

# PERSPECTIVES

OUTLOOK MACRO E DI MERCATO

Giugno 2025

**MACRO**

Accordi bilaterali &  
spesa pubblica

**OBBLIGAZIONARIO**

Politiche fiscali al  
centro dell'attenzione

**AZIONARIO**

Recupero completato, ma  
c'è spazio per nuovi rialzi





## Lettera agli investitori



Christian Nolting  
CIO Globale

# Nuovo impeto per gli investitori

Dinamismo economico, prospettive di inflazione in calo e consumi domestici solidi: fino a poco tempo queste caratteristiche erano attribuite soprattutto agli Stati Uniti. Ma i tempi sono cambiati e ora la prima economia mondiale deve affrontare delle sfide che si è autoimposta. Al contrario, lo scenario dell'Eurozona è migliorato, seppure anche da questo lato dell'oceano, ed in particolare in Germania, le esportazioni subiranno un rallentamento in seguito ai dazi statunitensi.

Il periodo di massima incertezza sulle politiche commerciali dovrebbe alle spalle. Ma l'impatto economico e finanziario è tutto al di fuori che chiaro. In questo contesto, crediamo che la crescita dell'Europa e degli Stati Uniti andrà verso una convergenza da entrambe le direzioni. Anche se non ci sono vincitori durante le guerre commerciali, l'economia statunitense dovrebbe essere più penalizzata dai dazi che si è autoinflitta.

Sui mercati finanziari si sta delineando uno scenario più bilanciato. Tutti i maggiori indici azionari hanno registrato un recupero dopo le perdite accumulate dalla dichiarazione dei "dazi reciproci" da parte del Presidente Trump all'inizio di aprile. Il recupero è avvenuto grazie alla sospensione dei dazi arrivata soltanto una settimana dopo il loro annuncio. La risalita degli indici azionari è avvenuta anche negli Stati Uniti dove i mercati sono stati aiutati dalla crescita degli utili del settore tecnologico, un settore che è meno esposto ai dazi rispetto all'economia reale. Nei prossimi 12 mesi, ci aspettiamo nuovi rialzi, nel range intermedio della singola cifra, per i mercati statunitensi, europei, giapponesi e quelli emergenti. Ma la volatilità rimarrà molto elevata.

Quali sono le implicazioni di questo contesto per gli investitori? Fondamentalmente, crediamo che abbia senso rivalutare la composizione dei propri portafogli. Questo perché i flussi di capitale degli ultimi anni verso il mercato statunitense dovrebbero diminuire e quindi offrire opportunità per una maggiore diversificazione a livello regionale, per esempio, per un portafoglio di investimento a lungo termine basato su un'allocazione strategica degli investimenti che include una gestione attiva della duration. Questo potrebbe tradursi in un investimento in titoli azionari tedeschi al fianco delle azioni della tecnologia negli Stati Uniti, così come obbligazioni societarie di qualità in EUR.

Dateci la possibilità di sviluppare per voi una strategia di investimento personalizzata.

Christian Nolting  
CIO Globale



# Macro: Accordi bilaterali & spesa pubblica

- 
- Crescita: USA in rallentamento ed Eurozona in recupero.
  - Dazi: ancora poca visibilità, nessun vincitore ma il consumatore USA sarà il più penalizzato.
  - Politica fiscale: non è tempo di austerità.
- 

Nel Q1, l'economia **USA** si è contratta ad un ritmo annualizzato dello 0,2%, in contrasto con la crescita solida del 2,8% dell'anno scorso. Un aumento delle importazioni da parte delle aziende e dei consumatori in vista dei dazi più elevati ha contribuito al rallentamento. Il periodo di massima incertezza sul fronte commerciale dovrebbe essere alle spalle, ma i possibili impatti economici non sono ancora chiari. Il deterioramento del sentiment delle famiglie e delle imprese a causa delle continue giravolte di Trump sui dazi lascia intendere un possibile rallentamento. Dopo gli accordi commerciali preliminari con Regno Unito e Cina, di recente ci sono stati dei disaccordi con altri partner commerciali di rilievo. Nelle ultime settimane, inoltre, l'attenzione del mercato si è spostata anche sulla legge fiscale del Presidente Trump. Se dovesse essere approvata dal Congresso, la spesa pubblica elevata dovrebbe aiutare a stabilizzare la crescita statunitense all'1,2% nel 2025 e all'1,3% nel 2026.

Con l'imposizione dei dazi prevediamo un aumento delle pressioni sui prezzi durante la H2 2025. L'inflazione dovrebbe raggiungere il 3,3% nel 2025 e rimanere al 3,2% nel 2026. Se il mercato del lavoro rimane solido, la Fed manterrà un atteggiamento prudente (per mantenere ancorate le aspettative di inflazione ed evitare effetti di second'ordine) e allenterà la politica monetaria solo gradualmente fino al 3,25%-3,50% entro la fine di giugno del 2026.

