni governative a 10 anni di alcuni Paesi



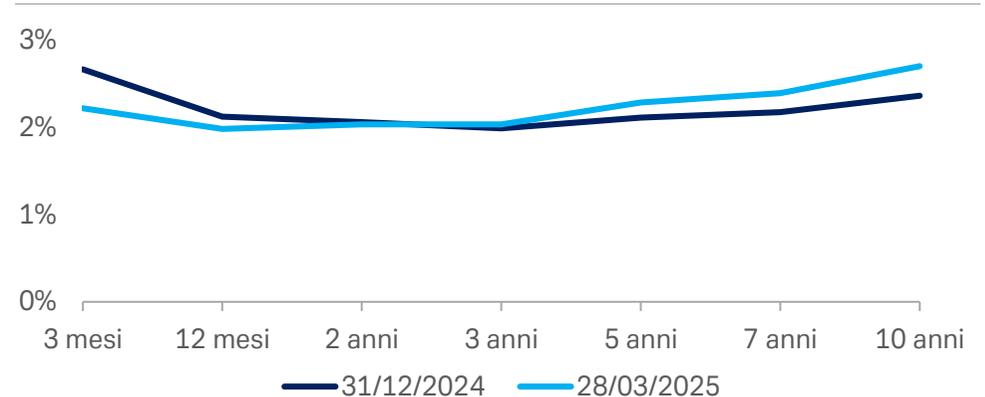
Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Curve dei rendimenti in normalizzazione

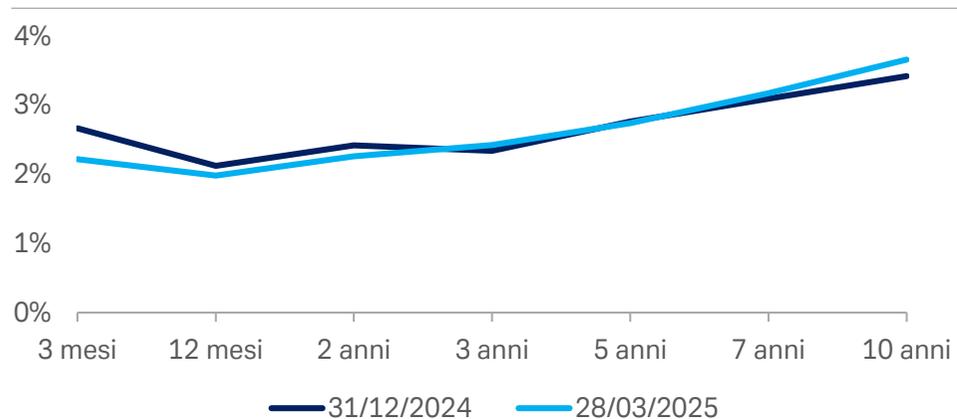
## Curva dei rendimenti USA



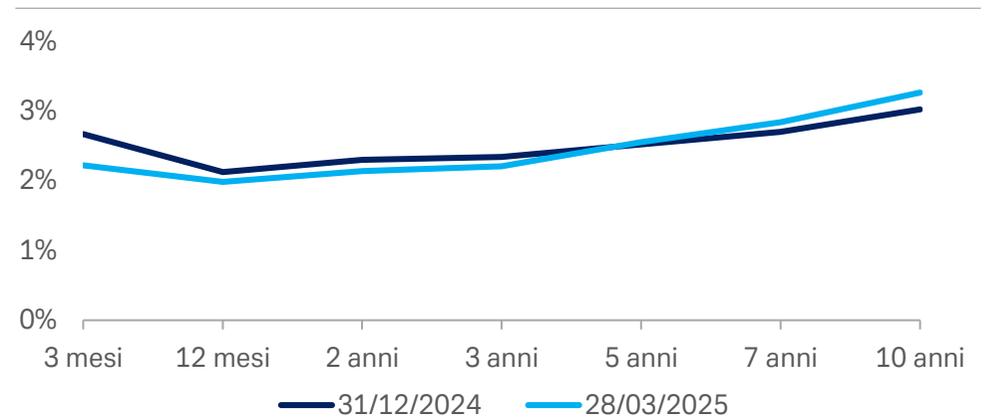
## Curva dei rendimenti tedesca



## Curva dei rendimenti italiana



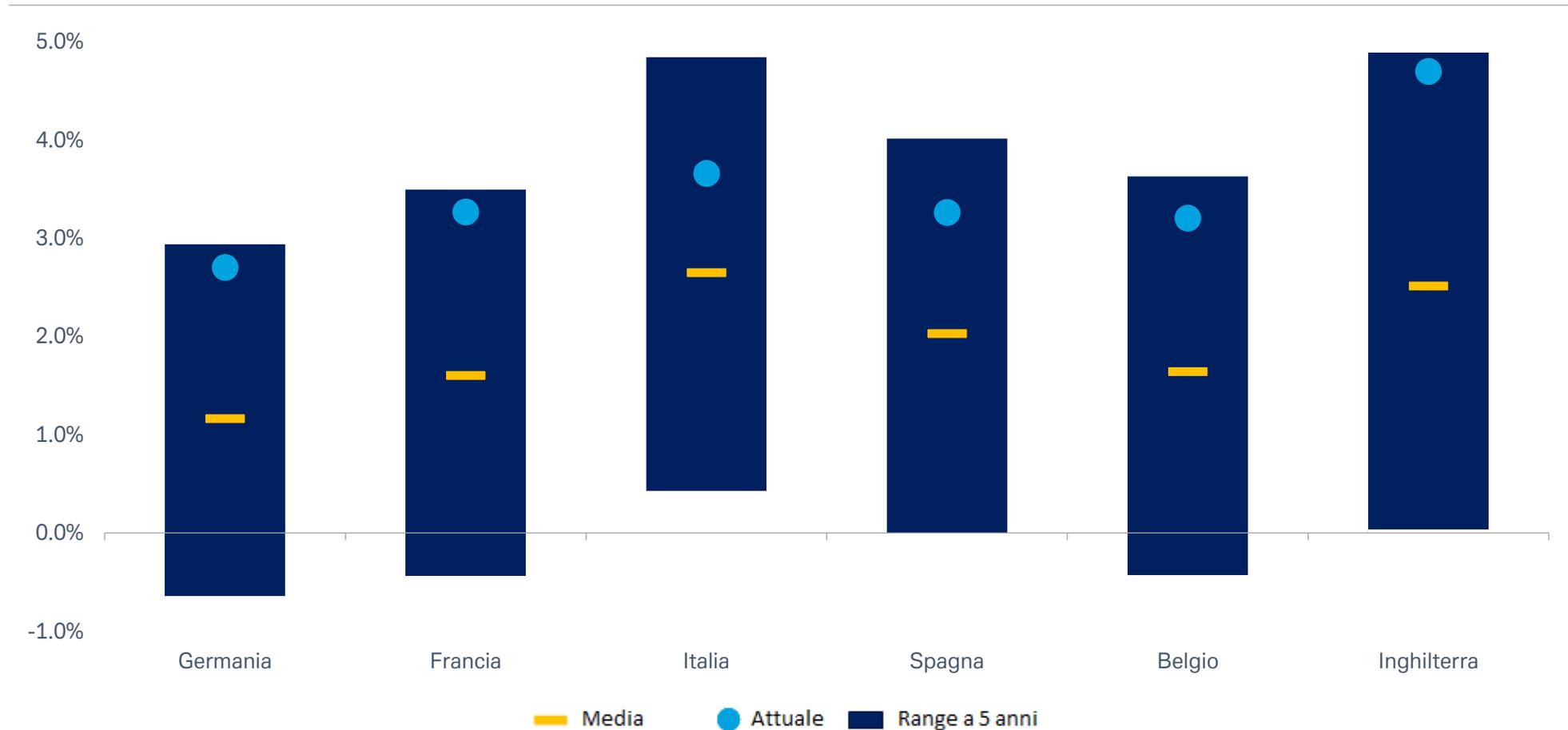
## Curva dei rendimenti spagnola



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Rendimenti nei principali Paesi dell'Europa

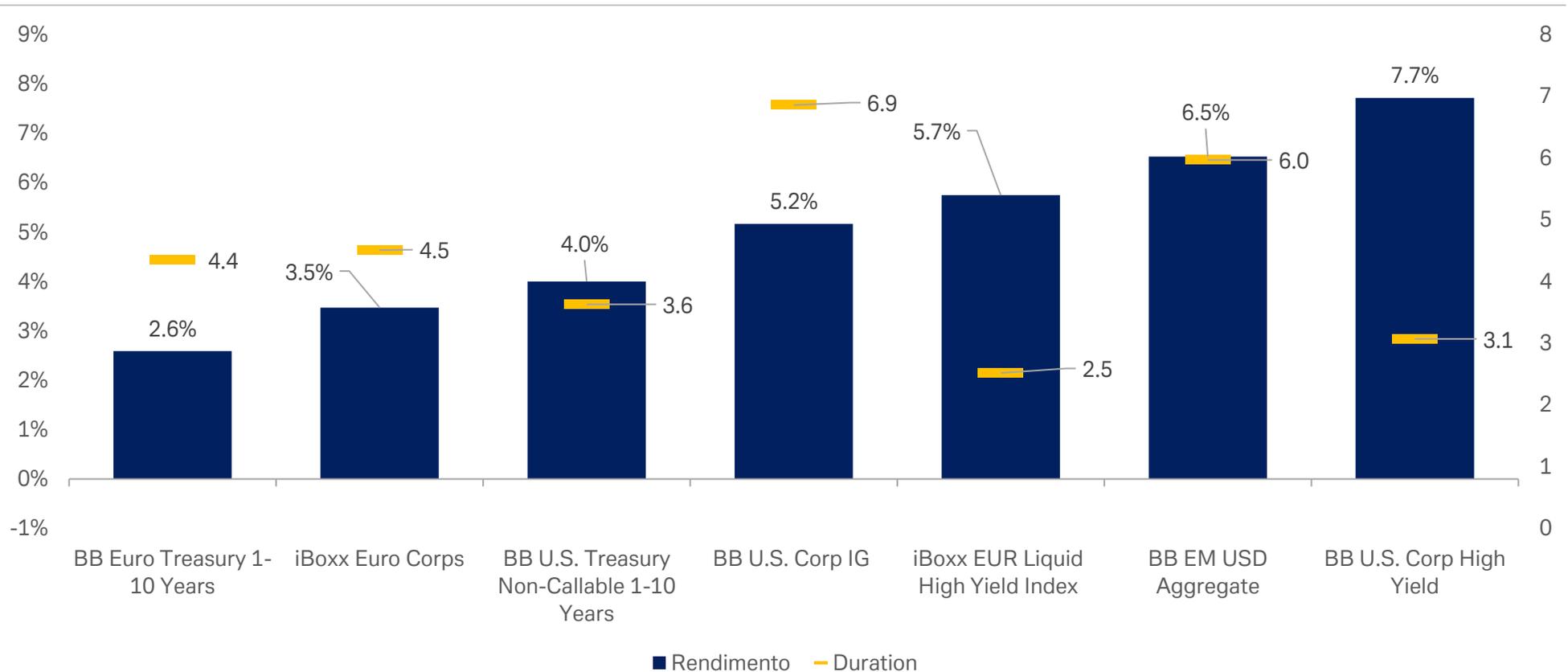
Rendimenti delle obbligazioni governative a 10 anni in una selezione di Paesi europei nel corso degli ultimi 5 anni



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Ritorno dei rendimenti sui mercati obbligazionari

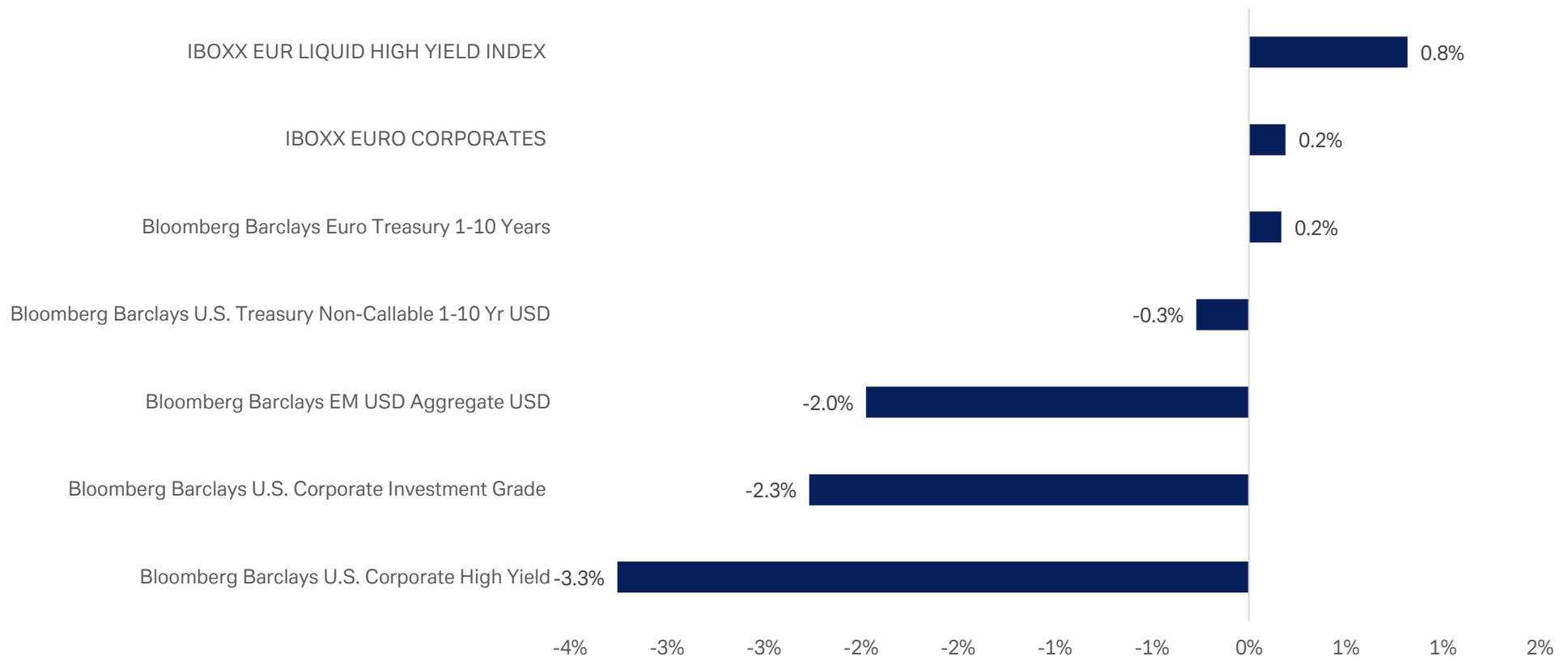
Rendimenti e duration per i diversi segmento del mercato obbligazionario



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Performance Year to date (YTD) in EUR

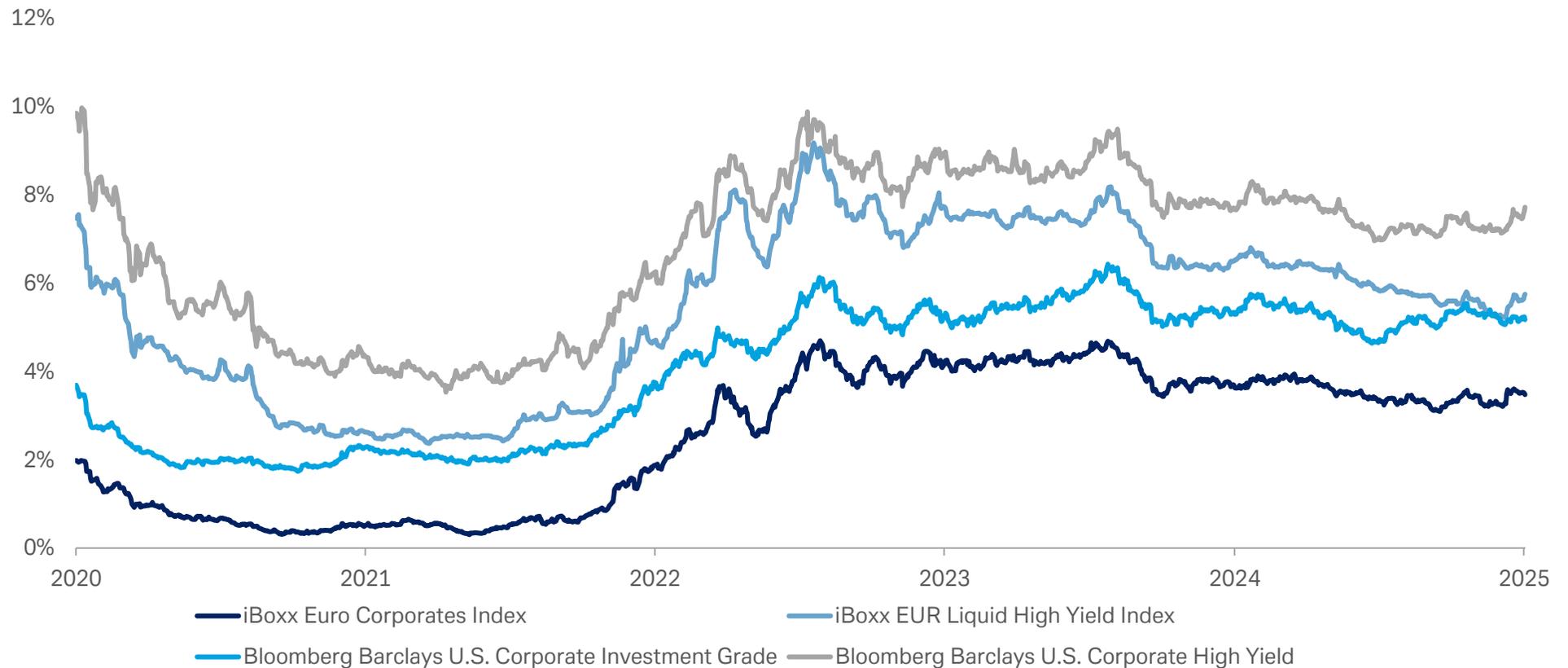
## Performance YTD di diversi segmenti del mercato obbligazionario



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Il credito offre (ancora) rendimenti elevati

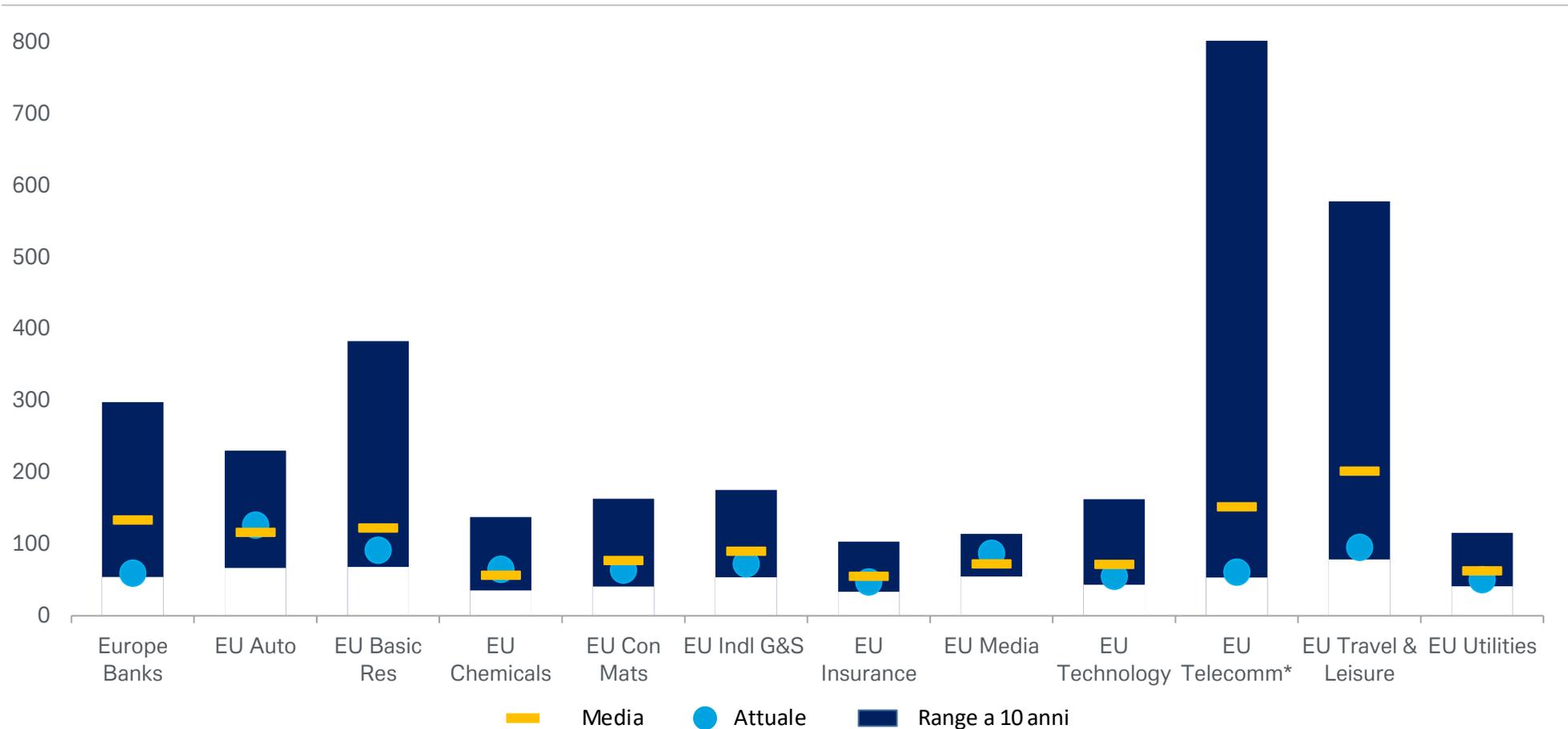
## Rendimenti dei segmenti Corporate IG e HY



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Credit Default Swap sotto le medie storiche

Range dei CDS settoriali a 5 anni negli ultimi 10 anni

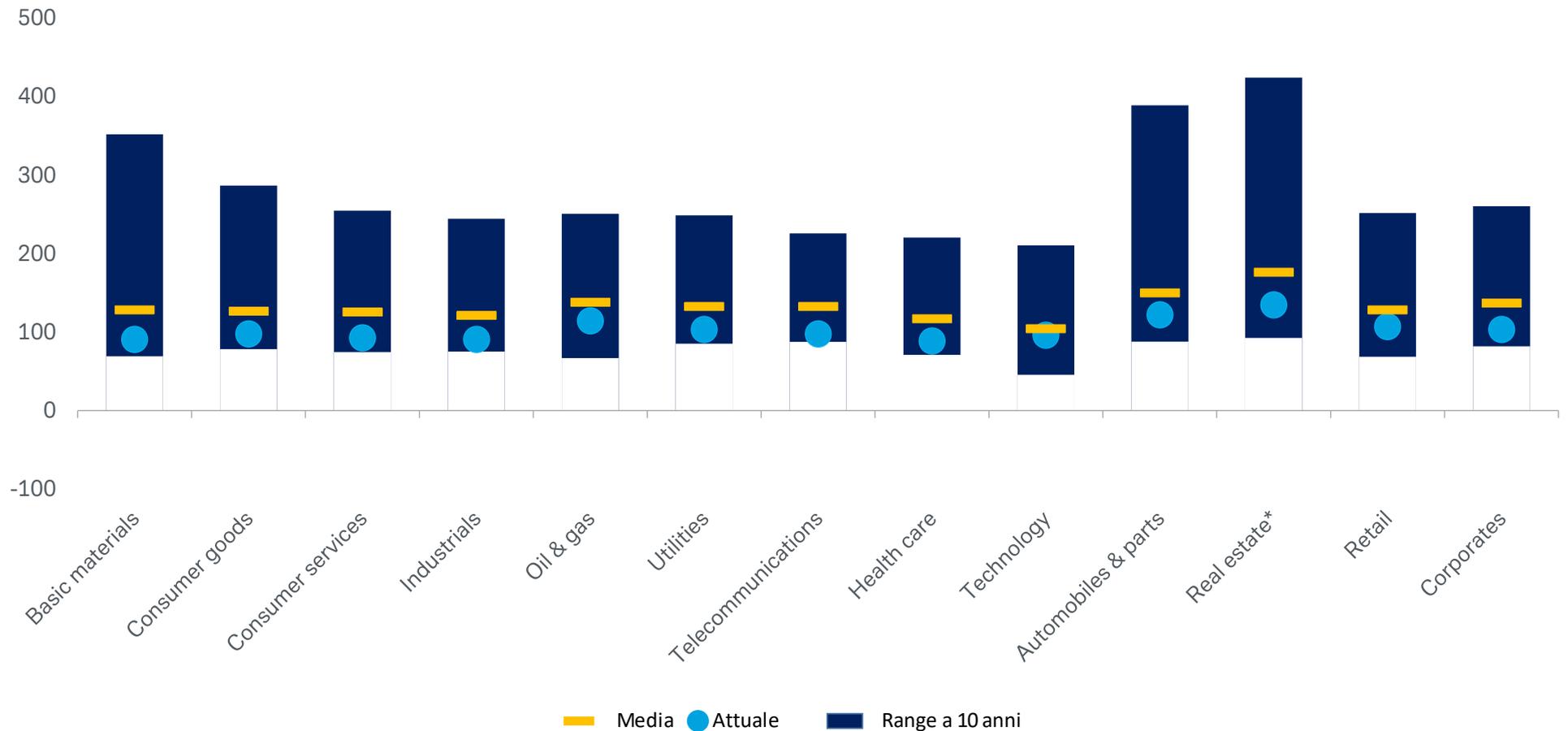


\* Il valore massimo del CDS EU Telecomm negli ultimi 10 anni è stato 1675.

Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Spread di credito al di sotto delle medie di lungo periodo

Range degli spread nei diversi settori dell'iBoxx EUR Corporates negli ultimi 10 anni

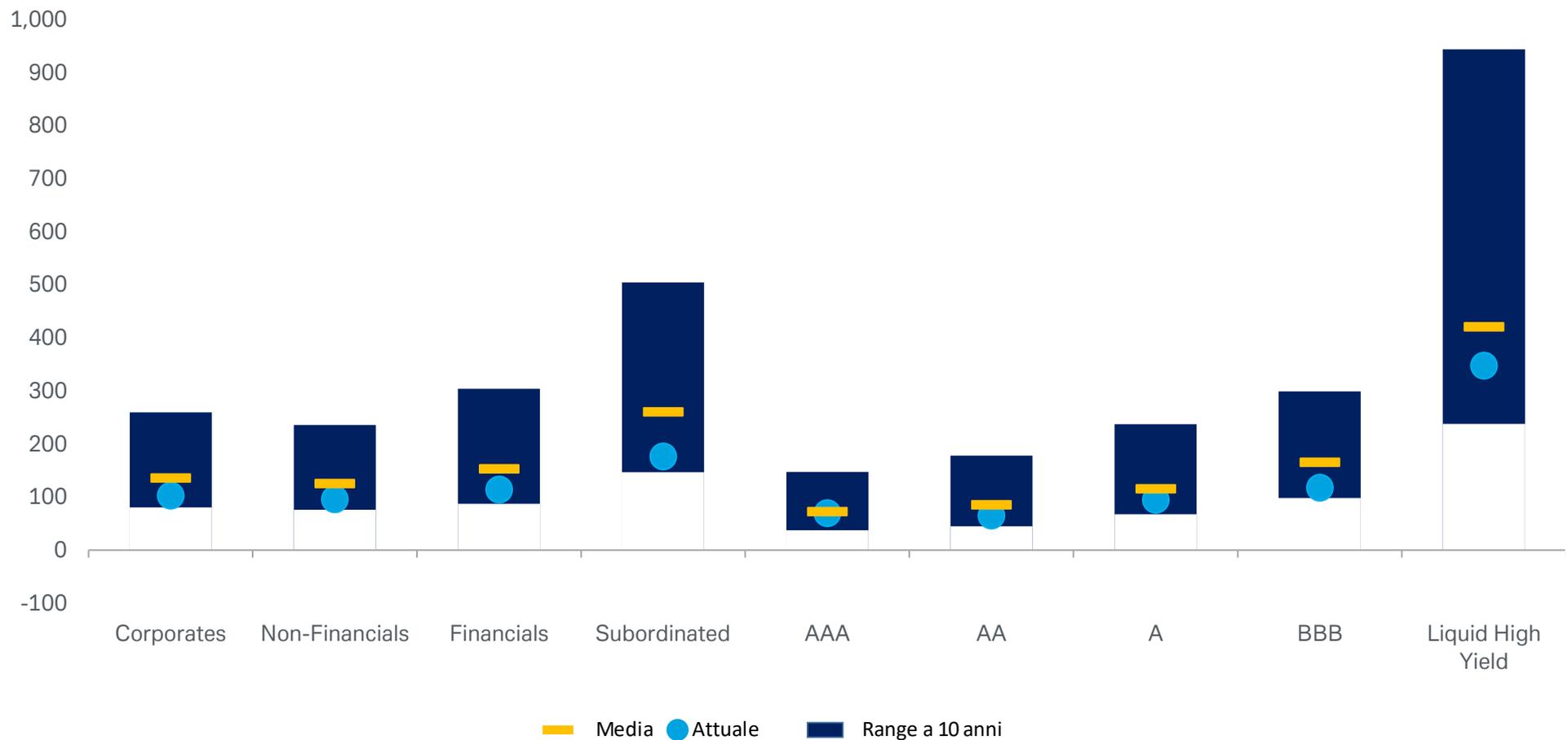


\* I dati partono da Ottobre 2014

Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Spread di credito più bassi delle medie a 10 anni

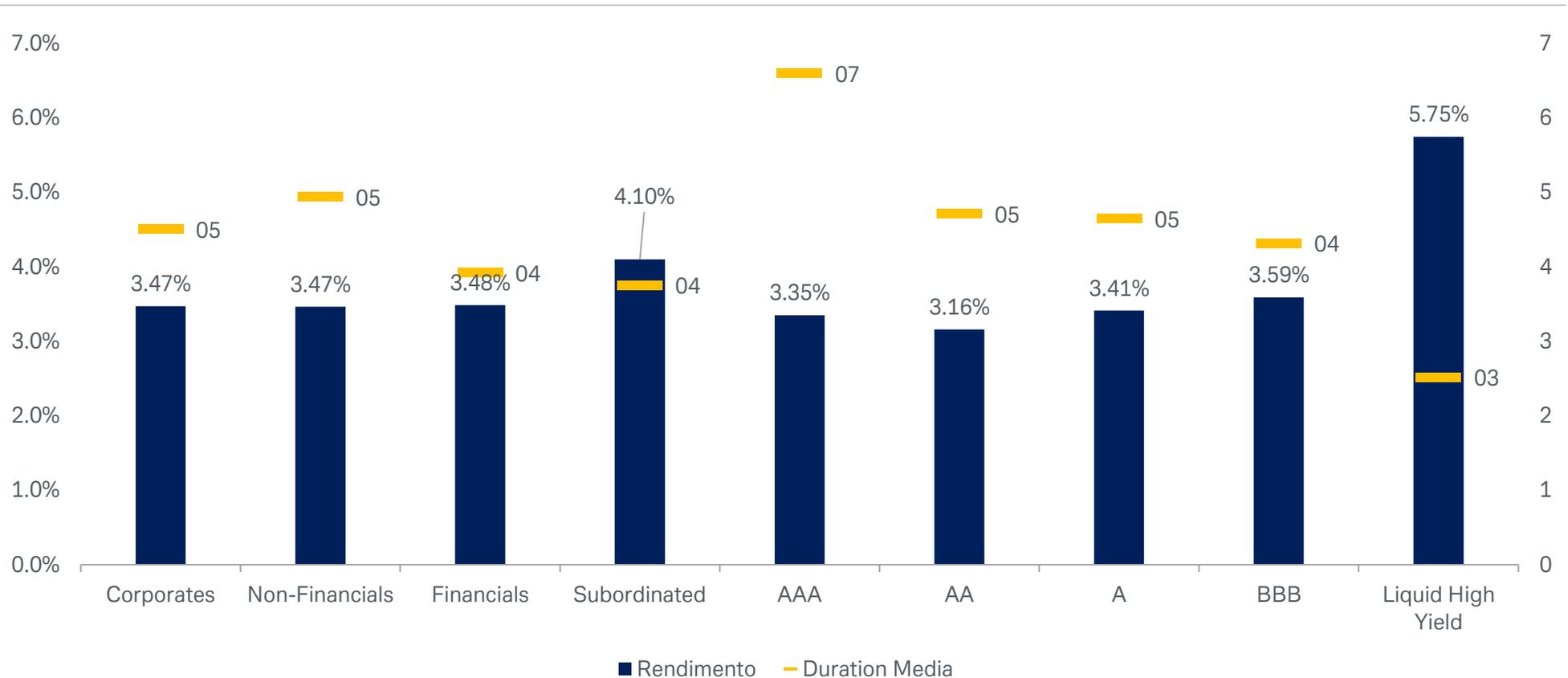
Range degli spread nei diversi segmenti dell'iBoxx EUR Corporates negli ultimi 10 anni



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Rendimenti e duration del credito europeo

## Rendimenti e duration dei diversi segmenti iBoxx EUR Corporates



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

3

---

Azionario

# Outlook azionario

## Outlook

- L'**S&P 500** ha registrato un buon inizio d'anno grazie agli utili del quarto trimestre superiori alle aspettative degli analisti. Ma dopo aver raggiunto un nuovo massimo storico a febbraio, l'indice è sceso di fronte a dei dati macroeconomici deboli e all'aumento dell'incertezza politica. Inoltre, l'emergere del modello di IA cinese DeepSeek-R1 ha fatto sorgere dei dubbi sulla spesa per investimenti degli hyperscalers e sul dominio degli Stati Uniti nell'IA in generale. Le Magnifiche 7 aziende hanno perso circa il 20% da metà febbraio, mentre l'S&P 500 è sceso in territorio negativo dall'inizio dell'anno. Come anticipato nel nostro outlook per il 2025, ci aspettiamo che la volatilità del mercato azionario rimanga elevata. Tuttavia, crediamo che il mercato azionario statunitense possa muoversi tornare a progredire facendo "tre passi avanti e due passi indietro". Va precisato che l'S&P 500 di norma registra dei guadagni in assenza di recessione - che non prevediamo - e nel lungo termine segue l'andamento degli utili aziendali. Gli analisti prevedono una crescita degli utili a doppia cifra per ogni anno da qui fino al 2027. Pertanto, gli investitori a lungo termine potrebbero utilizzare la debolezza attuale del mercato azionario come opportunità di acquisto. Tuttavia, alla luce del recente calo, abbiamo ridotto il nostro target per l'S&P 500 a 6.300 punti – un livello che implica comunque un rialzo a doppia cifra nei prossimi dodici mesi.
- Mentre le azioni USA hanno faticato, le controparti europee hanno registrato un rally nel 2025, grazie a dei marginali miglioramenti nei dati macroeconomici, alle speranze di una tregua in Ucraina ma soprattutto di fronte ad alle aspettative di una forte espansione fiscale da parte della Germania e dell'UE. Il rally degli ultimi mesi ha riportato le valutazioni delle azioni europee sulla media storica. Ma nonostante la recente sovraperformance, lo sconto in termini di valutazione rispetto alle azioni statunitensi rimane significativo, pari a circa il 30%. Pertanto, rimaniamo ottimisti sulle azioni europee. Il nostro nuovo obiettivo per lo **STOXX Europe 600** è di 570 punti per marzo 2026.
- In Asia, le aziende giapponesi hanno riportato dei risultati solidi durante l'ultima stagione degli utili. Questi hanno portato a degli aggiornamenti alle stime di consenso sugli utili globali più alti. Tuttavia, l'aumento dei rendimenti obbligazionari e l'apprezzamento del JPY hanno frenato le azioni giapponesi che hanno sottoperformato. Sebbene un ulteriore rafforzamento della valuta possa essere ancora di ostacolo per le azioni giapponesi, vediamo un rialzo nel lungo termine. L'economia giapponese sta accelerando e finora è stata relativamente isolata dalle tariffe commerciali USA.
- Le azioni cinesi hanno mostrato segnali positivi di ripresa nonostante le tariffe USA. La performance positiva è stata guidata da sviluppi fondamentali, cioè la svolta di DeepSeek che ha consolidato le forti capacità tecnologiche della Cina, piuttosto che dalle prospettive di stimolo all'economia. La combinazione di una tecnologia di IA all'avanguardia abbinata a valutazioni ancora contenute proietta ancora buone prospettive di investimento nel lungo termine per le azioni cinesi.

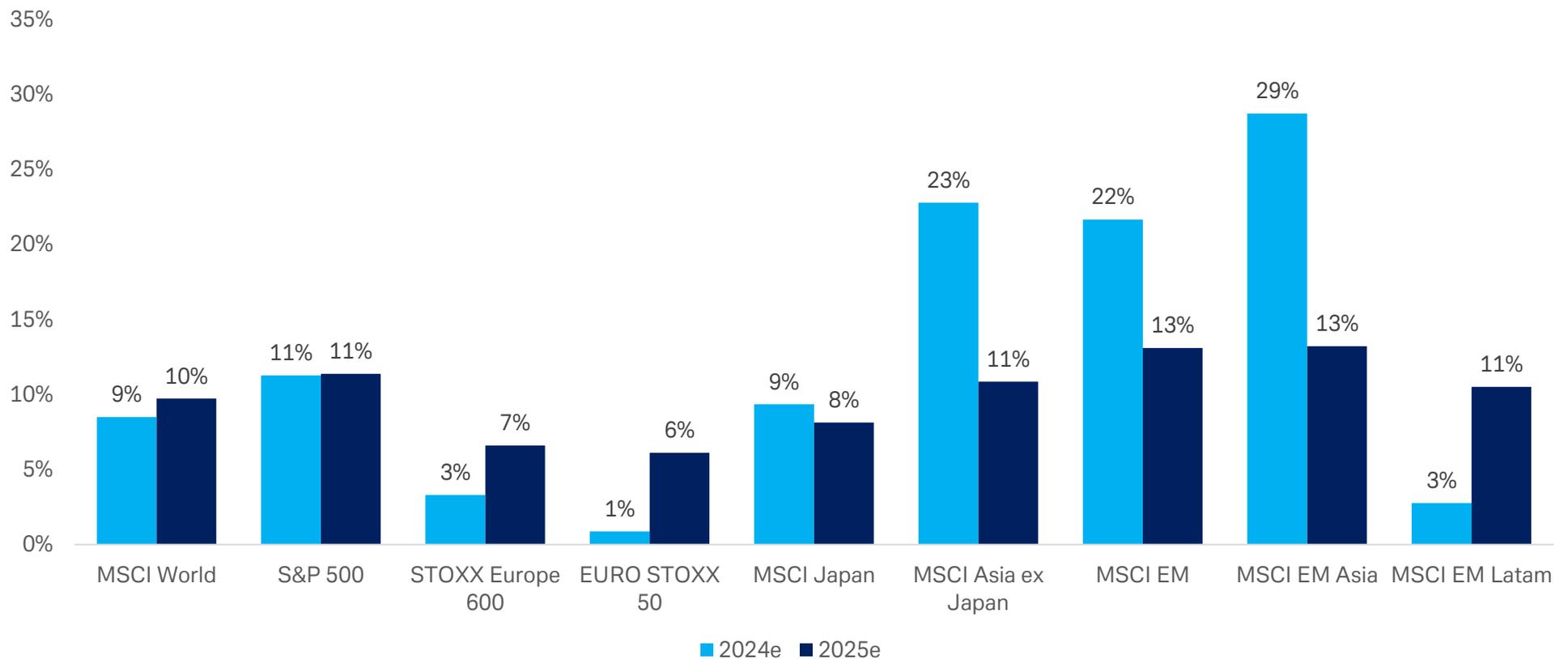
## Previsioni

	Previsione strategica di Marzo 2025
	Target Marzo 2026
<b>Indici Azionari</b>	
USA (S&P 500)	6.300
Germania (DAX)	24.000
Eurozona (Eurostoxx 50)	5.600
Europa (Stoxx600)	570
Giappone (MSCI Japan)	1.780
Svizzera (SMI)	13.350
Regno Unito (FTSE 100)	8.800
Mercati Emergenti (MSCI EM)	1.200
Asia ex Giappone (MSCI Asia ex Japan)	770
Australia (MSCI Australia)	1.650

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 13 marzo 2025.

# Crescita attesa degli utili positiva

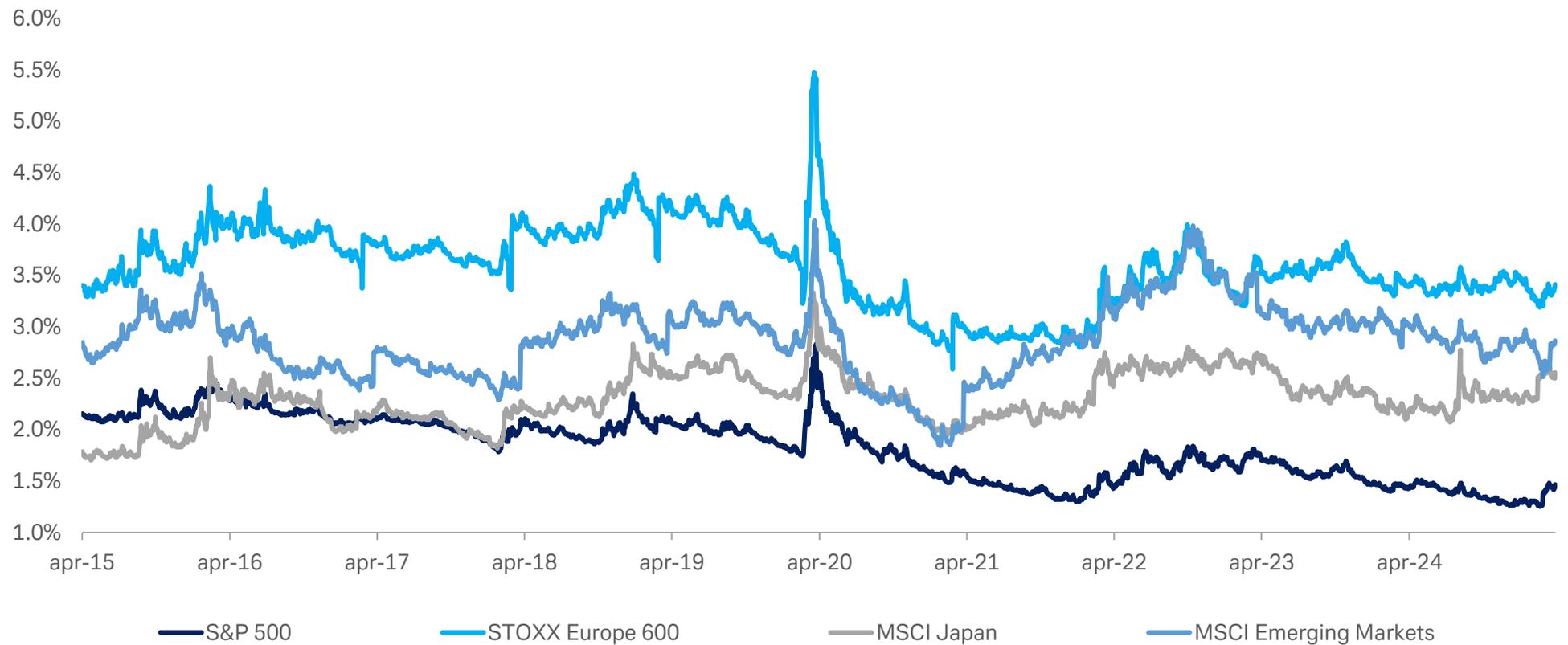
Aspettative di crescita degli utili dei principali indici (% anno su anno)



Fonte: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Dati al 31 marzo 2025.