Il PIL dell'**Eurozona** è cresciuto dello 0,3% QoQ nel Q1. La domanda domestica è stata buona e la discesa dell'inflazione insieme ai minori costi di finanziamento dovrebbe stimolare la crescita. Se da un lato le tensioni commerciali bilaterali tra Bruxelles e Washington stanno

pesando sul sentiment delle aziende, la politica fiscale espansiva legata alla spesa per la difesa dell'UE e al rilassamento dei vincoli di bilancio in Germania dovrebbe gradualmente dispiegare i suoi effetti nei prossimi trimestri e sostenere una crescita del PIL pari all'1,1% nel 2025 e all'1,4% nel 2026. I costi dell'energia più bassi e un rafforzamento dell'EUR dovrebbero mantenere l'inflazione vicina al target della BCE del 2% sia quest'anno che l'anno prossimo e consentire alla BCE altri due tagli dei tassi nell'arco dei prossimi quattro trimestri portando i tassi di interesse all'1,75%

L'**economia giapponese** dovrebbe riprendersi durante la seconda metà dell'anno. La crescita dei salari dovrebbe sostenere la domanda domestica e controbilanciare la discesa di quella estera. Per il 2025, prevediamo una crescita del PIL dello 0,9% ed un'inflazione del 3,0%. Uno scenario che permetterà alla BoJ di alzare i tassi di interesse entro metà 2026 dallo 0,5% all'1,0%. L'aumento dei costi di finanziamento dovrebbe ridurre l'inflazione successivamente nel corso del 2026 al 2,0% ma al costo di una minore crescita (0,7%).

In **Cina**, la recente de-escalation commerciale ha alimentato la possibilità di un accordo con Washington. Per mitigare l'impatto dei dazi USA e stimolare il consumo interno, Pechino si affiderà alla spesa pubblica e ad un allentamento moderato della politica monetaria. Queste manovre, però, dovrebbero incrinare almeno in parte i tentativi di ridurre l'eccesso di offerta di beni e influenzare la dinamica dei prezzi e della crescita. L'obiettivo del 5% di crescita sembra sfidante. Prevediamo una crescita reale del PIL al 4,0% nel 2025 e un rallentamento al 3,8% nel 2026.



# Obbligazionario: Politiche fiscali al centro dell'attenzione

- I rendimenti dei titoli di Stato dovrebbero rimanere elevati di fronte a pressioni fiscali e "term premium" in aumento.
- Il mercato del credito è solido, con buoni fondamentali e rendimenti attraenti.
- I rischi geopolitici rimangono poco prezziati e potrebbero far salire gli spread dei mercati emergenti.

Le discussioni sulla legge fiscale negli Stati Uniti, che dovrebbe confermare la spesa pubblica elevata e sollevare dubbi sulla sostenibilità a lungo termine del debito, hanno tenuto i rendimenti dei **Treasury USA** su livelli elevati. I "bond vigilantes" rimarranno in allerta, spingendo i rendimenti al rialzo in seguito ai deficit fiscali molto elevati. La volatilità dei rendimenti alimenterà l'incertezza offuscando le aspettative sulla politica monetaria. Nel frattempo, i rischi sul fronte fiscale e inflattivo hanno fatto salire i "term premium" dal momento che gli investitori richiedono una maggiore remunerazione per detenere titoli a lunga scadenza. Questo contesto dovrebbe perdurare, mantenendo rendimenti e volatilità elevati per i Treasury (giugno 2026, target Treasury USA a 10 anni: 4,50%; target Treasury USA a 2 anni: 3,75%).

Gli investitori internazionali potrebbero riallocare i propri portafogli verso il Bund grazie ai buoni rendimenti offerti agli investitori USA dai **titoli di Stato tedeschi** a lunga scadenza una volta coperti per il rischio di cambio e dopo che la domanda di Treasury come bene rifugio è stata messa in dubbio. Tuttavia, l'offerta massiccia di Bund per finanziare la spesa per la difesa, le infrastrutture e i piani di rinnovamento strutturale dell'economia tedesca aumenteranno la pressione al rialzo (giugno 2026, target Bund a 10 anni: 2,50%; target Bund a 2 anni: 1,60%).

I **rendimenti dei titoli di Stato italiani** continueranno a beneficiare della maggiore cooperazione all'interno dell'UE di fronte al conteso di tensioni geopolitiche. Il

quadro macro domestico è resiliente e le prospettive sono stabili, favorendo un basso livello per lo spread italiano.

Il mercato del credito **Investment Grade (IG)** ha recuperato dopo l'allargamento degli spread avvenuto con l'annuncio dei dazi. I rendimenti attraenti e un quadro tecnico buono supportano il credito USD IG. In Europa, il mercato EUR IG è ancora interessante, considerato l'outlook di crescita positivo, soprattutto in Germania. Entrambi i mercati sono ben supportati e il sentiment degli investitori verso l'asset class è favorito dai fondamentali societari buoni e la qualità del credito. Gli investitori dovrebbero continuare a considerare positivamente l'opportunità di reddito offerta da questo segmento.

Anche il mercato dei titoli **high yield (HY)** ha recuperato terreno dopo il "Liberation Day", con un'emissione significativa accompagnata da una domanda stabile sia negli Stati Uniti che in Europa. Il mercato USD HY offre un rendimento complessivo del 7,5% e un profilo di scadenze gestibile, mentre in Europa il segmento EUR HY è soggetto a rischi politici e settoriali. I tassi di default dovrebbero salire moderatamente. Anche se gli spread dovessero allargarsi dai livelli correnti a causa dell'incertezza, i rendimenti complessivi offrono un'opportunità attraente da un punto di vista storico.

Gli **spread di titoli di Stato dei mercati emergenti (EM)** sono vulnerabili alle manovre imprevedibili di Trump sul fronte commerciale, che aggiungono incertezza geopolitica ed economica. I livelli attuali degli spread sono troppi contenuti per riflettere questi rischi di breve termine e potrebbero quindi essere soggetti ad un allargamento se gli investitori dovessero rivalutare i fondamentali e la direzione delle politiche.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a giugno 2025.



# Azionario: Recupero completato, ma c'è spazio per nuovi rialzi

- L'outlook per i mercati azionari è ancora positivo ma con volatilità.
- Gli utili delle società USA sono solidi, con record di riacquisto di azioni proprie e capex guidate dall'IA.
- Possibilità di nuovi rialzi in Europa, EM e Giappone – prevalentemente grazie agli utili aziendali.

I mercati azionari hanno registrato un forte recupero dopo che il Governo USA, il 9 aprile, ha deciso di sospendere i cosiddetti dazi reciproci. Il posizionamento degli investitori è passato da essere in sottopeso ad un territorio di neutralità grazie ai minori rischi di un rallentamento economico causato dai dazi, un miglioramento nelle condizioni finanziarie, la volatilità in calo e i buoni utili aziendali evidenziati durante la stagione delle trimestrali. Tutti i principali indici azionari ha recuperato terreno dopo le perdite innescate dal “Liberation Day”.

Crediamo ci sia la possibilità di nuovi e ulteriori rialzi nei prossimi 12 mesi, seppur non mancherà la volatilità di fronte ai rischi di una nuova eventuale escalation commerciale o nel caso in cui i dati macroeconomici dovessero indebolirsi in maniera significativa e alimentare i rischi di una recessione. Gli investitori devono prepararsi a settimane e mesi che si prospettano volatili. Al momento attuale, le valutazioni non sembrano riflettere alcuna preoccupazione sulla crescita economica, per cui prevediamo vi sia un margine limitato per un'espansione dei multipli. Detto ciò, il miglioramento recente della fiducia dei consumatori dimostra come la situazione sia fragile e possa muoversi in entrambe le direzioni. Per questo motivo, raccomandiamo un'allocazione azionaria ben diversificata su aree geografiche e settori.

Negli USA, gli utili delle aziende sono stati di nuovo resilienti nel Q1. Su base annua, sono cresciuti del 14% per l'**S&P 500**, superando le aspettative di 6,5 pp e con tre società su quattro che hanno pubblicato dei risultati migliori delle

attese. Molte aziende hanno confermato i propri piani di spesa per investimenti, in particolare le cosiddette hyperscalers, che in alcuni casi non soltanto hanno confermato le spese per l'IA ma le hanno addirittura aumentate. I riacquisti di azioni proprie (buyback), inoltre, sono stati su livelli record grazie alla solidità dei bilanci. In soli tre mesi, sono stati annunciati buyback per USD500bn. Alla luce di questi sviluppi, siamo fiduciosi che l'S&P 500 nei prossimi 12 mesi possa registrare un guadagno tra la parte intermedia e alta della singola cifra e per questo abbiamo alzato il nostro target a 6.100 punti.

Dall'inizio dell'anno, gli indici azionari europei stanno registrando tra le migliori performance a livello globale, grazie ad un'economia in ripresa, ai tagli dei tassi della BCE, ai prezzi energetici in calo e alle aspettative di una maggiore spesa pubblica. Prevediamo vi siano ulteriori rialzi, in particolare anche perché scambiano ancora ad uno sconto importante rispetto alle controparti USA che non crediamo sia più giustificato. Il nostro nuovo target per lo **STOXX Europe 600** è di 570 punti.

Anche i mercati emergenti offrono possibilità di rialzi, supportati da un dollaro debole e più accordi commerciali con gli USA. Prevediamo che l'indice **MSCI Emerging Markets** raggiunga i 1.220 punti entro i prossimi 12 mesi. Guardando al Giappone, dove le revisioni degli utili aziendali sono state migliori rispetto al resto del mondo, crediamo ci siano opportunità di rialzi ma più limitati. Le revisioni al rialzo sulla crescita degli utili dovrebbero essere controbilanciate dall'apprezzamento della divisa, l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato e un'inflazione in crescita. Abbiamo rivisto soltanto di poco il nostro target sull'indice **MSCI Japan** a 1.720 punti.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a giugno 2025.