# Il dividendo è ancora un'importante fonte di rendimento – ma non negli USA

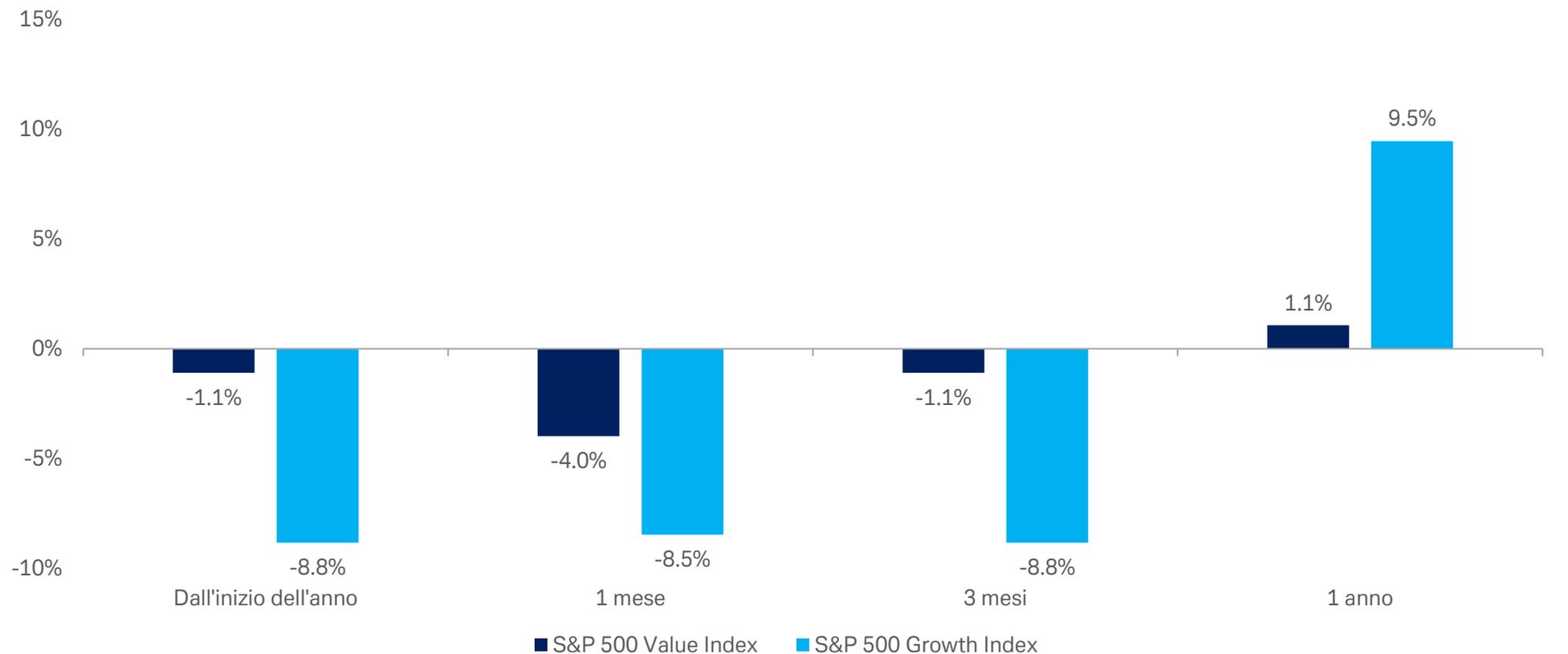
Andamento del rendimento da dividendo negli ultimi 10 anni



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Nel breve il Value sta andando meglio del Growth in US

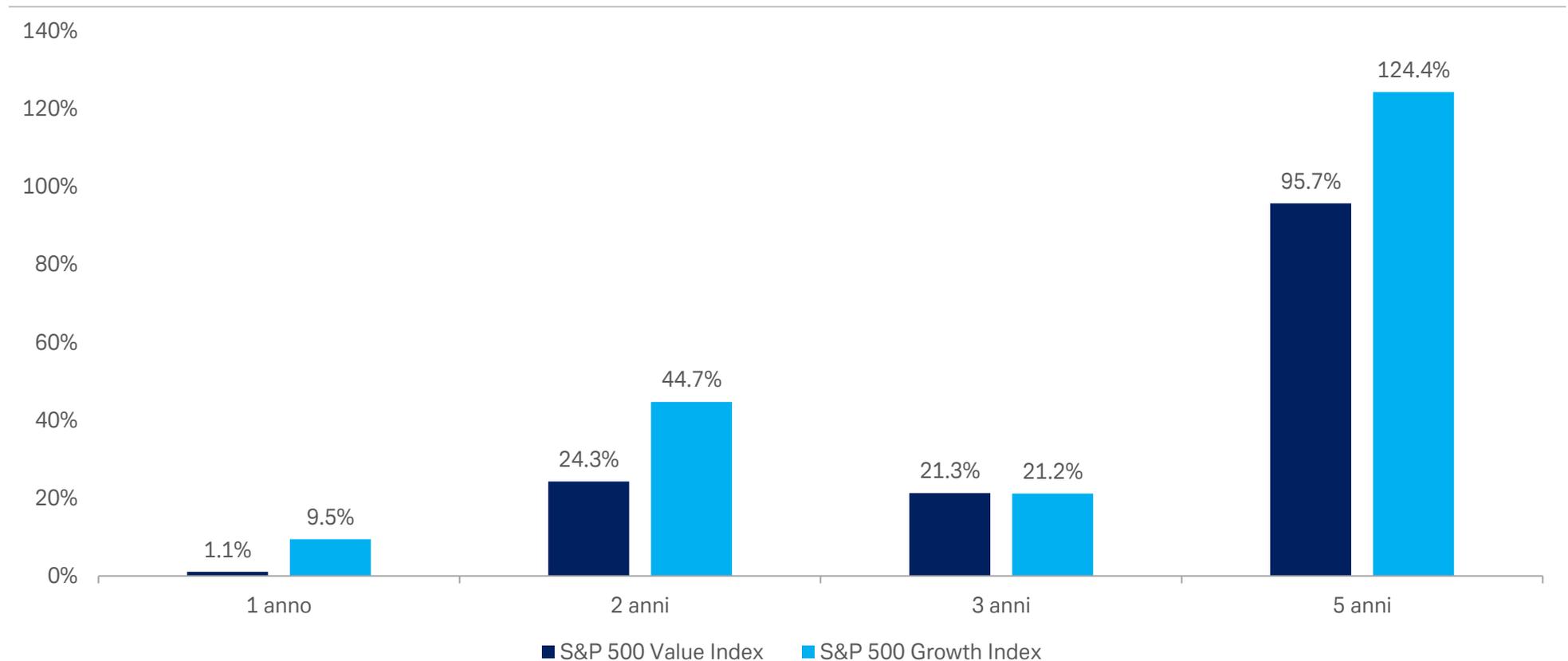
## Performance dell'S&P 500 Value e Growth



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Nel lungo termine il Growth continua a sovraperformare

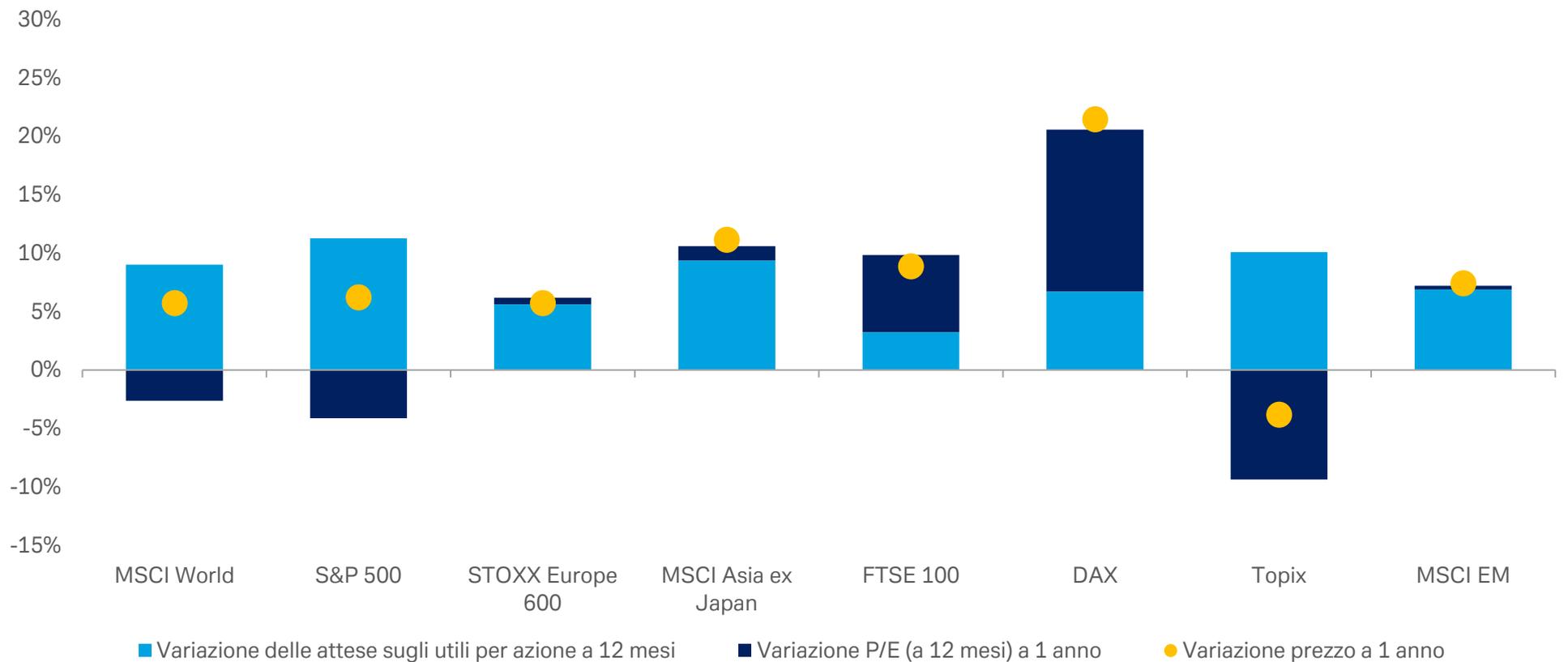
## Performance dell'S&P 500 Value e Growth



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Dinamica delle valutazioni e della crescita attesa degli utili

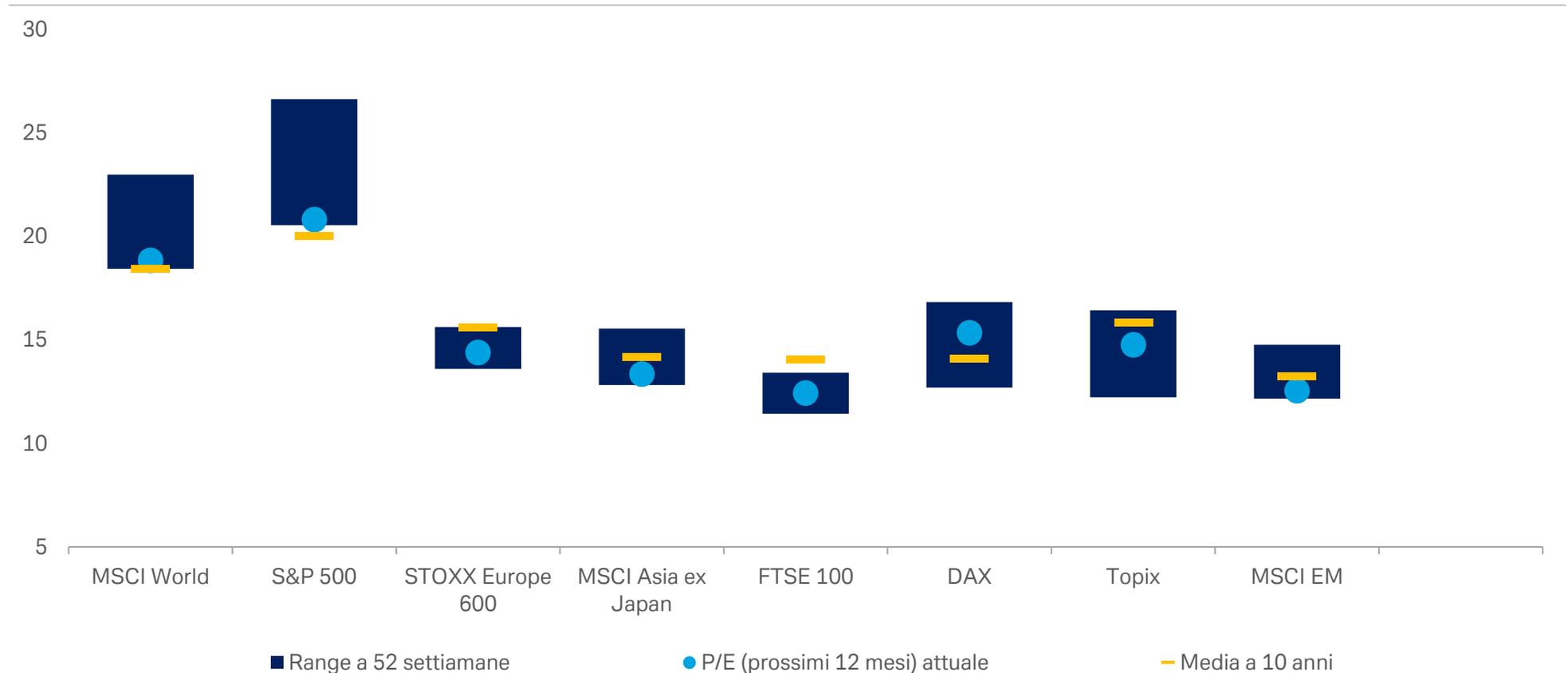
Variazione delle attese di EPS a 12 mesi, del P/E a 12 mesi e variazione del prezzo nel corso dell'ultimo anno



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Azionario USA a premio rispetto agli altri mercati

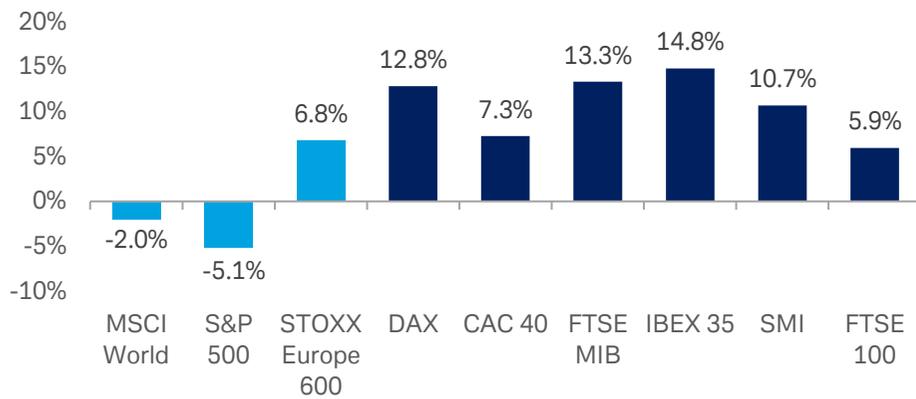
P/E a 12 mesi attuale, range delle ultime 52 settimane e media a 10 anni



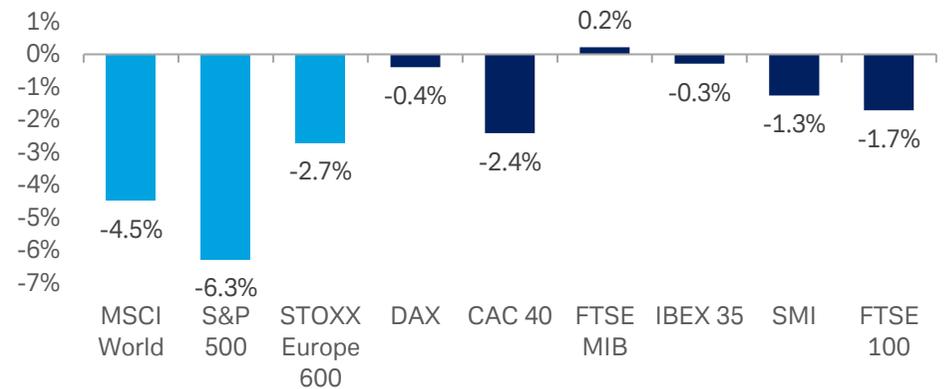
Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Azionario USA in sottoperformance

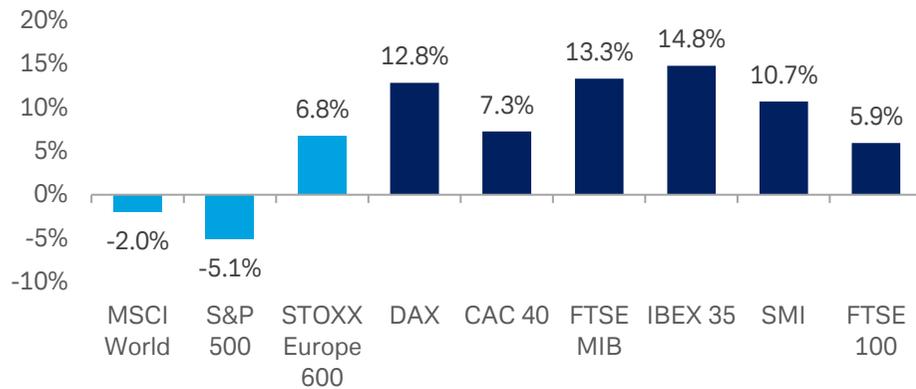
Performance YTD



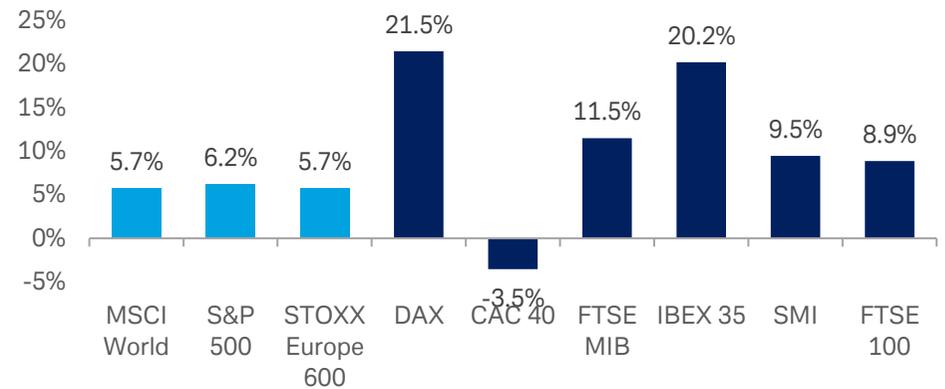
Performance a 1 mese



Performance a 3 mesi



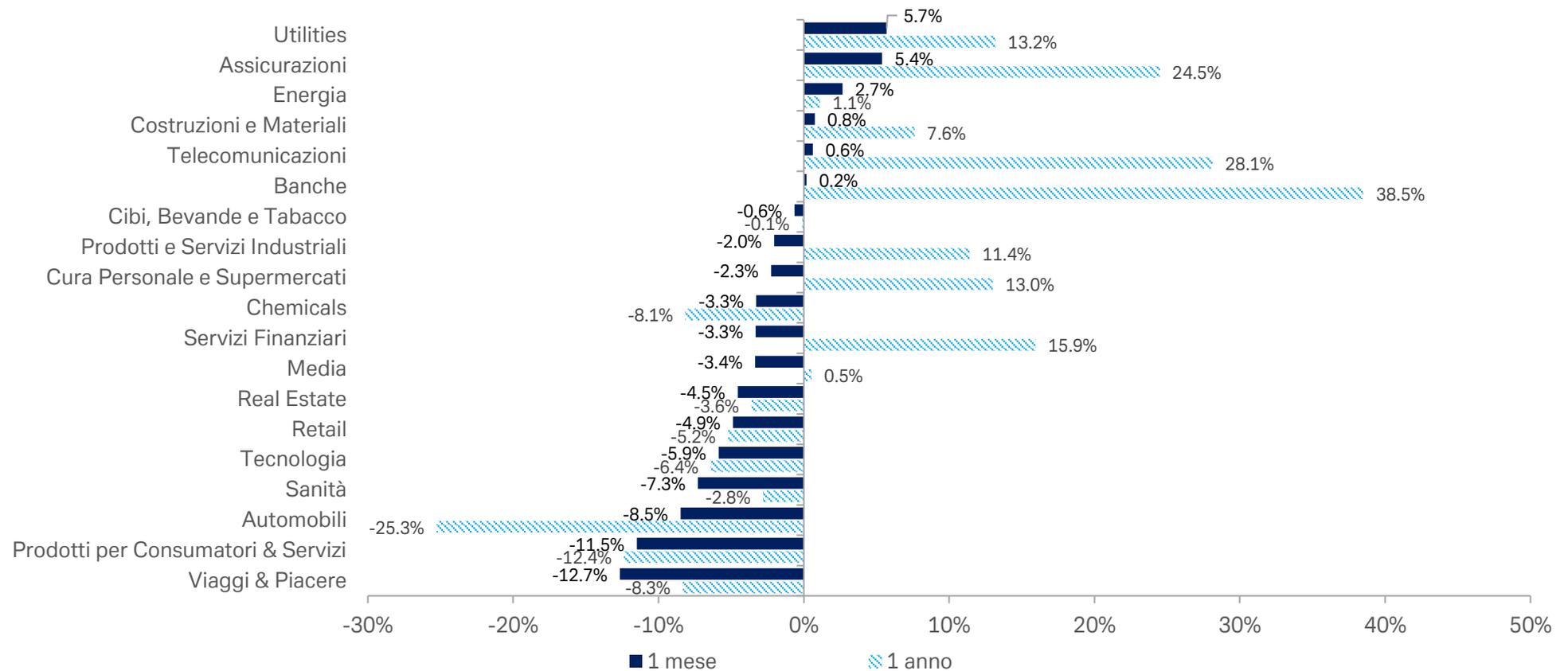
Performance a 1 anno



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Utility in sovraperformance nell'ultimo mese

## STOXX Europe 600 – performance per settore



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Le aspettative sugli utili stanno migliorando

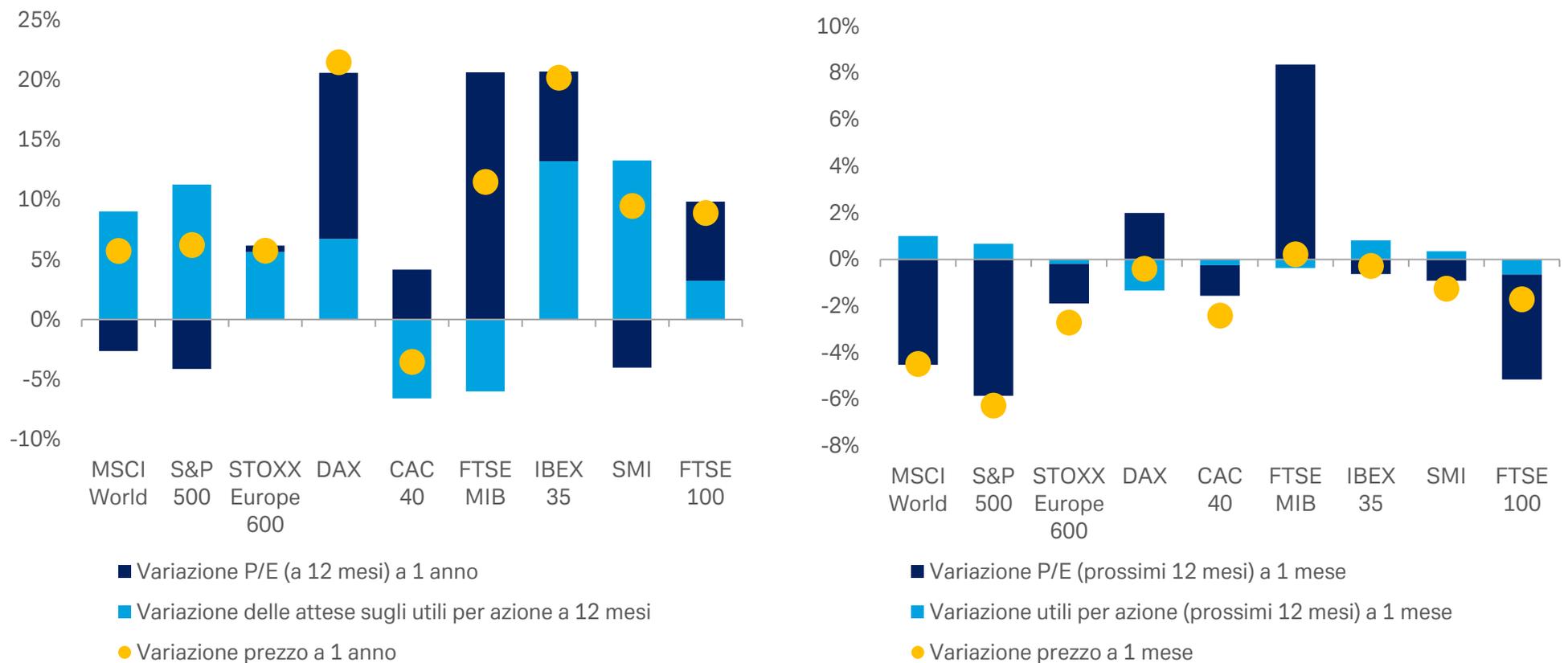
Performance dell'indice STOXX Europe 600 rispetto all'andamento dell'EPS a 12 mesi