# Materie prime: L'oro mantiene i suoi progressi

- L'oro continua a trovare il supporto della guerra commerciale e i timori in materia di debito pubblico.
- Il conflitto commerciale influisce sulle prospettive di rialzo del rame.
- L'OPEC+ riduce i tagli alla produzione, ma il petrolio sembra aver raggiunto un minimo.

Dopo aver raggiunto un massimo storico a USD3.500 l'oncia il 22 aprile, i prezzi dell'**oro** sono scesi del 12% circa quando è stata annunciata una tregua temporanea all'escalation commerciale tra USA e Cina. Le posizioni lunghe sui mercati dei futures sono state ridotte parecchio. Tuttavia, la domanda di oro fisico da parte delle Banche Centrali continua ad essere solida così come quella degli investitori asiatici. Il contesto di incertezza sulle tariffe commerciali USA che farà seguito alla loro sospensione e il possibile impatto sull'economia, ma anche le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito pubblico, specialmente in US, continua a spingere gli investitori verso l'oro in qualità di bene rifugio. In futuro, è probabile ci saranno altre occasioni di prese di beneficio e temporanee discese dei prezzi. Ma l'oro come strumento di copertura da eventuali rallentamenti continuerà a tenere la domanda su livelli sostenuti. Prevediamo l'oro a USD3.700 l'oncia entro giugno 2026.

Negli ultimi mesi i prezzi del **rame** hanno subito delle distorsioni a causa delle possibili tariffe sulle sue importazioni. I prezzi sulle borse statunitensi sono stati più elevati rispetto al prezzo di riferimento quotato al LME. A parte queste anomalie, i prezzi del rame al LME sono stati influenzati dal possibile impatto sulla crescita economica derivante dalle restrizioni commerciali, sebbene gli indicatori della domanda fisica di rame indicano che sia sostenuta al momento. Il dollaro debole e l'offerta limitata sono buoni presupposti per il prezzo del rame (target a giugno 2026 del rame: USD 9.590/t).

I prezzi del **petrolio** sono rimasti bassi, inficiati dalle possibili ripercussioni sulla domanda delle tensioni commerciali legate alle tariffe USA. L'OPEC+ ha aggiunto ulteriore pressione ai prezzi riducendo i suoi tagli volontari alla produzione di circa 2,2 milioni di barili al giorno con l'aggiunta di nuove quote mensili alla produzione. I prezzi del petrolio sono scesi vicino ai livelli di pareggio per buona parte dei produttori di greggio americano, limitando quindi la loro capacità di aumentare la produzione. Questo dovrebbe far sì che l'offerta di petrolio da parte dei Paesi non-OPEC+ rallenti dai livelli dell'anno scorso. Tuttavia, è difficile pensare che sia in grado di prevenire l'eccesso di offerta sul mercato sia quest'anno che l'anno prossimo. L'offerta da parte dell'Iran rimane una variabile sotto osservazione ma di difficile previsione su cui le notizie, però, finora sono state bilanciate tra esiti positivi e negativi per la sua produzione di petrolio (target giugno 2026 Brent: USD 65 al barile).

Come molti altri attivi rischiosi, i prezzi del **carbonio** sono andati sotto pressione nei giorni seguenti il 2 aprile insieme ai prezzi dei combustibili fossili. Tuttavia, crediamo che i prezzi risalgano gradualmente in vista dell'anno prossimo, quando il surplus di offerta di crediti diminuirà. I settori coperti dal Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM) vedranno la propria allocazione venire meno. Inoltre, finirà il periodo di attuazione per il settore marittimo che dovrà restituire il 100% delle proprie emissioni garantite (anziché il 70% in precedenza).

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a giugno 2025.



# Tassi di cambio: Ancora venti contrari per il USD

- USD sotto pressione tra dazi e timori sul debito.
- Domanda per l'EUR nonostante le tensioni commerciali.
- Il JPY rimane un bene rifugio. La Cina cercherà di evitare un forte deprezzamento del CNY.

**USD:** A differenza di quanto si poteva pensare, il USD non si è rafforzato dopo l'implementazione dei dazi USA. Le preoccupazioni sugli impatti delle tariffe su fiducia dei consumatori ed economia reale hanno sopraffatto i possibili effetti inflattivi. Inoltre, si sta discutendo la riforma delle tasse negli USA e se sarà implementata come da programma farà salire di molto il debito pubblico. Gli investitori, quindi, hanno richiesto un aumento del premio al rischio per detenere i Treasury USA a lunga scadenza. Il rendimento del titolo a 30 anni è salito fino al 5,15%. La narrativa del mercato supporta l'idea che gli USA vogliano avere una divisa debole per supportare le proprie esportazioni e che gli investitori stranieri possano ridurre i Treasury USA in loro possesso.