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Mercati azionari sotto pressione a marzo

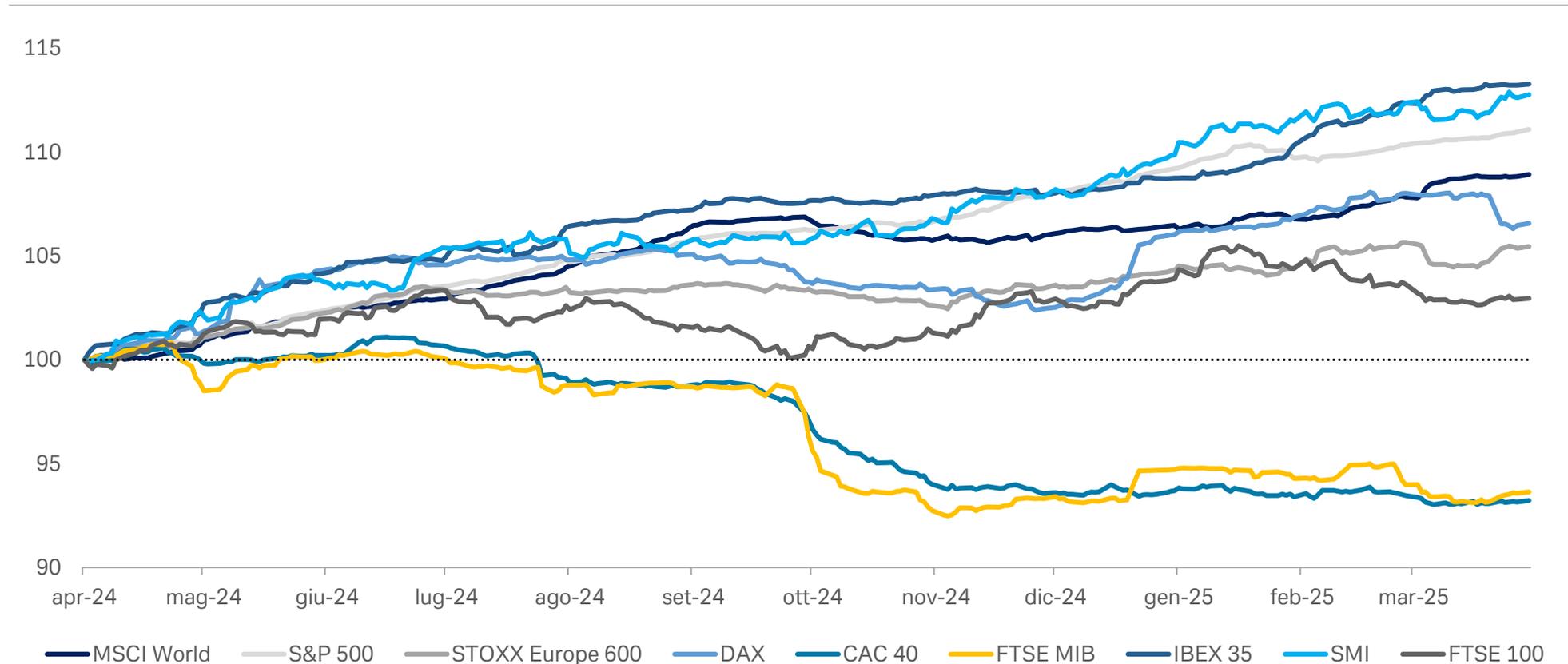
## Performance 12 mesi vs. 1 mese, espansione del P/E e crescita dell'EPS



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Il trend di crescita attesa degli utili è stata prevalentemente positiva di recente

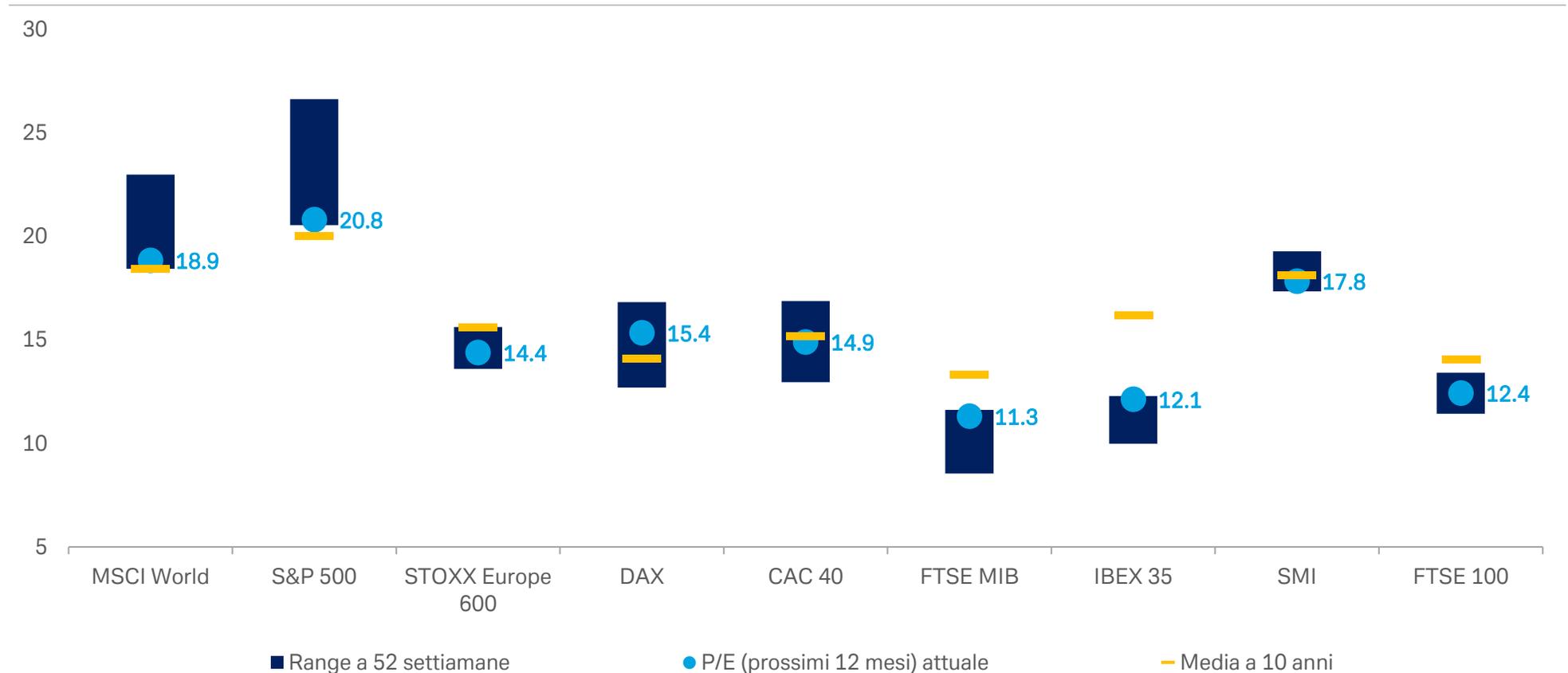
Attesa di EPS a 12 mesi durante l'ultimo anno



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# P/E a 12 mesi poco al di sotto delle medie storiche a 10 anni

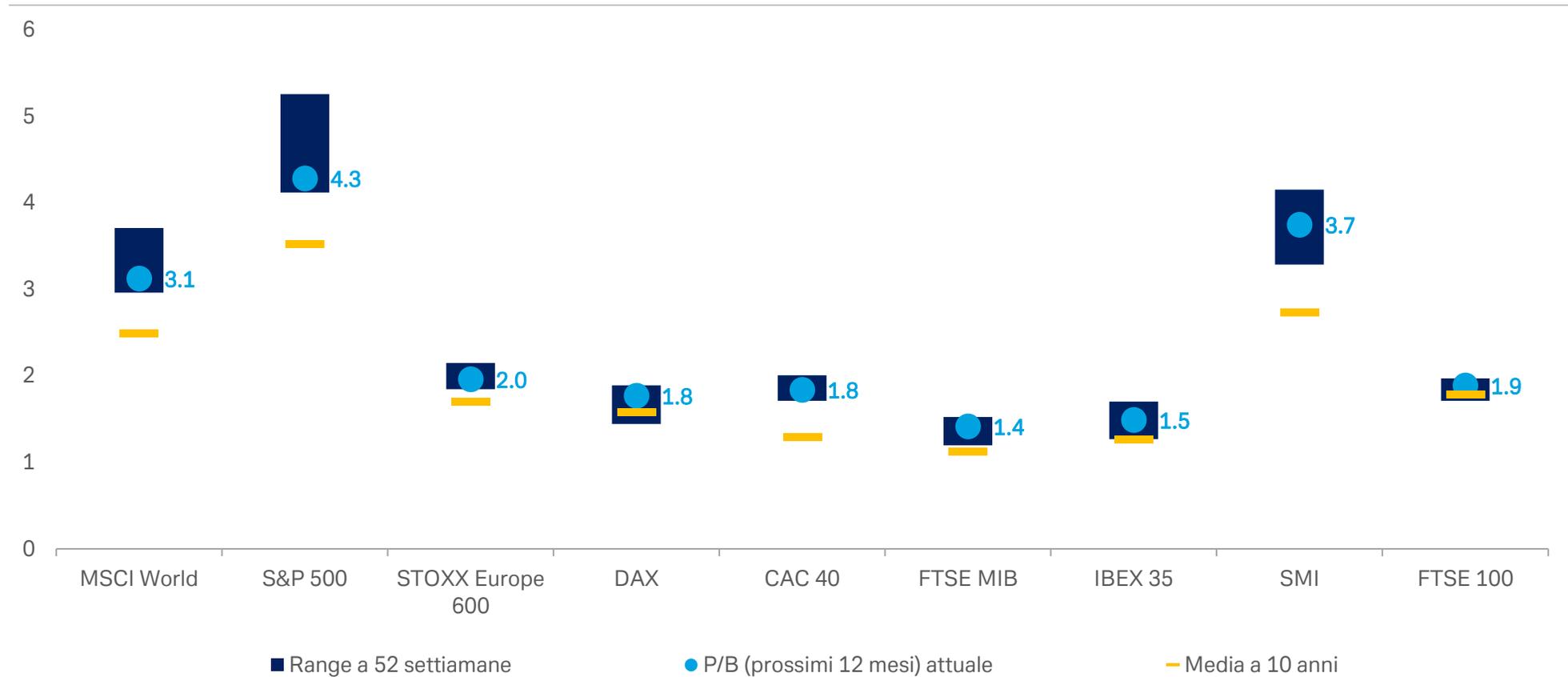
P/E a 12 mesi (attuale, media a 10 anni e range a un anno)



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Dispersione nei P/B a 12 mesi

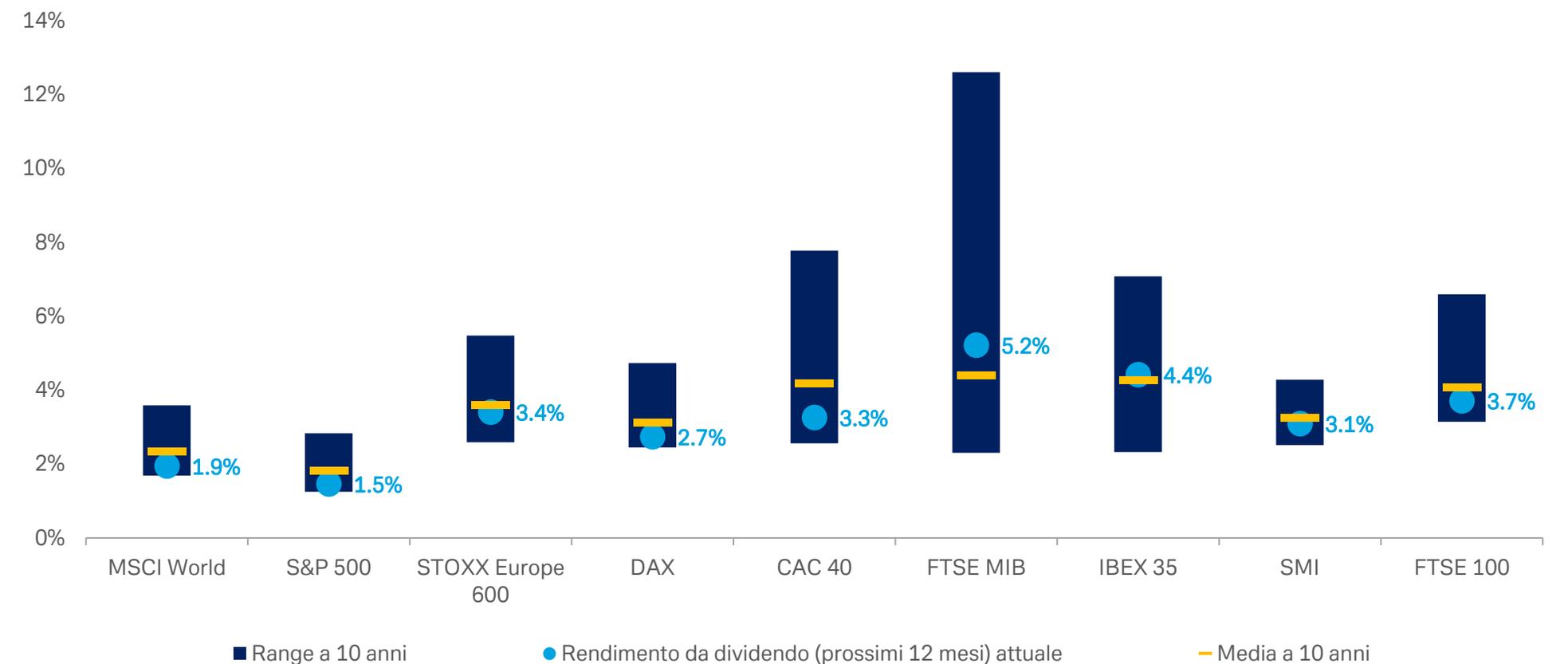
Rapporto P/B a 12 mesi (corrente, medio a 10 anni e intervallo a 52 settimane)



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Rendimento da dividendo nei prossimi 12 mesi intorno alle medie di lungo termine

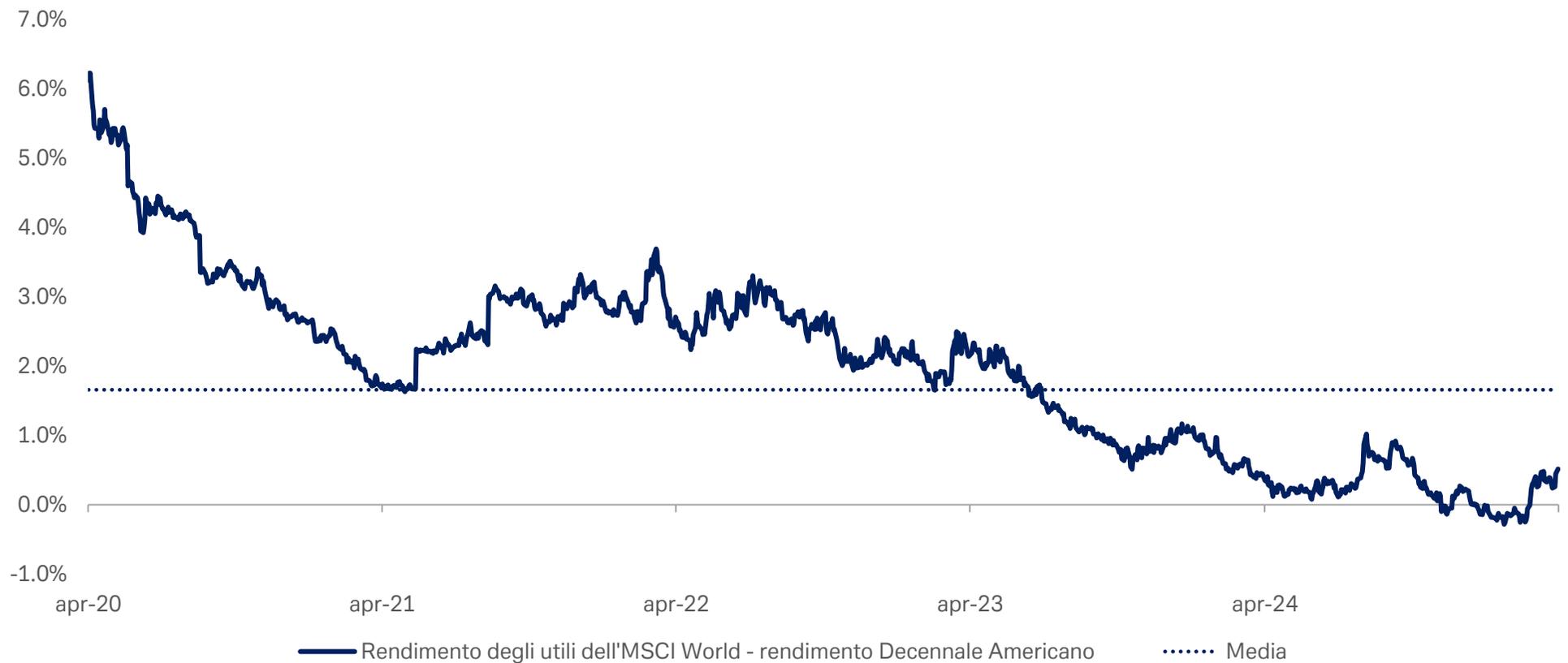
Dividendi a 12 mesi (rendimento attuale, medio su 10 anni e sull'intervallo di 10 anni)



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Le valutazioni azionarie vs. i rendimenti obbligazionari sono ancora sfidanti

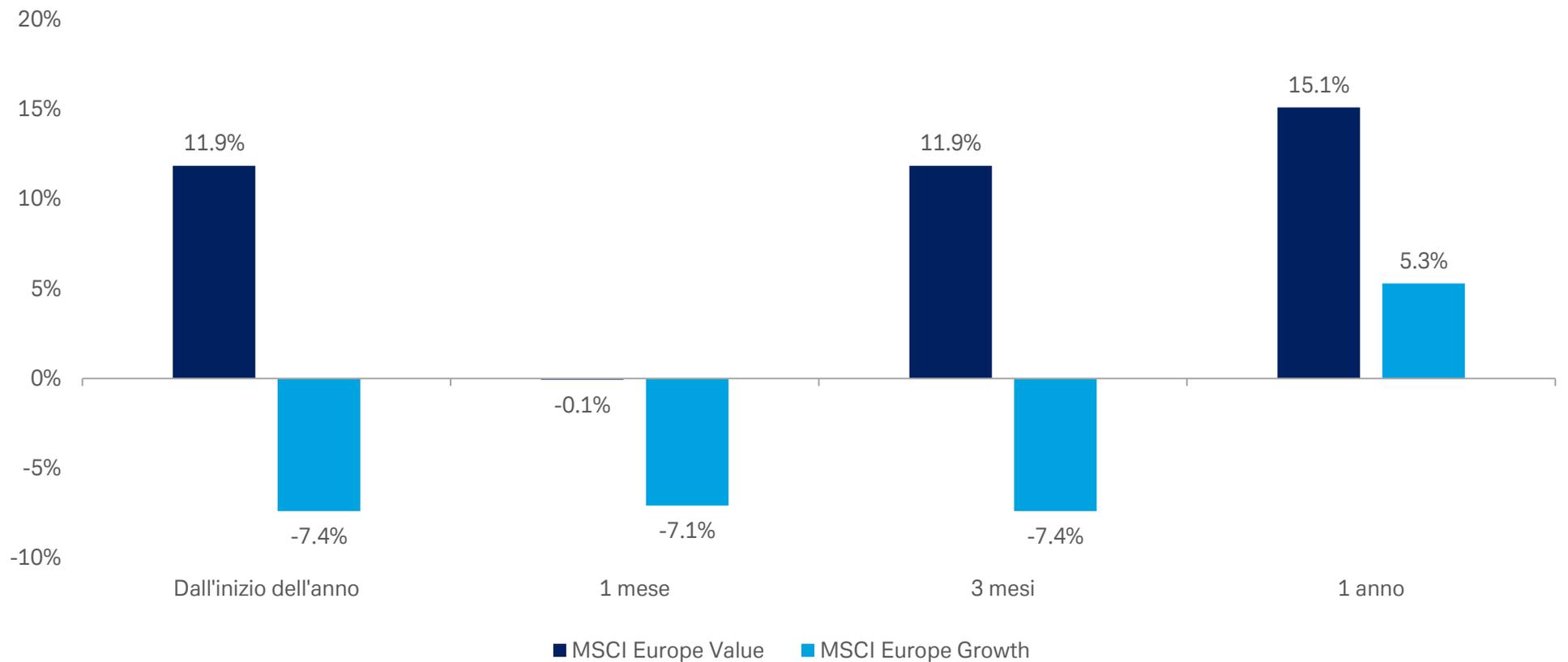
MSCI World earnings yield vs. Rendimento U.S. Treasury a 10 anni



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Value europeo in sovraperformance rispetto a Growth dall'inizio dell'anno

MSCI Europe Value vs. Growth performance YTD, 3 mesi, 1 mese e un anno



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Lo sconto valutativo del Value europeo si sta riducendo

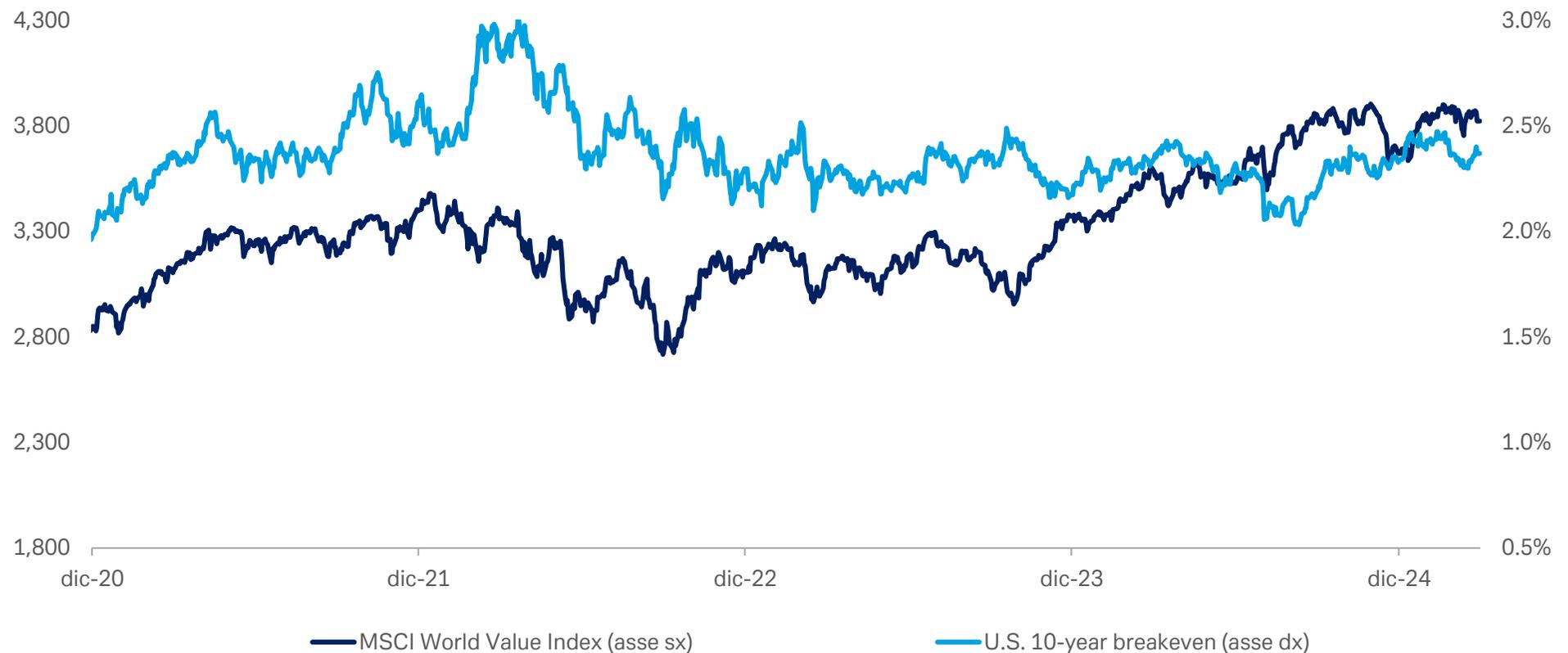
Rapporto P/E dei prossimi 12 mesi MSCI Europe Value vs. Growth



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Divergenza tra aspettative di inflazione e Value?