L'EUR dovrebbe beneficiare dell'opportunità di diversificazione che offre. La crescita economica, inoltre, è attesa migliorare dal 2026 grazie al piano di spesa fiscale per le infrastrutture in Germania. Non ci aspettiamo che il USD perda il suo ruolo di "valuta di riserva mondiale" nel prossimo futuro, né che sarà soggetto ad un'eccessiva svalutazione. Ma gli ingenti flussi che si sono mossi verso il USD negli ultimi anni potrebbero lasciare spazio agli investitori per una diversificazione. Prevediamo l'EUR/USD a 1,18 entro la fine di giugno 2026.

**GBP:** Nel Regno Unito, i dati economici pubblicati nel Q1 hanno superato le aspettative, ma l'inflazione si è dimostrata più persistente del previsto. La BoE, pertanto, rimarrà cauta sui prossimi tagli dei tassi. Il Paese è stato il primo a siglare un accordo commerciale con gli USA, riducendo il rischio di un'escalation commerciale.

Guardando a fine 2026, prevediamo che il GBP si apprezzi e il GBP/USD raggiunga l'1,40.

**JPY:** Il Giappone potrebbe essere uno dei Paesi più colpiti dai dazi alle importazioni USA. Un accordo sarebbe quindi importante. Gli aumenti dei salari, i ricavi turistici record e il tasso di inflazione più alto di qualsiasi Paese del G10 giustificerebbero nuovi aumenti dei tassi di interesse da parte della BoJ. Tuttavia, i commenti degli esponenti della BoJ sono rimasti molto cauti nell'ultimo periodo. Ciò nonostante, i rendimenti dei JGB a 30 e 40 anni hanno raggiunto un massimo storico. Questo potrebbe portare gli investitori giapponesi a rimpatriare investimenti dagli USA, esercitando una pressione al rialzo sullo JPY insieme al suo status di valuta "rifugio sicuro". Pertanto, prevediamo che il cambio USD/JPY raggiunga 130 alla fine di giugno 2026.

**CNY:** La Cina ha prevenuto una svalutazione importante del CNY, anche quando gli USA avevano imposto dazi del 145% sui beni cinesi. Apparentemente, Pechino non vuole alienare gli investitori stranieri. Il CNY è tornato a un massimo degli ultimi sei mesi di recente. I dati economici rimangono contrastati, motivo per cui è probabile che Pechino annunci ulteriori stimoli fiscali nei prossimi mesi. Tuttavia, il CNY dovrebbe deprezzarsi lievemente. Il nostro target per la fine di giugno 2026 è USD/CNY7,30.



Appendice

# Previsioni Macroeconomiche

	2025	2026	Consensus 2025 (BBG*)
<b>Crescita del PIL (%)</b>			
Stati Uniti <sup>1</sup>	1,2	1,3	1,4
Eurozona	1,1	1,4	0,8
Germania	0,3	1,6	0,0
Francia	0,6	1,2	0,9
Italia	0,4	0,8	0,8
Spagna	2,2	2,0	1,8
Giappone	0,9	0,7	1,0
Cina	4,0	3,8	4,2
Mondo	2,8	2,9	2,8

<b>Inflazione (%)</b>			
Stati Uniti	3,3	3,2	3,2
Eurozona	2,1	2,0	2,1
Germania	2,3	2,1	2,2
Giappone	3,0	2,0	2,7
Cina	0,0	1,0	0,4

<b>Tasso di disoccupazione (%)</b>			
Stati Uniti	4,4	4,7	4,4
Eurozona	6,3	6,3	6,4
Germania	6,1	5,8	6,3
Giappone	2,4	2,4	2,5
Cina <sup>2</sup>	5,3	5,1	5,1

<b>Saldo di Bilancio (in % del PIL)</b>			
Stati Uniti	-6,8	-6,8	-6,5
Eurozona	-3,4	-4,0	-3,3
Germania	-2,5	-3,2	-2,9
Giappone	-3,5	-3,0	-3,6
Cina <sup>3</sup>	-9,0	-8,0	-5,6

\*Consensus di Bloomberg. <sup>1</sup>Per gli USA, la crescita del PIL Q4/Q4 % è pari a 2,2% nel 2025 e a 1,7% nel 2026. <sup>2</sup>Tasso di disoccupazione urbana (fine periodo), non confrontabile con i dati di consenso. <sup>3</sup>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 27 maggio 2025.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a giugno 2025.



Appendice

# Previsioni per asset class a giugno 2026

## Rendimenti di mercato (obbligazioni governative) in percentuale

Stati Uniti (Treasury a 2 anni)	3,75
Stati Uniti (Treasury a 10 anni)	4,50
Stati Uniti (Treasury a 30 anni)	4,70
Germania (Schatz a 2 anni)	1,60
Germania (Bund a 10 anni)	2,50
Germania (Bund a 30 anni)	3,00
Regno Unito (Gilt a 10 anni)	4,20
Giappone (JGB a 2 anni)	1,00
Giappone (JGB a 10 anni)	1,80

## Tassi di riferimento in percentuale

Stati Uniti (Federal Fund Rate)	3,25–3,50
Eurozona (Tasso sui depositi)	1,75
Regno Unito (Tasso base)	3,50
Giappone (Tasso overnight)	1,00
Cina (Tasso di finanziamento ad 1 anno)	2,60

## Tassi di cambio

EUR vs. USD	1,18
USD vs. JPY	130
EUR vs. JPY	153
EUR vs. CHF	0,95
EUR vs. GBP	0,84
GBP vs. USD	1,40
USD vs. CNY	7,30

## Indici azionari

Stati Uniti (S&P 500)	6.100
Germania (DAX)	25.600
Eurozona (EURO STOXX 50)	5.600
Europa (STOXX 600)	570
Giappone (MSCI Japan)	1.720
Svizzera (SMI)	12.500
Regno Unito (FTSE 100)	8.800
Mercati emergenti (MSCI EM)	1.220
Asia escluso Giappone (MSCI Asia ex. Japan)	790
Australia (MSCI Australia)	1.600

## Materie prime in USD

Oro (oncia)	3.700
Petrolio (Brent spot, al barile)	63
Rame (tonnellata)	9.590
Quote di carbonio Eurozona (Carbonio spot)	75

## Spread (Obbligazioni societarie e emergenti) in pb

EUR IG Corp	90
EUR HY	360
USD IG Corp	90
USD HY	350
Credito Asia	150
Titoli sovrani mercati emergenti	360

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati al 27 maggio 2025.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a giugno 2025.



## Appendice

# Performance storica

	28.05.2020– 28.05.2021	28.05.2021– 28.05.2022	28.05.2022– 28.05.2023	28.05.2023– 28.05.2024	28.05.2024– 28.05.2025
<b>Performance</b>					
S&P 500	38,8%	-1,1%	1,1%	26,2%	11,0%
STOXX Europe 600	26,3%	-1,1%	3,9%	12,5%	5,8%
MSCI EM	47,1%	-23,3%	-6,7%	11,8%	7,0%
EURO STOXX 50	31,5%	-6,4%	13,9%	16,0%	6,9%
SMI	15,1%	1,9%	-1,8%	3,7%	2,8%
DAX	31,7%	-6,8%	10,5%	16,9%	28,7%
FTSE 100	12,9%	8,0%	0,6%	8,2%	5,7%
MSCI Japan	25,2%	-2,7%	13,2%	30,4%	-1,2%
MSCI Australia	23,4%	0,3%	-0,6%	9,9%	7,2%
MSCI Asia ex. Japan	47,2%	-22,3%	-6,5%	11,6%	7,7%
Stati Uniti (Treasury a 2 anni)	0,2%	-2,3%	-0,8%	3,5%	5,7%
Stati Uniti (Treasury a 10 anni)	-5,7%	-9,0%	-4,7%	-2,2%	4,9%
Stati Uniti (Treasury a 30 anni)	-14,8%	-15,2%	-13,6%	-7,7%	-1,1%
Germania (Schatz a 2 anni)	-0,8%	-1,7%	-2,3%	2,0%	3,7%
Germania (Bund a 10 anni)	-1,9%	-9,5%	-10,8%	2,3%	-4,2%
Germania (Bund a 30 anni)	-9,8%	-20,8%	-31,5%	0,5%	-4,2%
Regno Unito (Gilt a 10 anni)	-5,3%	-8,1%	-16,2%	5,6%	1,3%
Giappone (JGB a 2 anni)	-0,1%	-0,2%	0,0%	-0,5%	0,0%
Giappone (JGB a 10 anni)	-0,4%	-1,1%	1,8%	-4,8%	-3,3%
EUR vs. USD	10,1%	-12,2%	0,1%	1,4%	3,9%
USD vs. JPY	2,0%	15,8%	10,6%	11,6%	-7,7%
EUR vs. JPY	12,3%	1,6%	10,7%	13,3%	-4,1%
EUR vs. CHF	2,8%	-6,5%	-5,4%	2,1%	-5,7%
EUR vs. GBP	-4,3%	-1,2%	2,2%	-2,0%	-1,5%
GBP vs. USD	15,1%	-11,2%	-2,1%	3,5%	5,5%
USD vs. CNY	-10,9%	5,2%	5,4%	2,6%	-0,7%
Oro (oncia)	10,0%	-2,3%	4,8%	21,4%	40,0%
Petrolio (Brent spot, al barile)	97,3%	71,5%	-35,6%	9,4%	-22,9%
Rame (tonnellata)	93,2%	-7,8%	-14,3%	28,1%	-7,4%

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream. Dati al 28 maggio 2025.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a giugno 2025.



## Glossario

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.

I **Bund** sono i titoli di Stato della Repubblica federale di Germania.