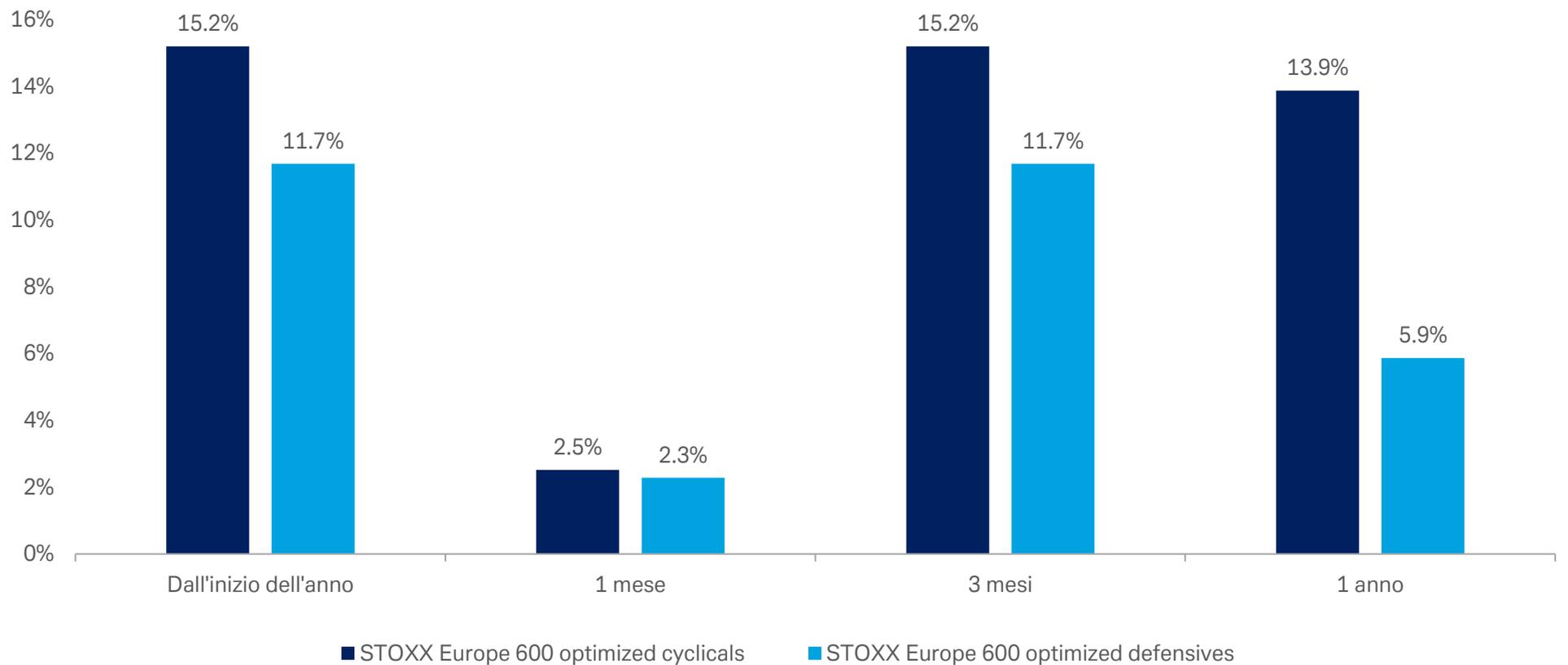
Indice MSCI World Value e U.S. 10 anni breakeven



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# La sovraperformance dei settori ciclici è sostenibile?

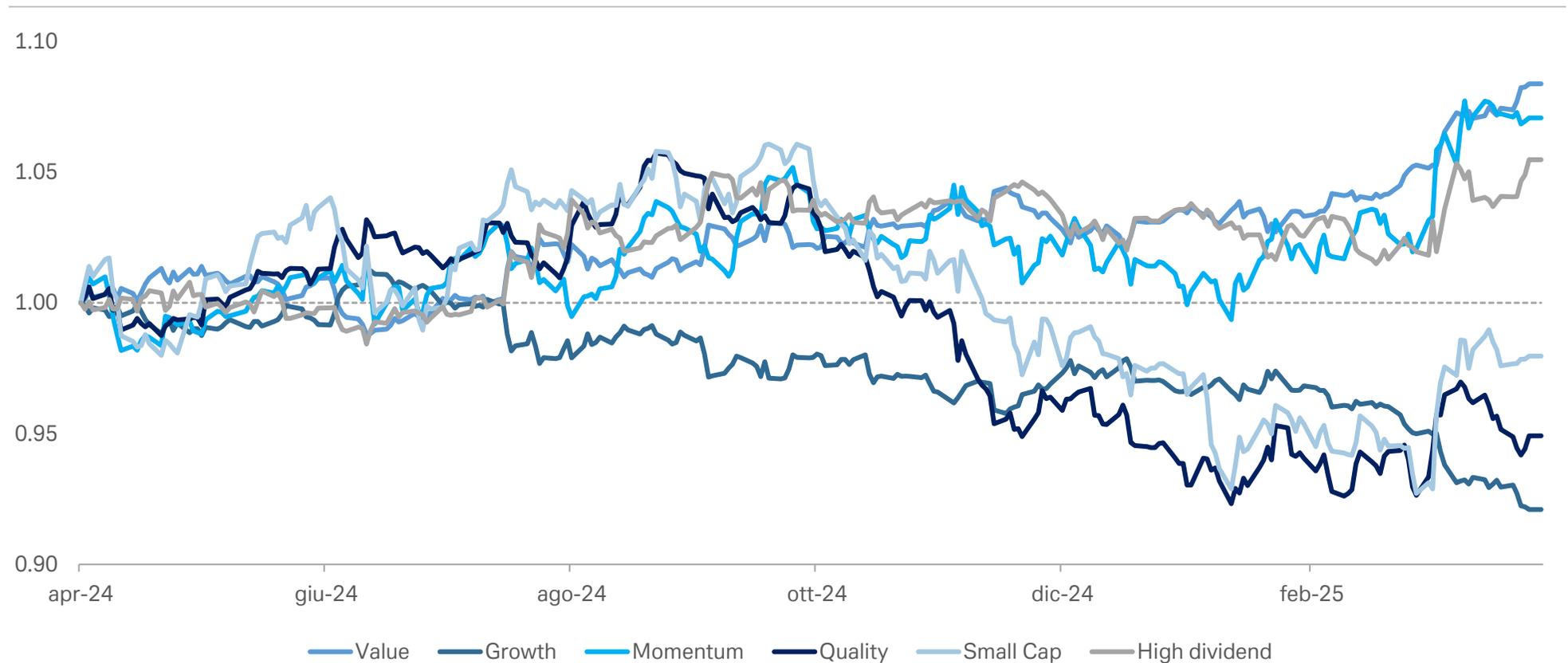
Indice STOXX Europe 600 Optimized Cyclical vs. Difensivi performance YTD, 3 mesi, 1 mese e 1 anno



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Value europeo il fattore migliore nel breve

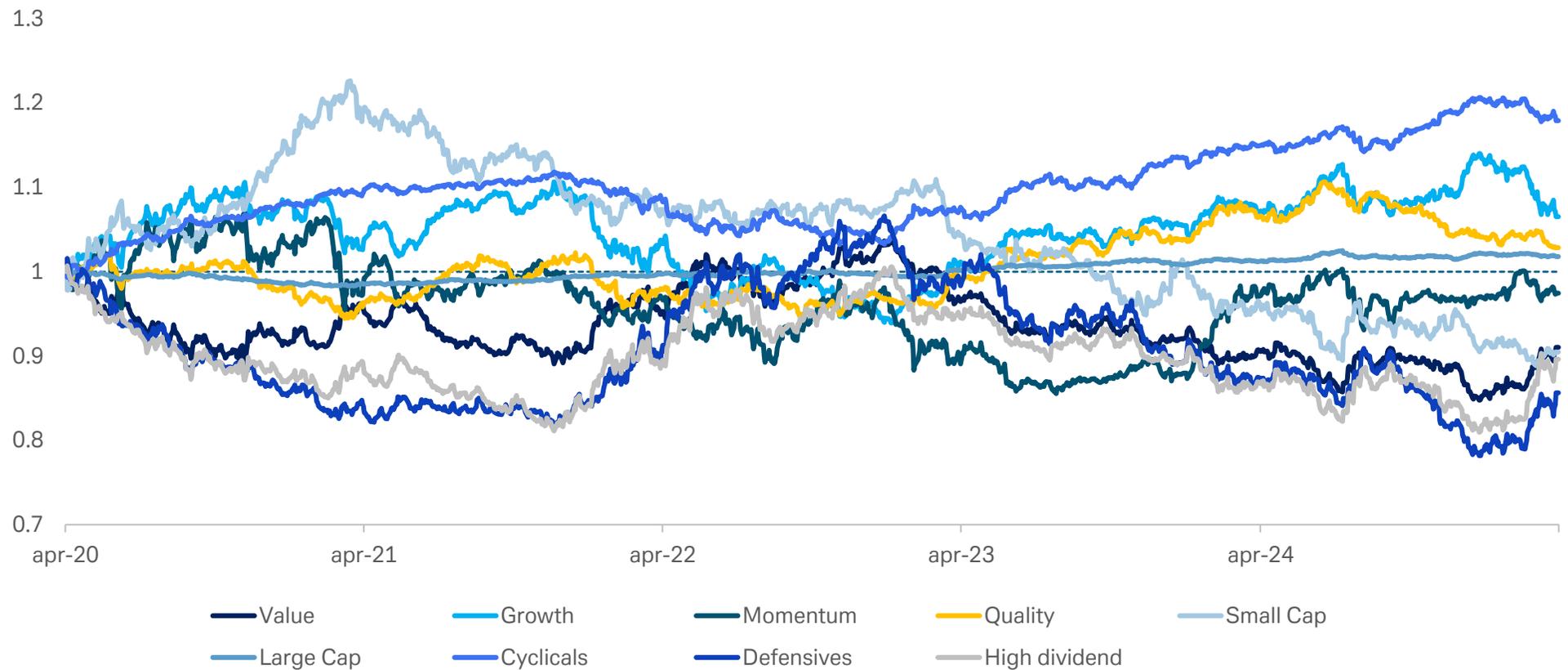
## MSCI Europe – performance dei diversi stili di investimento



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Il ritorno del Value

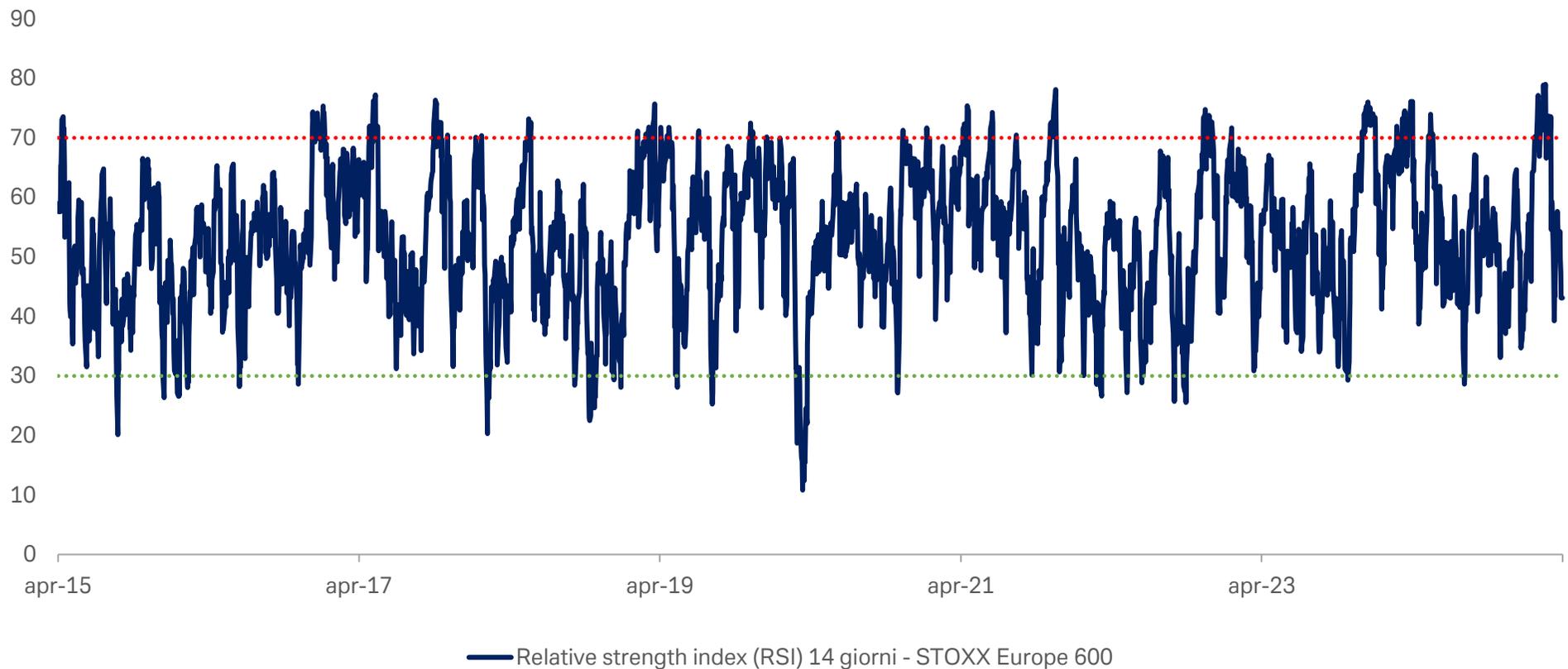
MSCI World – performance dei diversi stili di investimento



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# RSI dello STOXX Europe 600 sulla neutralità

Indice di Forza Relativa (RSI) a 14 giorni – STOXX Europe 600



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# View per settore e per regione

	Europa	U.S.A.	EM
 Energetici	Neutrale	Neutrale	Sovrapesare
 Materiali	Sottopesare	Sottopesare	Neutrale
 Industriali	Sovrapesare	Sovrapesare	Neutrale
 Consumer Discretionary	Neutrale	Neutrale	Neutrale
 Consumer Staples	Sottopesare	Sottopesare	Sottopesare
 Healthcare	Sovrapesare	Sovrapesare	Neutrale
 Finanziari	Sovrapesare	Sovrapesare	Sovrapesare
 Tecnologia	Neutrale	Sovrapesare	Neutrale
 Telecomunicazioni	Neutrale	Sovrapesare	Neutrale
 Utilities	Neutrale	Neutrale	Neutrale
 Immobiliare	Neutrale	Sottopesare	Sottopesare

**Sottolineati = peso del mese precedente; riempimento = peso attuale**

Nota: S&P, Dow Jones Indices e MSCI Inc. hanno apportato modifiche alla struttura Global Industry Classification Standard (GICS) che sono state implementate nei rispettivi indici dopo la chiusura delle attività (ET) di venerdì 17 marzo 2023. Un elenco completo di società interessate dalla riclassifica è disponibile. Si prega di seguire questo [link](#) per saperne di più sulle ultime modifiche alla classificazione GICS.

Fonte: Deutsche Bank Wealth Management. Dati al 13 marzo 2025.

4

---

Materie prime

# Outlook sulle materie prime

## Outlook

- Dall'inizio dell'anno, i prezzi dell'**oro** hanno continuato a raggiungere nuovi record. La forte domanda da parte delle Banche Centrali e degli investitori asiatici è proseguita. I prezzi sono stati supportati anche dagli acquirenti di ETC sull'oro, in particolare in Nord America, e dalle posizioni lunghe degli investitori sui mercati dei futures degli Stati Uniti. L'oro, «bene rifugio», prospera in tempi di elevata incertezza politica (soprattutto quando causata da tariffe o conflitti commerciali) e beneficia della sua reputazione come protezione contro l'inflazione. Anche i deficit di bilancio statali rimangono un fattore positivo. A causa delle posizioni lunghe sui mercati dei futures degli Stati Uniti, potrebbero verificarsi occasionali prese di profitto e battute d'arresto dei prezzi nel breve termine, come è accaduto recentemente. Tuttavia, nel medio termine, crediamo che la tendenza al rialzo continuerà e la nostra previsione è di 3.250 USD/oncia entro marzo 2026.
- Il **rame** al LME è risalito intorno ai 9.660 USD/t, un aumento di circa il 10% dall'inizio dell'anno. Tuttavia, i prezzi sui mercati dei futures degli Stati Uniti sono aumentati quasi il doppio. Questo è dovuto all'annuncio del governo statunitense di potenziali tariffe del 25% sulle importazioni di rame nel Paese, che ha portato ad un anticipo degli acquisti. Le scorte di rame che sono state fortemente aumentate di recente potrebbero essere ridotte nei prossimi mesi, il che potrebbe indebolire la domanda di rame, soprattutto se si dovesse verificare un rallentamento dell'economia globale in seguito ai conflitti commerciali (obiettivo di marzo 2026 per il rame LME: 9.430 USD/t).
- Negli ultimi mesi, i prezzi del **petrolio** sono stati sotto pressione dopo che sono emerse alcune preoccupazioni sulla crescita economica degli Stati Uniti, il più grande consumatore di petrolio al mondo. Allo stesso tempo, la domanda stimata di petrolio cinese (produzione raffinata + importazioni nette - variazione delle scorte) è diminuita negli ultimi mesi. Tuttavia, altre economie asiatiche, inclusa l'India, mostrano condizioni di domanda solide. Sul lato dell'offerta, quella non OPEC+ è ancora forte. In più, i membri dell'OPEC+ da aprile inizieranno a ridurre gradualmente i loro tagli volontari alla produzione, aggiungendo circa 140 kbb/d al mese. Per cui, è probabile che ci sia un piccolo surplus sul mercato petrolifero. Sono state sollevate parecchie domande circa l'impatto sui prezzi di un possibile cessate il fuoco nella guerra tra Russia e Ucraina e di un potenziale allentamento delle sanzioni sulla Russia in futuro. Questo scenario appare ancora altamente improbabile al momento, ma anche se dovesse accadere, non vediamo un impatto significativo. Il vincolo maggiore alla produzione di petrolio russo nell'ultimo anno è stato rappresentato dalle quote OPEC+ e non dalle sanzioni. Tuttavia, un inasprimento delle sanzioni sull'Iran potrebbe materialmente limitare l'offerta e aumentare i prezzi del petrolio (obiettivo di marzo 2026 per il Brent: 69 USD/bbl).

## Previsioni

Previsione strategica  
di Marzo 2025

Target  
Marzo 2026

Materie prime in U.S. dollars

Oro	3.250
Petrolio (Brent Spot)	69
Rame	9.430
CO <sub>2</sub>	85

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 13 marzo 2025.

# Il mercato delle materie prime

	Prezzo attuale	Massimo 52 settimane	Minimo 52 settimane	Dall'inizio dell'anno	1 anno	3 mesi	1 mese	Forma della curva % (1M/6M)**
<b>Energia</b>								
Petrolio (Brent)	73,7	92,2	68,3	-1,3%	-15,8%	-1,3%	0,7%	4,7%
Petrolio (WTI)	69,4	87,7	65,2	-3,3%	-16,6%	-3,3%	-0,6%	3,9%
Gasolio da riscaldamento	226,3	279,5	204,3	-2,5%	-13,5%	-2,5%	-3,9%	2,3%
Gas Naturale	4,2	4,9	1,5	15,4%	137,8%	15,4%	9,3%	-8,3%
<b>Metalli preziosi</b>								
Oro	3.121,2	3.128,8	2.249,1	18,2%	40,8%	18,2%	9,6%	-3,2%
Argento	35,0	35,5	24,9	19,8%	40,6%	19,8%	12,2%	-3,7%
Platino *	990,5	1.105,0	893,5	10,8%	9,1%	10,8%	5,6%	-2,6%
Palladio*	992,5	1.255,0	813,5	9,1%	-2,8%	9,1%	10,3%	-0,7%
<b>Metalli industriali</b>								
Alluminio	2.534,1	2.759,0	2.162,0	-0,1%	9,8%	-0,3%	-3,3%	-1,0%
Rame	9.794,5	11.104,5	8.714,0	11,7%	10,5%	9,0%	4,7%	0,5%
Nickel	16.202,9	21.578,5	14.893,0	7,0%	-2,4%	7,1%	5,9%	-2,2%
Zinco	2.846,0	3.351,0	2.437,5	-3,9%	18,4%	-5,7%	2,8%	-0,6%
Piombo	2.009,9	2.327,5	1.811,0	4,0%	-1,1%	2,9%	1,8%	-1,6%

\* Forma della curva basata sul segmento 1M/3M

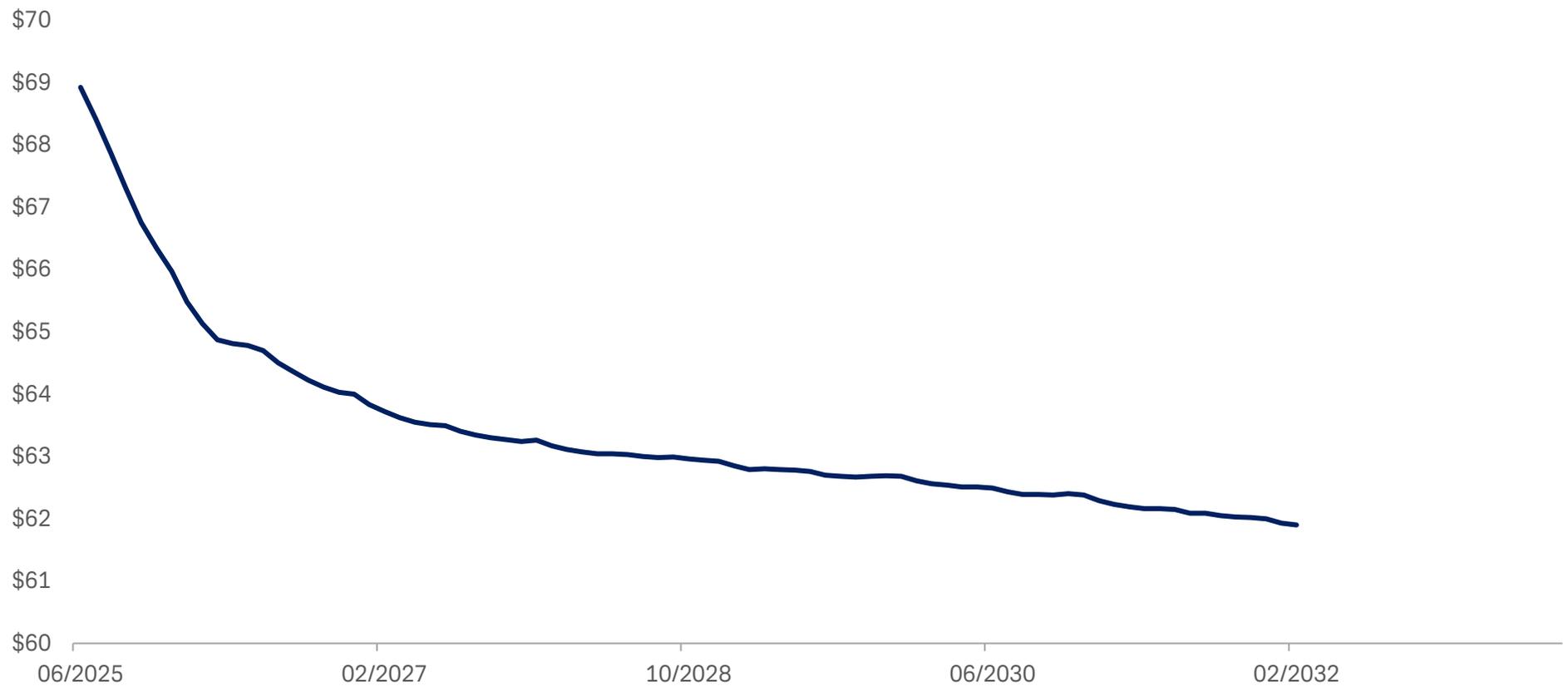
\*\* Basato sui prezzi correnti a 1M e 6M; potrebbe essere distorto da effetti stagionali e di liquidità

\*\*\* In base al LME Copper 3M rolling forward

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Brent: Backwardation

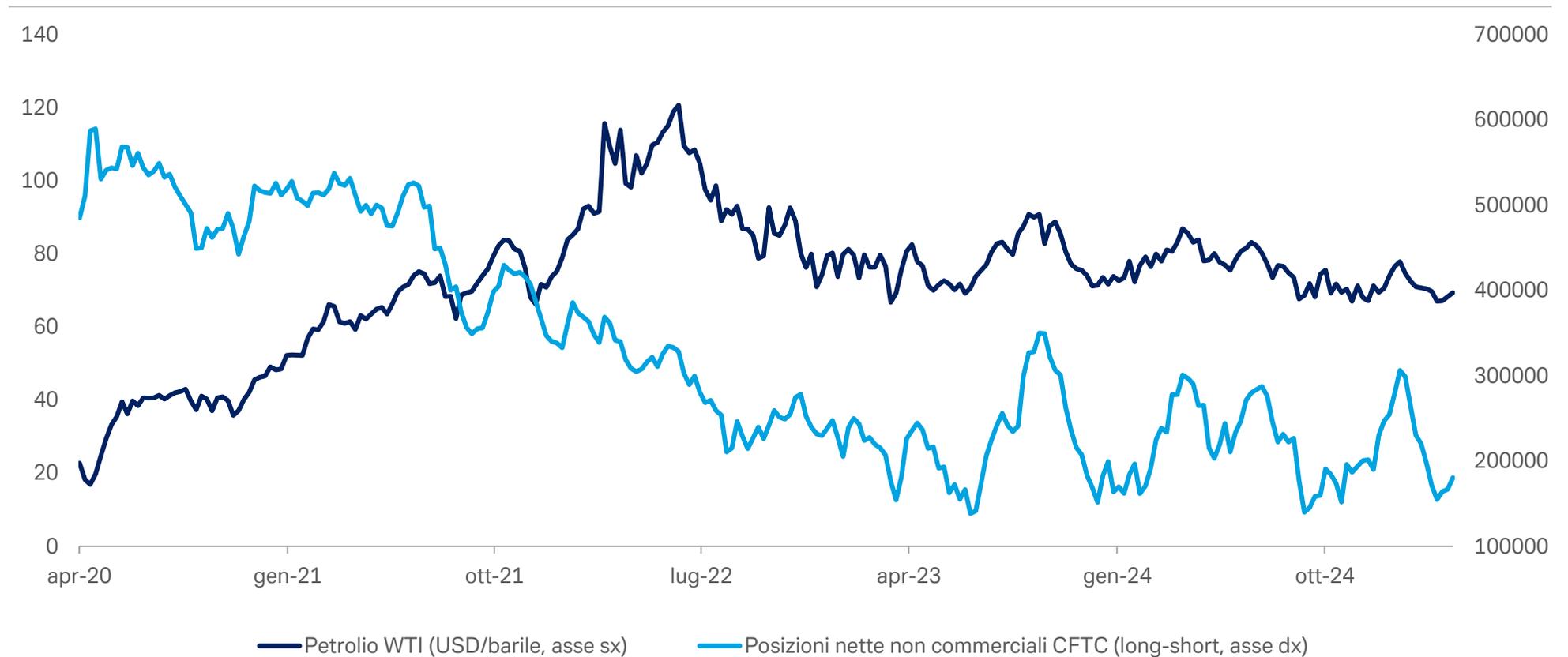
## Brent Curva Future



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Prezzo del petrolio e posizionamento

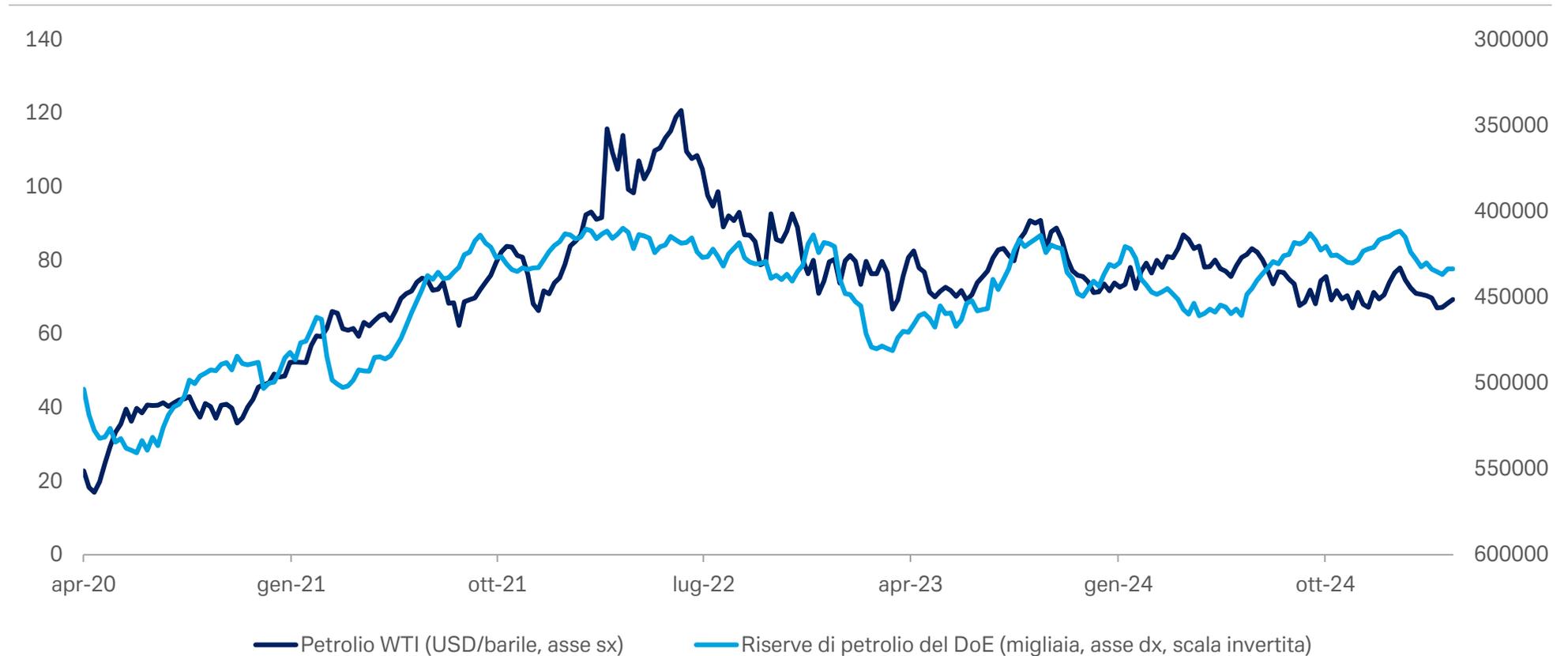
Prezzo del petrolio WTI (USD/barile) e posizioni dei partecipanti non commerciali al mercato



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Scorte di petrolio stabili

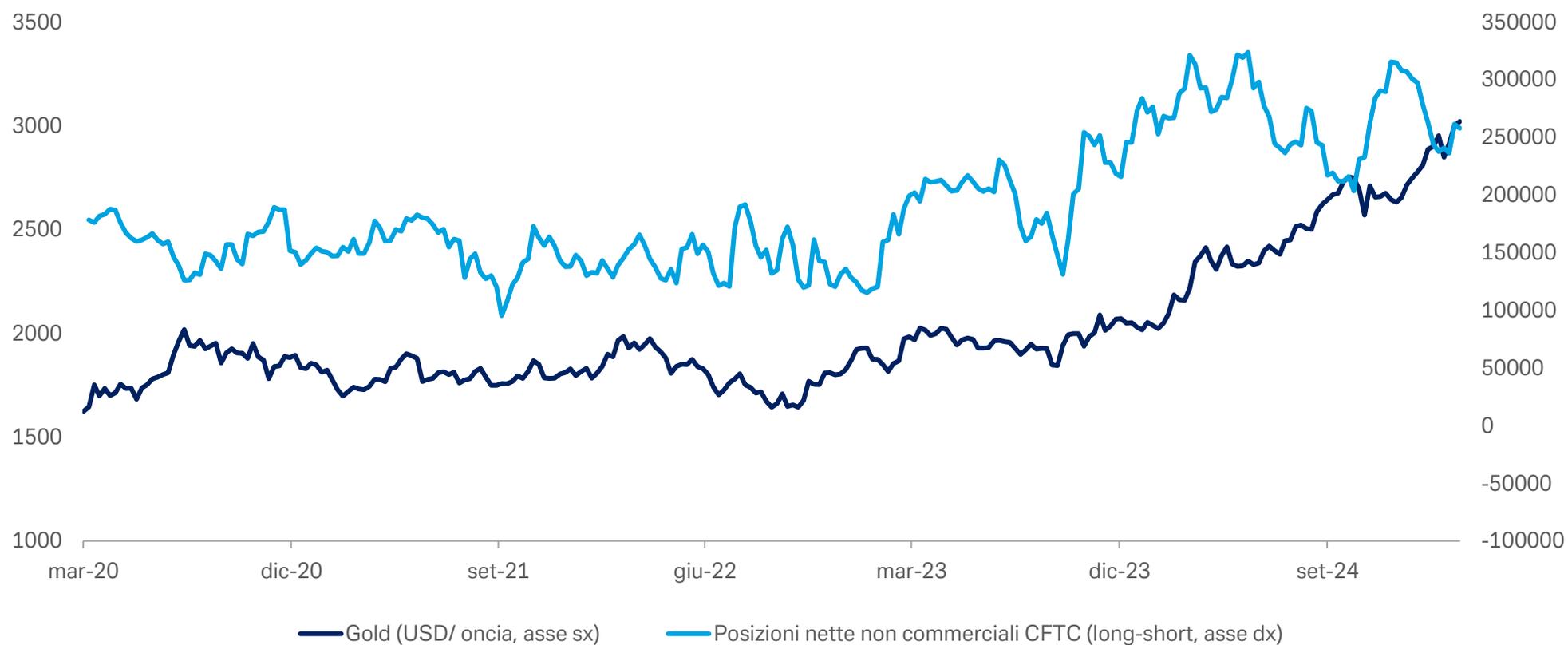
Prezzo del Petrolio WTI (USD/barile) e scorte di petrolio USA



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Le posizioni nette lunghe sull'oro sono di nuovo in crescita

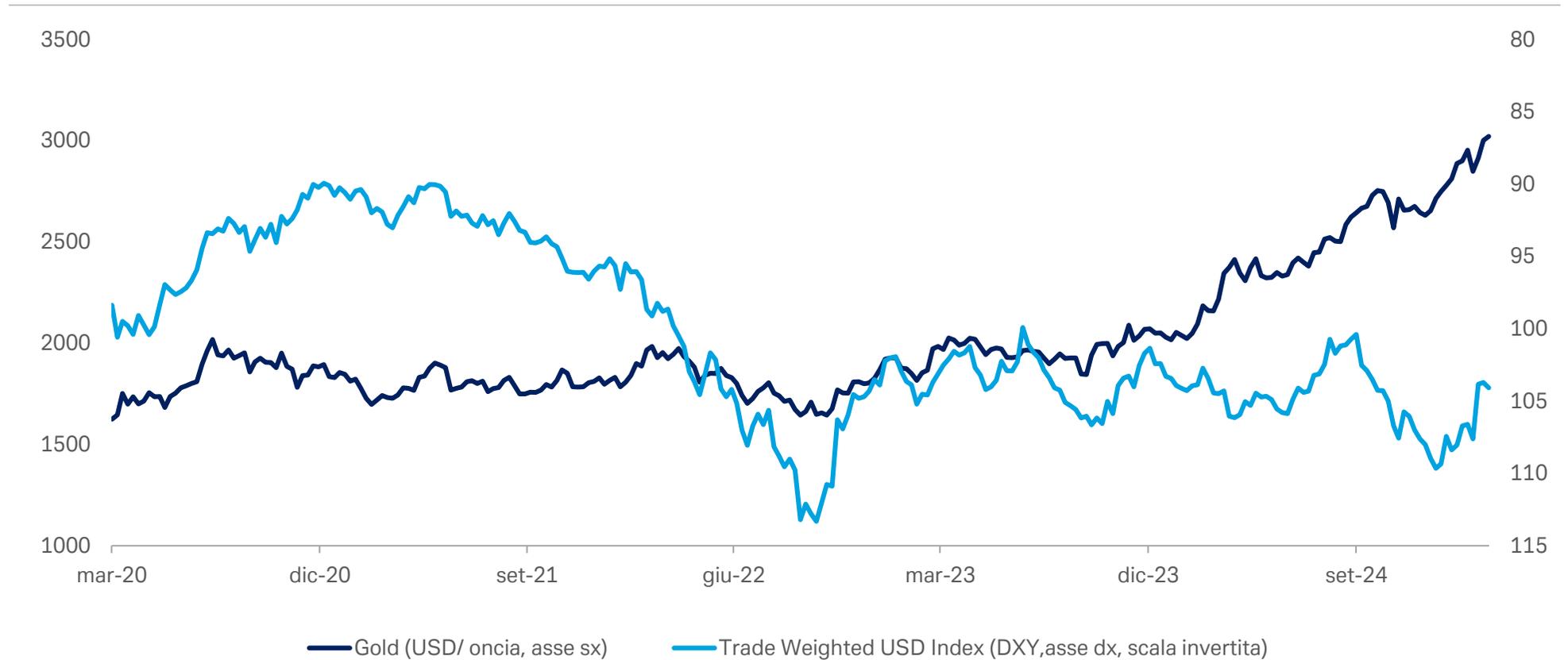
Prezzi dell'Oro (USD/oncia) e posizioni dei partecipanti non commerciali al mercato



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Il USD non ha influito sull'oro

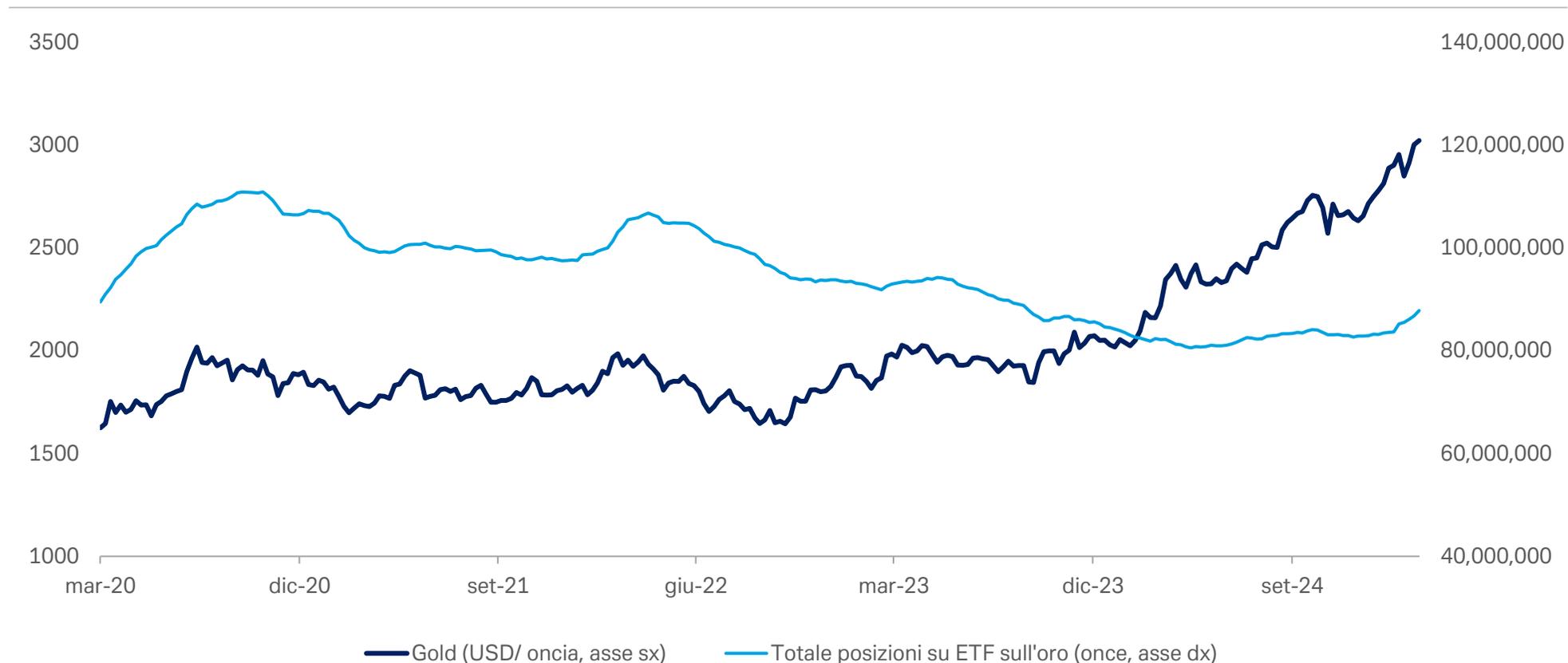
Prezzo dell'Oro (USD/oncia) e dollaro statunitense



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Posizioni in ETF sull'oro in risalita

Prezzo dell'Oro (USD/oncia) e posizioni totali conosciute in ETF su Oro



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

5

---

Tassi di cambio

# Outlook FX

## Outlook

- EUR:** Dopo un rafforzamento del USD all'inizio di quest'anno, che ha raggiunto un massimo degli ultimi due anni in termini ponderati per il commercio, di recente si è verificato un movimento contrario molto forte. Questo cambiamento è dovuto a tre fattori: 1) I dazi sono diventati un argomento dominante e stanno causando parecchia volatilità. I mercati finanziari al momento si stanno concentrando sugli effetti potenzialmente negativi delle tariffe sulla crescita USA. 2) Di recente alcuni dati macroeconomici degli Stati Uniti sono usciti inaspettatamente più deboli delle attese, in particolare riguardo alla fiducia dei consumatori, che hanno suscitato alcune paure per una recessione economica o addirittura per un contesto di stagflazione. 3) Il dibattito in Europa riguardo un aumento significativo della spesa in infrastrutture e nella difesa da parte della potenziale nuova coalizione di governo in Germania che sta alimentando le speranze di uno sviluppo economico robusto nel Paese e nell'Eurozona. In aggiunta, le performance contrastanti dei mercati azionari negli Stati Uniti e nell'Eurozona dovrebbero aver prodotto cambiamenti nei portafogli degli investitori che hanno supportato l'EUR. Il differenziale di rendimento si è ridotto mentre il differenziale di crescita dovrebbe ridursi con il tempo. Se le misure di stimolo pianificate in Germania raggiungono il loro obiettivo, l'EUR potrebbe continuare ad apprezzarsi rispetto al USD nel medio termine. Vediamo EUR/USD a 1,15 alla fine di marzo 2026.
- GBP:** Nel Regno Unito, gli ultimi dati macroeconomici hanno superato le aspettative del mercato, ma l'inflazione si sta dimostrando più persistente di quanto previsto dal consenso. Inoltre, il Regno Unito potrebbe beneficiare di una ripresa economica nell'Eurozona una volta che le misure di stimolo pianificate entreranno in vigore. Guardando avanti a marzo 2026, il GBP ha potenziale di apprezzamento rispetto al USD a GBP/USD 1,38.
- JPY:** La crescita del Giappone rimane robusta, supportata da un forte consumo privato e dalle prospettive di significativi aumenti salariali. L'aumento dei salari reali sta rafforzando la fiducia della BoJ riguardo alla ulteriore normalizzazione della politica. La BoJ dovrebbe accelerare questo processo di normalizzazione nel 2025, riducendo i differenziali con i tassi di interesse statunitensi. Inoltre, gli aumenti dei tassi di interesse della BoJ dovrebbero sostenere una compressione dei differenziali di rendimento rispetto agli Stati Uniti e all'Eurozona generando un rimpatrio degli asset esteri del Giappone, rafforzando ulteriormente il JPY. Dopo le valute del nord Europa, il JPY è una delle valute G10 più forti nel 2025, essendosi apprezzato del 5,5% rispetto al USD dall'inizio dell'anno. Questo apprezzamento dovrebbe continuare a un ritmo moderato lungo il nostro periodo di previsione. Prevediamo USD/JPY a 140 alla fine di marzo 2026.