**CHF** è la sigla che identifica il franco svizzero.

**CNY** è la sigla che identifica lo yuan cinese.

L'indice dei prezzi al consumo (ingl., **Consumer Price Index, CPI**) misura il prezzo di un paniere di prodotti e servizi basato sul consumo tipico di una famiglia privata.

Il **DAX** è l'indice del mercato azionario delle blue-chip tedesche composto dalle 40 principali società.

Un mercato sviluppato (ingl. **developed market, DM**) è un paese economicamente avanzato.

Un mercato emergente (ingl. **emerging market, EM**) fa riferimento ad un paese emergente, ossia un paese presenta fattori di efficienza, liquidità e altro, simili ai mercati sviluppati a che non soddisfa tutti i criteri.

**EUR** è la sigla che identifica l'euro.

L'indice **EuroStoxx 50** segue la performance delle azioni blue-chip nell'Eurozona.

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

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

Il **Federal Funds Rate** è il tasso di interesse a cui le istituzioni finanziarie possono prestare overnight ad altre istituzioni depositarie.

Il **FTSE 100** replica la performance delle 100 maggiori società quotate alla London Stock Exchange.

Il **G10** è composto da Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti.

**Gli effetti di second'ordine** (nel contesto dell'inflazione) si riferiscono agli effetti indiretti di un aumento dei prezzi, ad esempio sui livelli futuri dei salari.

Le obbligazioni **high yield (HY)** sono obbligazioni a più alto rendimento con un rating creditizio inferiore rispetto alle obbligazioni societarie investment grade, ai buoni del Tesoro e alle obbligazioni municipali.

Gli **hyperscalers** sono data center di molto grandi dimensioni che utilizzano sistemi informatici distribuiti per fornire alle aziende servizi commerciali in modo flessibile e scalabile.

L'**intelligenza artificiale (IA)** nella scienza informatica si riferisce a programmi e algoritmi informatici in grado di replicare abilità umane come l'apprendimento, la risoluzione dei problemi o la presa di decisioni.

Un rating **investment grade (IG)** da parte di un'agenzia di rating come Standard & Poor's indica che un'obbligazione è considerata con un rischio di insolvenza relativamente basso.

**JGB** si riferisce ai titoli di stato giapponesi, ovvero un'obbligazione emessa dal governo del Giappone.

**JPY** è la sigla che identifica lo yen giapponese.

Il **livello di pareggio** indica il livello al quale i costi equivalgono ai guadagni per un determinato prodotto.

La **London Metal Exchange (LME)** è un importante centro per il commercio dei metalli industriali.



## Glossario

Il **meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere** (ingl., **carbon border adjustment mechanism o CBAM**) è uno strumento politico che l'UE sta introducendo per prevenire la fuga di carbonio imponendo un prezzo sul carbonio sui beni importati da paesi con politiche climatiche meno rigorose. Garantisce che i prodotti importati sopportino un costo simile a quelli coperti dal sistema di scambio di emissioni (ETS) dell'UE.

L'indice **MSCI Asia ex Japan** cattura la rappresentanza di società a grande e media capitalizzazione in 2 dei 3 paesi sviluppati (escluso il Giappone) e 8 paesi emergenti in Asia.

L'indice **MSCI Australia** replica la performance delle società a grande e media capitalizzazione in Australia.

L'indice **MSCI EM** è rappresentato dalle società ad alta e media capitalizzazione di 23 paesi dei mercati emergenti.

L'indice **MSCI Japan** misura la performance di circa 323 titoli azionari ad alta e media capitalizzazione che rappresentano circa l'85% della capitalizzazione di mercato giapponese.

L'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (ingl.: **Organization of the Petroleum Exporting Countries, OPEC**) è un'organizzazione internazionale con il mandato di "coordinare e unificare le politiche petrolifere" dei suoi 12 membri. Il cosiddetto "OPEC+" coinvolge la Russia e altri paesi produttori.

Il termine **posizione lunga** descrive ciò che un investitore acquista quando compra un titolo o un derivato nella speranza che il suo valore aumenti.

Il **prodotto interno lordo (PIL)** è il valore monetario di tutti i beni e servizi finiti prodotti all'interno dei confini di un paese in un periodo di tempo specifico.

L'indice **S&P 500** include 500 aziende leader degli Stati Uniti che catturano circa l'80% della copertura della capitalizzazione di mercato disponibile negli Stati Uniti.

Lo **spread** è la differenza tra i rendimenti di due investimenti, spesso utilizzato per confrontare i rendimenti di due obbligazioni.

L'indice **STOXX Europe 600** include 600 aziende di 18 paesi dell'Unione Europea.

L'indice **Swiss Market (SMI)** include 20 titoli a grande e media capitalizzazione.

Il premio a scadenza (ingl., **term premium**) misura la differenza nel rendimento a scadenza di un'obbligazione a lungo termine rispetto a una a breve termine.

**TOPIX** si riferisce al Tokyo Stock Price Index.

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

**U.S.** sta per Stati Uniti.

**USD** è la sigla che identifica il dollaro statunitense.

La **volatilità** misura il grado di variazione del prezzo di una serie storica di uno strumento finanziario.