## Previsioni

### Previsione strategica di Marzo 2025

#### Target Marzo 2026

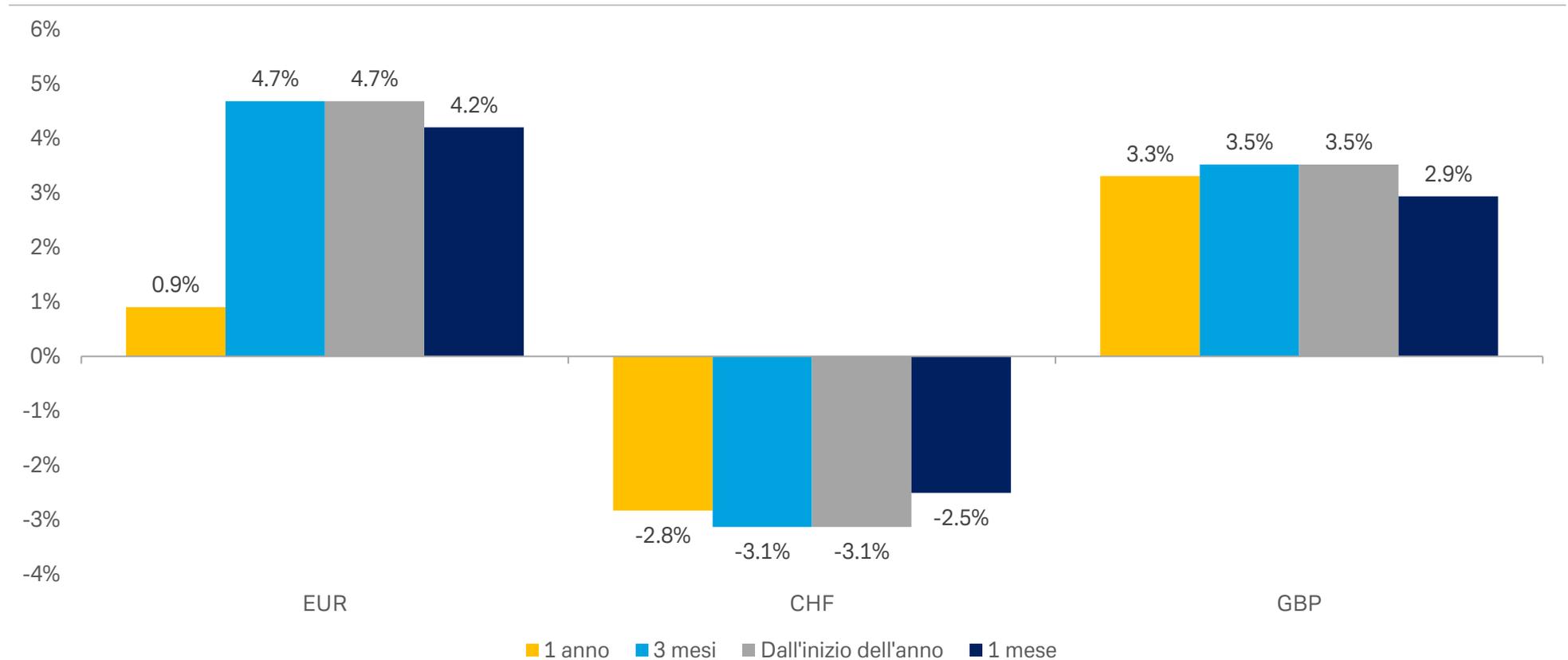
### Currencies

EUR vs. USD	1,15
USD vs. JPY	140
EUR vs. JPY	161
EUR vs. CHF	0,97
EUR vs. GBP	0,83
GBP vs. USD	1,38
USD vs. CNY	7,45
AUD vs. USD	0,68
NZD vs. USD	0,62
USD vs. CAD	1,40
EUR vs. NOK	11,40
EUR vs. SEK	11,20

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 13 marzo 2025.

# Performance delle valute vs. USD

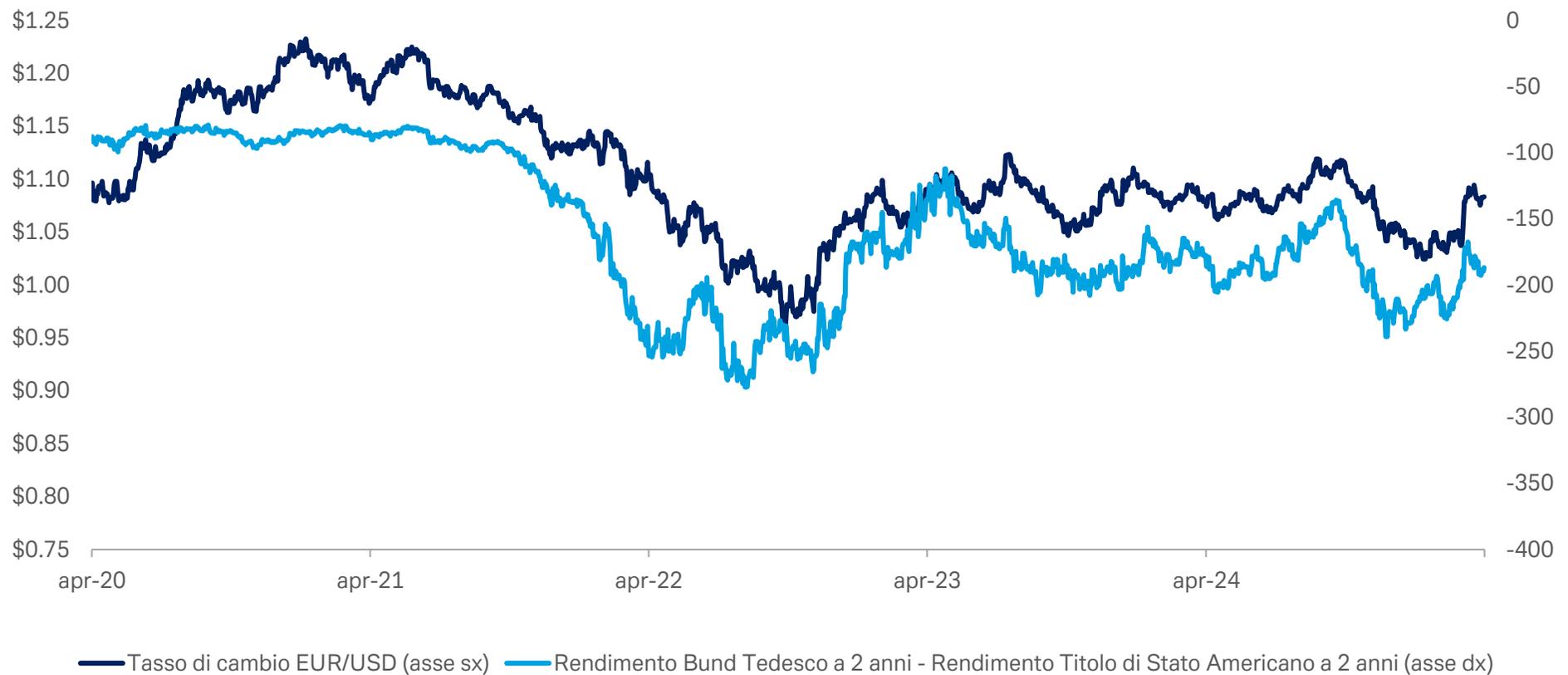
## Performance vs. USD



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# EUR/USD e differenziali di tasso

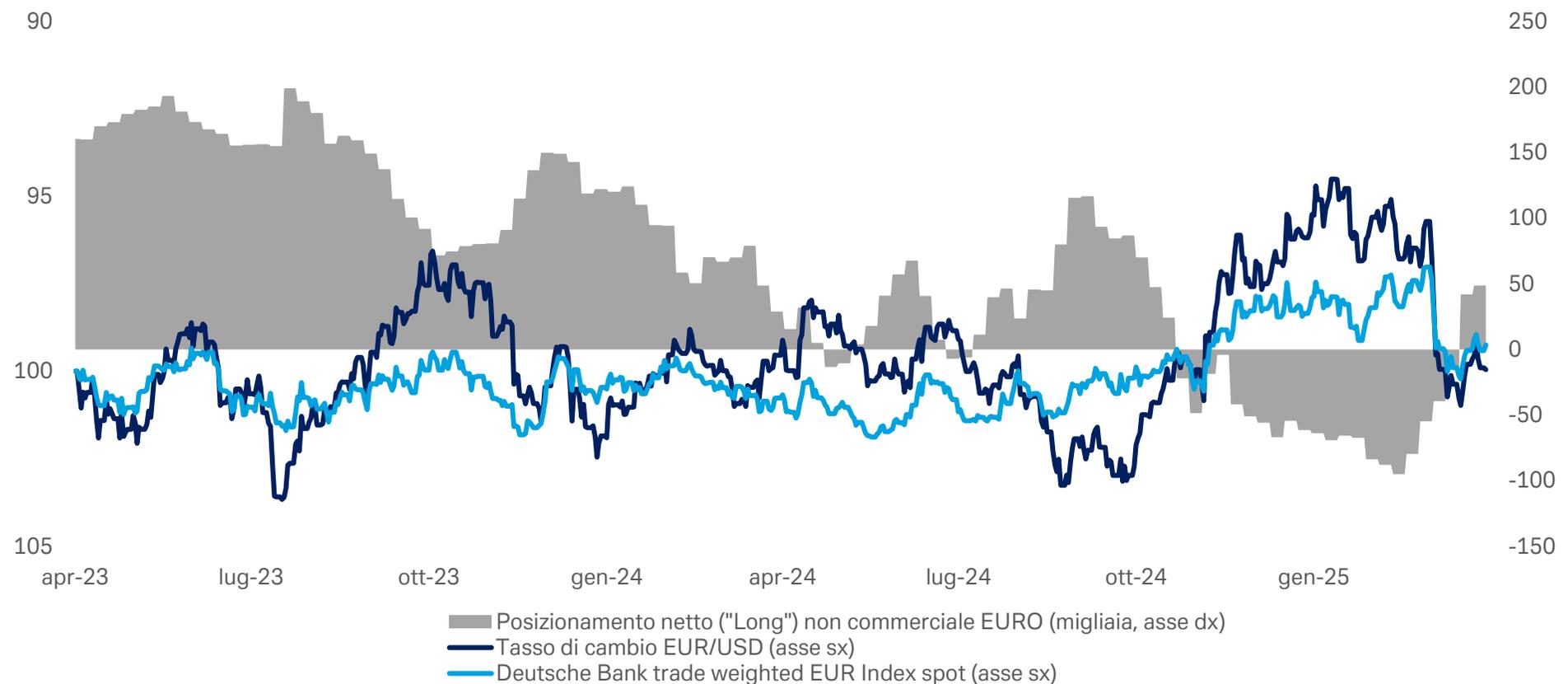
Tasso di cambio EUR/USD e differenziale di rendimento a 2 anni tra Bund e Treasury USA



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Il posizionamento netto è tornato lungo EUR

Tasso di cambio EUR/USD, Indice EUR trade-weighted e posizioni non commerciali su EUR



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# GBP/USD e differenziali di tasso

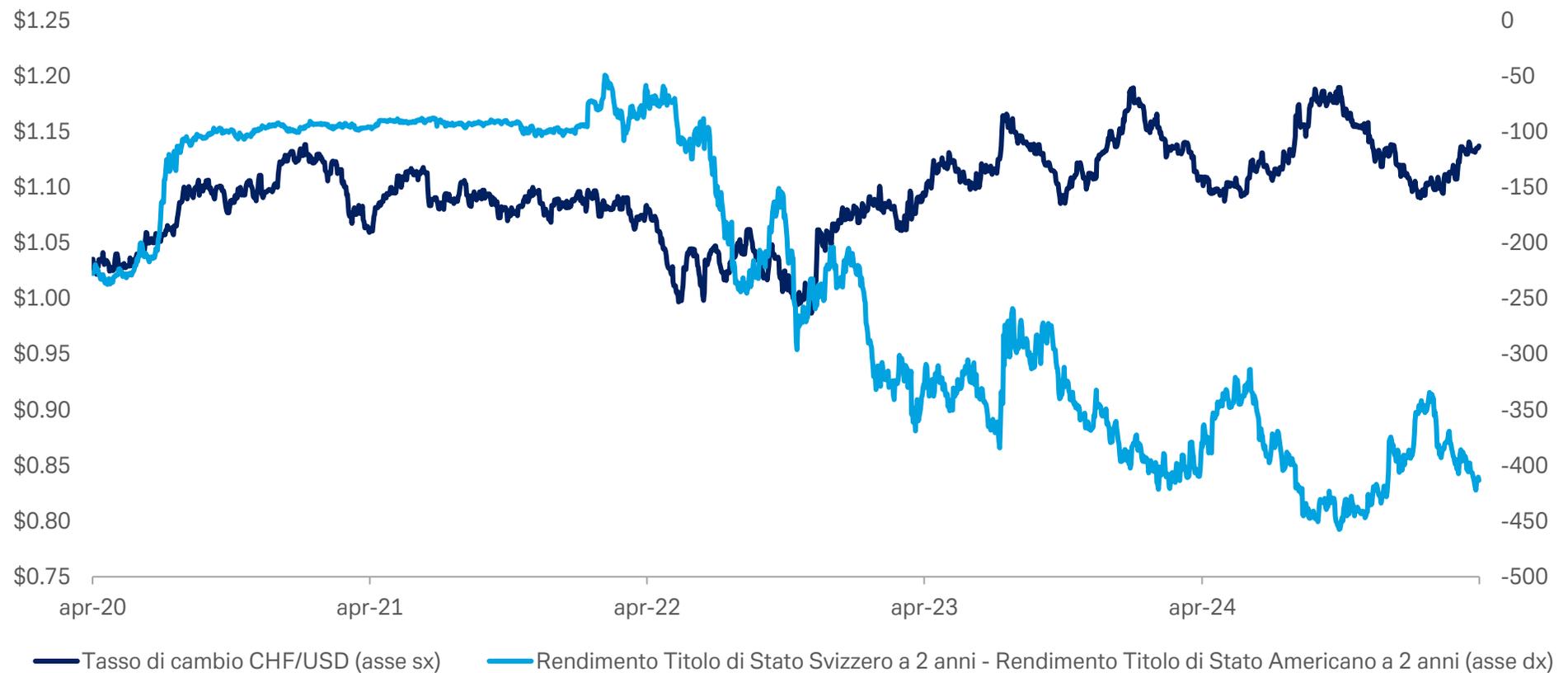
Tasso di cambio GBP/USD e differenziale di rendimento a 2 anni tra Gilts e Treasury USA



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# CHF/USD e differenziale di tasso

Tasso di cambio CHF/USD e differenziale di rendimento a 2 anni tra Obbligazioni Governative Svizzere e USA



Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

6

---

Appendice

# Previsioni macroeconomiche

## Tasso di crescita del PIL (%)

	2025 F	2026 F	Consenso 2025 (BBG*)
USA <sup>1</sup>	2,0	2,0	2,3
EUZ	1,0	1,5	0,9
GER	0,4	1,6	0,3
Giappone	1,2	0,7	1,2
Cina	4,5	4,0	4,5
Mondo	3,2	3,1	2,9

## Inflazione CPI (%)

	2025 F	2026 F	Consenso 2025 (BBG*)
USA	2,6	2,4	2,8
EUZ	2,3	2,3	2,1
GER	2,6	2,6	2,3
Giappone	2,6	2,0	2,4
Cina	0,5	1,4	0,7

## Tasso di disoccupazione (%)

	2025 F	2026 F	Consenso 2025 (BBG*)
USA	4,2	4,2	4,2
EUZ	6,3	6,3	6,4
GER	6,1	5,8	6,3
Giappone	2,4	2,4	2,4
Cina <sup>3</sup>	5,0	5,0	5,1

## Bilancio fiscale (% del PIL)

	2025 F	2026 F	Consenso 2025 (BBG*)
USA	-6,8	-6,5	-6,5
EUZ	-3,4	-4,0	-3,0
GER	-2,5	-3,7	-2,0
Giappone	-3,5	-3,0	-3,6
Cina <sup>4</sup>	-6,9	-7,7	-5,5

\*Consensus di Bloomberg.

1 Per gli USA, la crescita del PIL Q4/Q4 % è pari a 2,2% nel 2025 e a 1,7% nel 2026. 2 Tasso di disoccupazione urbana (fine periodo), non confrontabile con i dati di consenso. 3 Il deficit fiscale cinese di riferisce al saldo di bilancio aumentato (definizione più ampia) del FMI. Non confrontabile con i dati di consenso. Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 13 marzo 2025.

# Previsioni per asset class

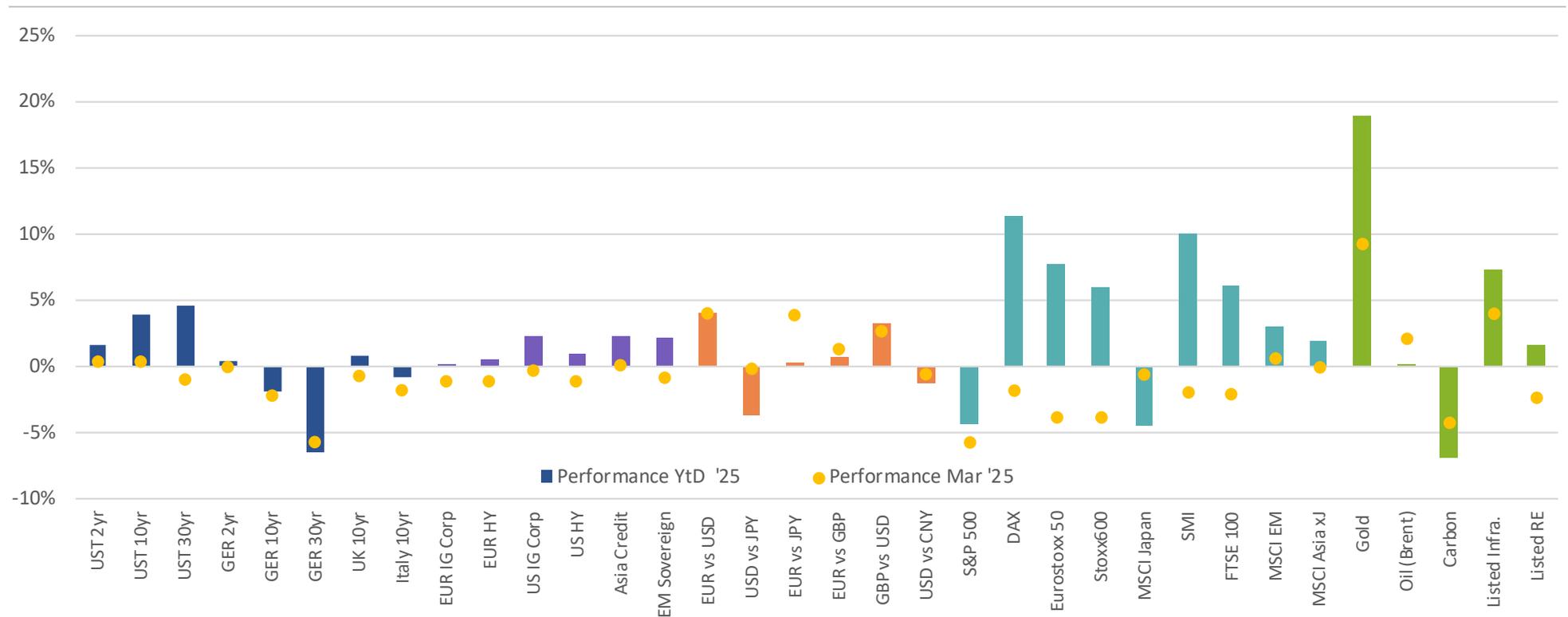
	Livello attuale	vs. livello attuale	Previsione strategica di Marzo 2025
	12 Marzo 2025		Target Marzo 2026
<b>rendimenti obbligazionari (bond sovrani) in %</b>			
Treasury USA (2-year)	3,99	↘	3,95
Treasury USA (10-year)	4,31	↗	4,50
Treasury USA (30-year)	4,63	↗	4,70
Germania (2-year)	2,23	↗	2,25
Germania (10-year)	2,88	↗	2,90
Germania (30-year)	3,17	↗	3,40
Regno Unito (10-year)	4,72	↘	4,00
Giappone (2-year)	0,85	↗	1,20
Giappone (10-year)	1,52	↗	1,70
<b>Benchmark tassi in %</b>			
USA (federal funds rate)	4,25-4,50	↘	3,75 - 4,00
Eurozona (deposit rate)	2,50	↘	2,25
Regno Unito (repo rate)	4,50	↘	3,75
Giappone (overnight call rate)	0,50	↗	1,25
Cina (1 year lending rate)	3,10	↘	2,60
<b>Valute</b>			
EUR vs. USD	1,09	↗	1,15
USD vs. JPY	148	↘	140
EUR vs. JPY	161	→	161
EUR vs. CHF	0,96	↗	0,97
EUR vs. GBP	0,84	↘	0,83
GBP vs. USD	1,30	↗	1,38
USD vs. CNY	7,20	↗	7,45

	Livello attuale	vs. livello attuale	Previsione strategica di Marzo 2025
	12 Marzo 2025		Target Marzo 2026
<b>Indici azionari</b>			
USA (S&P 500)	5.599	↗	6.300
Germania (DAX)	22.676	↗	24.000
Eurozona (Eurostoxx 50)	5.359	↗	5.600
Europa (Stoxx600)	541	↗	570
Giappone (MSCI Japan)	1.649	↗	1.780
Svizzera (SMI)	12.868	↗	13.350
Regno Unito (FTSE 100)	8.541	↗	8.800
Mercati Emergenti (MSCI EM)	1.111	↗	1.200
Asia ex Giappone (MSCI Asia ex Giappone)	725	↗	770
Australia (MSCI Australia)	1.552	↗	1.650
<b>Materie prime in USD</b>			
Oro	2.935	↗	3.250
Petrolio (Brent Spot)	71	↘	69
CO <sub>2</sub>	68	↗	85
<b>Spreads (corporate &amp; obbligazioni Paesi Emergenti) in bps</b>			
EUR IG Corp	84	↘	80
EUR HY	316	↗	360
USD IG Corp	89	↗	90
USD HY	313	↗	325
Credito Asia	133	↘	125
EM Sovrani	330	↗	350

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 13 marzo 2025.