## Informazioni importanti

### General

Il presente documento non deve essere distribuito in Canada o in Giappone. Il presente documento è destinato unicamente ai clienti retail o professionali. Il presente documento è diffuso in buona fede tramite Deutsche Bank AG, le sue filiali (nella misura in cui ciò è ammissibile in qualsiasi giurisdizione pertinente), le società affiliate, i suoi funzionari e dipendenti (insieme denominati "Deutsche Bank").

Il presente materiale viene divulgato unicamente a scopo informativo e non deve essere interpretato come un'offerta, una raccomandazione o un invito all'acquisto o alla vendita di investimenti, titoli, strumenti finanziari o altri prodotti specifici, per la conclusione di una transazione o la fornitura di servizi di investimento o di consulenza sugli investimenti o per la fornitura di ricerche, ricerche sugli investimenti o raccomandazioni in merito agli investimenti, in qualsiasi giurisdizione, ma è da intendersi esclusivamente a scopo informativo. Le informazioni non sostituiscono la consulenza personalizzata in base alle circostanze individuali dell'investitore.

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

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

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

Se non diversamente indicato nel presente documento, tutte le opinioni riportate riflettono l'attuale valutazione di Deutsche Bank, che può cambiare in qualsiasi momento. Deutsche Bank non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni contenute nel presente documento o di informare gli investitori della disponibilità di informazioni aggiornate. Le informazioni contenute nel presente documento sono soggette a modifiche senza preavviso e si basano su una serie di ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici o analisi che, sebbene dal punto di vista attuale della Banca si basino su informazioni adeguate, potrebbero non rivelarsi valide o rivelarsi in futuro 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.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a giugno 2025.



## Informazioni importanti

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

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

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

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

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

Deutsche Bank AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita secondo le leggi della Repubblica Federale di Germania con sede a Francoforte sul Meno. È registrata presso il tribunale distrettuale ("Amtsgericht") di Francoforte sul Meno con il numero HRB 30 000 ed è autorizzata a svolgere attività bancarie e a fornire servizi finanziari. Le autorità di vigilanza sono la Banca Centrale Europea ("BCE"), Sonnemannstraße 22, 60314 Francoforte sul Meno, Germania ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) e dall'Autorità Federale Tedesca di Vigilanza Finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn e Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Francoforte sul Meno ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)), e dalla Banca Centrale Tedesca ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Straße 14, 60431 Francoforte sul Meno ([www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)).

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

### Per i residenti negli Emirati Arabi Uniti

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

### Per i residenti in Kuwait

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

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a giugno 2025.



## Informazioni importanti

alla vendita delle Interessenze verrà conclusa in Kuwait. Non sono previste attività di marketing o di sollecitazione o di inducement per offrire o commercializzare le Interessenze in Kuwait.

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

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

### **Per i residenti in Qatar**

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

### **Per i residenti nel Regno del Bahrein**

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

### **Per i residenti in Sudafrica**

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

### **Per i residenti in Belgio**

Il presente documento è stato distribuito in Belgio da Deutsche Bank AG che agisce tramite la sua filiale di Bruxelles. Deutsche Bank AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita ai sensi del diritto della Repubblica federale di Germania, autorizzata ad eseguire attività bancarie e a fornire servizi finanziari sotto la supervisione e il controllo della Banca Centrale Europea ("BCE") e dell'Autorità federale tedesca di vigilanza finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"). La filiale di Bruxelles di Deutsche Bank AG è inoltre supervisionata in Belgio dall'Autorità per i servizi e i mercati finanziari ("FSMA", [www.fsma.be](http://www.fsma.be)). La filiale ha la sede legale in Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruxelles ed è registrata con il numero IVA BE 0418.371.094, RPM/RPR Bruxelles. Altri dettagli sono disponibili su richiesta o possono essere trovati sul sito [www.deutschebank.be](http://www.deutschebank.be).

### **Per i residenti nel Regno Unito**

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

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

### **Per i residenti a Hong Kong**

Questo materiale è destinato a: Investitori Professionali di Hong Kong. Inoltre, questo materiale è fornito solo al destinatario, l'ulteriore distribuzione di questo materiale è strettamente proibita. Il presente documento e i suoi contenuti sono forniti unicamente a scopo informativo. Nulla nel presente documento intende costituire un'offerta d'investimento o un invito o una raccomandazione ad acquistare o a vendere un investimento e non deve essere interpretato o inteso come un'offerta, un invito o una raccomandazione.

Il contenuto del presente documento non è stato esaminato da alcuna autorità di regolamentazione di Hong Kong. Si

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a giugno 2025.



## Informazioni importanti

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.

### 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

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a giugno 2025.



## Informazioni importanti

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 eentre 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 ridistribuzione, 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.

Data di pubblicazione: 2 giugno 2025.

Crediti immagine: SerPak (Adobe Stock) – Generata con l'IA