# Performance delle asset class

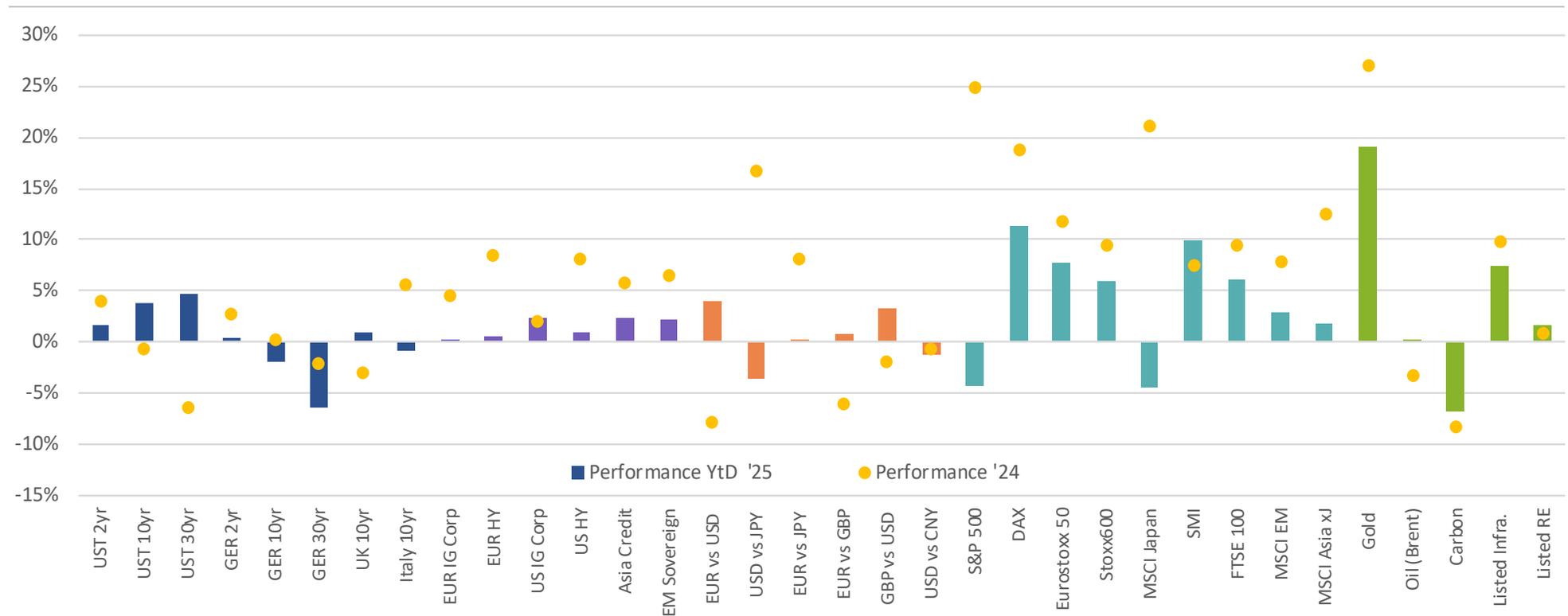
Performance mensile e dall'inizio dell'anno di una selezione di asset class



Fonte: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH. Dati al 31 marzo 2025.

# Performance delle asset class

Performance dall'inizio dell'anno e dell'anno precedente per una selezione di asset class



Fonte: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH. Dati al 31 marzo 2025.

# Volatilità e correlazioni tra le diverse asset class

Volatilità e correlazioni a breve termine (al di sopra della diagonale) e a lungo termine (al di sotto della diagonale)

	Azionario USA	Azionario Europa	Azionario UK	Azionario Giappone	Azionario Mercati Emergenti	Obbligazionario Governativo EUR	Obbligazionario Governativo Treasuries	Obbligazionario IG EU	Obbligazionario HY EU	Obbligazionario Mercati Emergenti EUR-Hedged	Liquidità	Materie Prime	Alternativi Liquidi
Azionario USA	16%	0,3	0,2	0,0	0,1	0,6	0,6	0,7	0,0	0,7	0,5	-0,2	0,6
Azionario Europa	0,8	18%	0,6	0,0	0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,5	0,2	0,4	0,4
Azionario UK	0,8	0,8	14%	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,2	-0,3	0,3	0,7	0,3	0,6
Azionario Giappone	0,7	0,7	0,6	17%	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	-0,1	0,0
Azionario Mercati Emergenti	0,8	0,7	0,7	0,6	21%	0,2	0,4	0,2	-0,1	0,4	-0,1	0,5	0,3
Obbligazionario Governativo EUR	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	3%	0,8	1,0	0,2	0,8	0,3	-0,3	0,6
Obbligazionario Governativo Treasuries	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,6	3%	0,7	0,5	0,9	0,2	-0,2	0,3
Obbligazionario IG EU	0,5	0,5	0,5	0,3	0,5	0,6	0,3	5%	0,1	0,8	0,3	-0,3	0,6
Obbligazionario HY EU	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,1	-0,2	0,7	13%	0,3	-0,3	-0,5	-0,4
Obbligazionario Mercati Emergenti EUR-Hedged	0,6	0,6	0,6	0,4	0,7	0,4	0,3	0,7	0,7	10%	0,4	-0,1	0,5
Liquidità	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	197%	0,0	0,6
Materie Prime	0,5	0,4	0,5	0,3	0,6	-0,2	-0,2	0,2	0,5	0,4	0,1	19%	0,4
Alternativi Liquidi	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	0,2	0,0	0,5	0,4	0,5	0,2	0,4	5%

Diagonale=volatilità su 206 dati mensili (31 Dic 2007- 28 febbraio 2025); sopra la diagonale=correlazione su 12 dati mensili (28 febbraio 2024 – 28 febbraio 2025); al di sotto della diagonale=correlazione su 206 dati mensili (31 Dic 2007- 28 febbraio 2025). Le volatilità del FI HY e EM HC sono aggiustate per un fattore di 0,3.  
Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Performance storiche

Performance	31.3.2020 - 31.3.2021	31.3.2021 - 31.3.2022	31.3.2022 - 31.3.2023	31.3.2023 - 31.3.2024	31.3.2024 - 31.3.2025
S&P500	53,7%	14,0%	-9,3%	27,9%	6,2%
S&P500 Value	46,4%	10,2%	-2,4%	23,0%	1,1%
S&P500 Growth	57,8%	17,3%	-3,3%	32,2%	9,5%
DAX	51,1%	-4,0%	8,4%	18,3%	20,1%
EUROSTOXX50	40,6%	-0,4%	10,6%	17,8%	3,6%
STOXX 600	34,2%	6,1%	0,4%	12,0%	4,5%
MSCI Japan	40,5%	0,7%	1,5%	40,4%	-1,5%
SMI index	18,6%	10,1%	-8,7%	5,6%	8,5%
FTSE 100	18,4%	11,9%	1,5%	4,2%	8,0%
MSCI EM	55,1%	-13,3%	-13,3%	5,3%	7,4%
MSCI ex Japan	54,2%	-16,1%	-11,0%	1,6%	11,2%
MSCI Australien	31,6%	10,2%	-2,9%	11,0%	0,4%
Topix	39,3%	-0,4%	2,9%	38,2%	-4,0%
MOEX	37,0%	-16,4%	-4,1%	-12,7%	9,9%
CSI 300	44,6%	1,5%	8,4%	28,2%	10,4%
FTSE MIB	26,4%	-1,6%	9,3%	20,0%	19,5%
IBEX	41,2%	-23,7%	-9,4%	36,0%	-6,3%
Hang Seng	20,2%	-22,5%	-7,3%	-18,9%	40,1%
STI	27,6%	7,7%	-4,4%	-1,1%	23,2%
Nifty 50	70,9%	18,9%	-0,6%	28,6%	5,3%
IBOVESPA	59,7%	2,9%	-15,1%	25,7%	3,0%
MEXBOL	36,7%	19,7%	-4,7%	6,4%	-7,3%

Performance	31.3.2020 - 31.3.2021	31.3.2021 - 31.3.2022	31.3.2022 - 31.3.2023	31.3.2023 - 31.3.2024	31.3.2024 - 31.3.2025
JPM EMU 1-10	1,6%	-4,2%	-6,7%	3,5%	3,1%
iBoxx US Treasuries 1-10	-1,3%	-4,1%	-1,4%	1,6%	5,2%
iBoxx EUR Covered	1,2%	-5,8%	-7,9%	4,1%	3,8%
iBoxx EUR Corporates Overall	8,7%	-5,7%	-7,8%	6,8%	4,4%
iBoxx EUR Liquid High Yield	21,2%	-2,4%	-2,7%	9,4%	6,9%
JPM EMBI Global	14,3%	-6,2%	-5,9%	9,5%	6,7%
Bloomberg EM Local Currency Govt	12,2%	-10,6%	-1,6%	5,3%	3,8%
Barclays US Corporate Inv. Grade	8,7%	-4,2%	-5,6%	4,4%	4,7%
Barclays US Corporate HY	23,7%	-0,7%	-3,3%	11,2%	7,8%

Performance	31.3.2020 - 31.3.2021	31.3.2021 - 31.3.2022	31.3.2022 - 31.3.2023	31.3.2023 - 31.3.2024	31.3.2024 - 31.3.2025
Gold	8,3%	13,5%	1,6%	13,2%	40,1%
Crude Oil WTI	188,9%	69,5%	-24,5%	9,9%	-16,9%
Crude Oil Brent	179,4%	69,8%	-26,1%	9,7%	-16,0%
Silver	73,9%	2,1%	-3,2%	3,6%	37,5%
Platinum	62,9%	-16,6%	0,5%	-8,6%	9,5%
Palladium	9,4%	-14,1%	-34,8%	-30,9%	-3,3%
Aluminium	45,0%	57,8%	-30,9%	-3,1%	9,0%
Copper	77,4%	18,1%	-13,3%	-1,4%	10,5%
Nickel	39,9%	99,8%	-25,8%	-29,7%	-2,2%

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 13 marzo 2025.

# Performance per aree geografiche

Indice	2024	2023	Dall'inizio dell'anno	Ultimo trimestre	1 mese	1 anno	2 anni	3 anni	5 anni
MSCI World	17,0%	21,8%	-2,0%	-2,0%	-4,5%	5,7%	30,2%	19,1%	96,2%
S&P 500	23,3%	24,2%	-5,1%	-5,1%	-6,3%	6,2%	35,8%	23,2%	115,9%
STOXX Europe 600	6,0%	12,7%	6,8%	6,8%	-2,7%	5,7%	18,4%	18,9%	69,4%
DAX	18,8%	20,3%	12,8%	12,8%	-0,4%	21,5%	43,7%	55,8%	126,1%
CAC 40	-2,2%	16,5%	7,3%	7,3%	-2,4%	-3,5%	8,1%	18,9%	80,1%
FTSE MIB	12,6%	28,0%	13,3%	13,3%	0,2%	11,5%	42,9%	54,8%	127,2%
IBEX 35	14,8%	22,8%	14,8%	14,8%	-0,3%	20,2%	44,2%	57,6%	96,1%
SMI	4,2%	3,8%	10,7%	10,7%	-1,3%	9,5%	15,6%	5,6%	37,9%
FTSE 100	5,7%	3,8%	5,9%	5,9%	-1,7%	8,9%	13,5%	15,2%	52,7%

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Performance settoriali

	2024	2023	Dall'inizio dell'anno	Ultimo trimestre	1 mese	1 anno	2 anni	3 anni	5 anni
<b>Mondo</b>	<b>17,0%</b>	<b>21,8%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-4,5%</b>	<b>5,7%</b>	<b>30,2%</b>	<b>19,1%</b>	<b>96,2%</b>
Energia	-0,4%	-0,7%	8,5%	8,5%	3,7%	-0,7%	12,1%	16,9%	145,8%
Materiali	-7,5%	11,7%	4,1%	4,1%	-1,6%	-6,1%	2,3%	-8,5%	68,3%
Industria	11,7%	21,2%	2,7%	2,7%	-1,4%	5,0%	30,4%	27,2%	104,8%
Consumer Discretionary	20,4%	33,6%	-9,7%	-9,7%	-7,5%	2,0%	24,9%	7,3%	95,3%
Consumer Staples	3,5%	0,1%	4,6%	4,6%	-1,9%	5,2%	5,1%	3,8%	34,9%
Sanità	-0,1%	2,4%	4,5%	4,5%	-2,7%	-2,5%	9,0%	3,7%	50,0%
Finanziari	23,8%	13,1%	5,6%	5,6%	-2,7%	18,9%	51,1%	32,2%	127,1%
IT	32,2%	52,3%	-11,8%	-11,8%	-8,7%	4,0%	46,9%	36,0%	159,3%
Servizi di comunicazione	32,6%	44,0%	-4,5%	-4,5%	-7,4%	12,4%	54,9%	27,5%	90,8%
Real Estate	-0,6%	6,8%	2,0%	2,0%	-2,9%	2,6%	8,3%	-15,7%	20,7%
Utilities	10,0%	-2,5%	6,1%	6,1%	1,8%	15,9%	13,8%	5,0%	35,0%

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Valutazioni settoriali

	NTM P/E	10y Median	vs. Median	Div Yield	10y Median	vs. Median	P/B	10y Median	vs. Median	RoE	10y Median	vs. Median
<b>World</b>	<b>18,9</b>	<b>17,7</b>	<b>6,7%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,4%</b>	<b>-19,0%</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>36,3%</b>	<b>14,5%</b>	<b>12,1%</b>	<b>19,9%</b>
Energy	13,4	15,9	-15,8%	3,8%	3,9%	-1,2%	1,8	1,6	12,8%	11,6%	7,0%	64,7%
Materials	17,4	16,2	6,9%	2,6%	2,9%	-11,2%	2,1	2,0	4,4%	9,1%	11,0%	-16,7%
Industrials	20,4	18,3	11,6%	1,9%	2,2%	-13,3%	3,9	3,2	23,8%	16,5%	14,4%	14,5%
Consumer Discretionary	21,5	19,5	9,9%	1,3%	1,7%	-24,9%	4,3	3,5	23,8%	16,9%	16,1%	5,0%
Consumer Staples	19,7	20,4	-3,1%	2,8%	2,8%	1,5%	4,7	4,3	9,2%	18,1%	17,9%	1,1%
Health Care	17,4	18,1	-3,7%	2,0%	1,9%	3,7%	4,5	4,2	6,1%	13,0%	15,4%	-15,9%
Financials	14,0	12,6	11,8%	2,9%	3,2%	-8,4%	1,9	1,3	53,0%	12,9%	9,1%	40,9%
IT	34,2	23,4	46,0%	0,7%	1,2%	-40,5%	9,5	6,6	44,9%	24,2%	22,8%	6,3%
Communication Services	18,5	17,4	5,9%	1,3%	1,8%	-29,3%	4,0	2,7	44,4%	17,5%	12,6%	39,2%
Real Estate	27,6	25,2	9,5%	3,6%	3,6%	0,1%	2,0	1,7	17,6%	4,9%	7,8%	-36,9%
Utilities	16,2	16,5	-1,7%	3,6%	3,8%	-4,2%	2,0	1,8	7,9%	11,4%	8,3%	37,0%

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2025.

# Glossario (1/2)

**AUD** è il codice della valuta australiana, il Dollaro Australiano.

La **Bank of England (BoE)** è la Banca Centrale del Regno Unito

La **Bank of Japan (BoJ)** è la Banca Centrale giapponese.

Il **Brent** è una gradazione di petrolio utilizzata come benchmark dei prezzi.

**BRL** è il codice della valuta brasiliana.

**CAD** è il codice valutario del Dollaro canadese

**Caixin** è un gruppo dei media cinese che provvede una gamma di informazioni sul mercato finanziario

**CHF** è il codice valutario del Franco svizzero

**CNY** è il codice valutario dello Yuan cinese.

Il **Consumer Price Index (CPI)** misura il prezzo di un paniere di prodotti e servizi che si basa sul consumo tipico delle famiglie

Il **CSI 300 Index** consiste di 300 azioni (A-Shares) negoziate sui mercati azionari di Shanghai e Shenzhen

Il **saldo delle partite correnti** è la bilancia commerciale, il reddito primario netto o il reddito dei fattori e i trasferimenti di cassa netti

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

Il **U.S. Dollar Index (DXY)** è un indice ponderato basato sul valore del dollaro USA rispetto a un paniere di altre sei valute

**Utili per azione (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.

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

**ESG** sono gli investimenti perseguono obiettivi ambientali, sociali e di gestione societaria

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

**EUR** è il codice della valuta Euro in uso nell'Eurozona

**EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate)** è un tasso di interesse di riferimento determinato dall'Istituto europeo dei mercati monetari (EMMI).

**Euro Short-Term Rate (€STR)** è il tasso debitore overnight medio determinato dalla BCE. La BCE pubblica anche i tassi medi composti €STR.

**EuroStoxx 50 Index** segue l'andamento dei titoli blue-chip dell'Eurozona; lo Stoxx Europe 600 ha una portata più ampia, includendo 600 aziende in 18 paesi dell'Unione Europea.

L'**Eurozona** è formata da 19 Stati membri dell'Unione Europea che hanno adottato l'euro come moneta comune e unica moneta a corso legale.

Il **Fed funds rate** è il tasso di interesse al quale le istituzioni prestano overnight ad altre istituzioni

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

**FTSE 100**, o più colloquialmente noto al Footsie, 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.

Il **FTSE MIB Index** comprende i 40 titoli più scambiati sulla Borsa di Milano

**GBP** è il codice della valuta in uso nel Regno Unito

Il **Global Industry Classification Standard (GICS)** è stato sviluppato da Standard and Poor's e Morgan Stanley Capital International (MSCI) per definire i settori azionari

Il **Prodotto Interno Lordo (PIL o GDP in inglese)** è il valore monetario di tutti i prodotti finiti e servizi prodotti all'interno dei confini di un Paese in un determinato periodo di tempo.

L'**Hang Seng Index (HSI)** include le 50 società più grandi quotate alla Borsa di Hong Kong

**Obbligazioni High yield (HY)** sono obbligazioni ad alto rendimento con un rating creditizio inferiore rispetto alle obbligazioni societarie investment grade, ai buoni del Tesoro e alle obbligazioni municipali.

**Indice Ifo** misura la fiducia e le aspettative delle imprese in Germania e in altre economie

**INSEE** (Institut national de la statistique et des études économiques) è l'ufficio nazionale di statistica Francese

L'**I/B/E/S (Institutional Brokers' Estimate System)** di Refinitiv raccoglie e compila le diverse stime effettuate dagli analisti di borsa sui guadagni futuri per le società quotate in borsa.

**Investment grade (IG)** rating di un'agenzia come Standard & Poor's indica che un'obbligazione ha un rischio di insolvenza relativamente basso.

# Glossario (2/2)

**ISM Purchasing Manager Index**, pubblicato dall'Institute for Supply Management, misura l'attività economica valutando il sentiment tra i responsabili degli acquisti.

**ISM Manufacturing Index** si basa su un'indagine presso le aziende manifatturiere dell'Institute for Supply Management.

**JPY** è il codice valutario dello Yen giapponese.

**KRW** è il codice valutario del Won coreano

La **mediana** è il punto dati che si trova al centro di un intervallo di dati.

Il **Peso Messicano (MXN)** è la valuta del Messico

L'**MSCI AC World Index** comprende società a grande e media capitalizzazione in 23 Paesi sviluppati e 23 mercati emergenti

L'**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

**MSCI Australia** è progettato per misurare le performance dei segmenti large e mid cap del mercato australiano

**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

**MSCI Japan** è progettato per misurare le performance dei segmenti large e mid cap del mercato giapponese. Con 319 componenti, l'indice copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante in Giappone

Il **NIFTY 50** è un indice azionario indiano di riferimento che rappresenta la media ponderata di 50 titoli in 12 settori.

**NOK** è il codice valutario della Corona Norvegese

**NTM** sta per i prossimi dodici mesi nel contesto degli utili e quindi del rapporto prezzo/utili

**Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC)** è un'organizzazione internazionale con il mandato di "coordinare e

La **People's Bank of China (PBoC)** è la Banca Centrale della Cina

**Price/book (P/B)** il rapporto misura il prezzo delle azioni di una società rispetto agli asset tangibili

Il rapporto **prezzo/utili (P/E)** misura il prezzo corrente delle azioni di una società rispetto ai suoi utili per azione. In questo contesto, LTM si riferisce ai guadagni degli ultimi dodici mesi

**Producer price inflation (PPI)** misura la variazione dei prezzi ricevuti dai produttori (ad esempio le imprese) per la loro produzione

**Purchasing manager indices (PMI)** forniscono un indicatore della salute economica del settore manifatturiero e si basano su cinque indicatori principali: nuovi ordini, livelli di inventario, produzione, consegne dei fornitori e ambiente occupazionale. Il PMI composito include sia il settore manifatturiero che quello dei servizi. Possono essere pubblicati dal settore pubblico o da agenzie private (es. Caixin, Nikkei)

**Repo rates** sono pagati su accordi in base ai quali un mutuuario vende titoli a un prestatore ma si impegna a riacquistarli (repo) in futuro. Possono essere utilizzati dalle banche centrali per influenzare il livello dei depositi presso di loro, con impatto sui tassi di interesse complessivi

**S&P 500** è un indice ponderato per il valore di mercato e uno dei parametri di riferimento comuni per il mercato azionario statunitense; altri indici S&P includono società a piccola capitalizzazione con capitalizzazione di mercato compresa tra \$ 300 milioni e \$ 2 miliardi e un indice di società a media capitalizzazione. I prodotti di investimento basati sull'S&P 500 includono fondi indicizzati e fondi negoziati in borsa sono disponibili per gli investitori

**SEK** è il codice valutario della Corona svedese

**SGD** è il codice valutario del Dollaro di Singapore

**SMI** è lo Swiss Market Index (SMI) comprende 20 titoli a grande e media capitalizzazione

Uno **spread** è la differenza tra il rendimento quotato di due investimenti, più comunemente utilizzato per confrontare i rendimenti obbligazionari

**TOPIX** fa riferimento al Tokyo Stock Price Index.

**SOFR (Secured Overnight Financing Rate)** è un tasso overnight medio pubblicato dalla Federal Reserve Bank di New York, che intende fornire un'alternativa al tasso Libor in USD come tasso di interesse di riferimento.

**Swap/swap rate** definisce le operazioni di cambio in diverse varianti, come interest rate swap, foreign exchange swap, credit default swap. Nei mercati dei cambi, i tassi swap vengono utilizzati per descrivere la differenza tra il tasso a termine e quello a pronti di una valuta, in base al tasso a pronti.

Il **TPI** (Transmission Protection Instrument) è un'aggiunta agli strumenti della BCE e può essere attivato per contrastare dinamiche di mercato ingiustificate e disordinate che rappresentano una seria minaccia alla trasmissione della politica monetaria nell'Area dell'Euro. Fatto salvo il rispetto dei criteri stabiliti, l'Eurosistema sarà in grado di effettuare acquisti sul mercato secondario di titoli emessi in giurisdizioni che subiscono un deterioramento delle condizioni di finanziamento non giustificato dai fondamentali specifici del Paese, per contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione nella misura necessaria. L'entità degli acquisti sotto il TPI dipenderebbe dalla gravità dei rischi che incombono sulla trasmissione della politica monetaria. Gli acquisti non sono vincolati ex ante.

**Treasury** sono obbligazioni emesse dal Governo degli USA

**TRY** è il codice valutario della Lira turca

**USD** è il codice valutario del Dollaro USA

**WTI** è una gradazione di petrolio utilizzata come benchmark di prezzo

**IVA** (o **VAT** in inglese) imposta riscossa sul valore aggiunto in ogni fase del processo produttivo

# Informazioni importanti (1/4)

## 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 attonano 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 accurate 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

# Informazioni importanti (2/4)

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 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) 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), e dalla Banca Centrale Tedesca ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14, 60431 Francoforte sul Meno (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.

# Informazioni importanti (3/4)

## 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.

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.

# Informazioni importanti (4/4)

## 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.

## 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.

© 2025 Deutsche Bank AG. Tutti i diritti riservati.