

PERSPECTIVES

OUTLOOK MACRO E DI MERCATO

MARZO 2025

MACRO
Una competizione
conflittuale

OBBLIGAZIONARIO
Un nuovo equilibrio
per il Bund

AZIONARIO
La volatilità
è tornata





Lettera agli
investitori



Christian Nolting
CIO Globale

Investire con lungimiranza

Le sezioni dei quotidiani dedicate all'economia o alla politica difficilmente porterebbero molta gioia alla maggior parte degli investitori in questa fase. Penso sia corretto ammettere che il sentiment di mercato sia piuttosto cupo. Lo stile politico perseguito dall'amministrazione Trump si sta rivelando una fonte di incertezza globale. In particolare, a nostro avviso, le politiche commerciali che sono state annunciate stanno pesando sul sentiment degli investitori e ci aspettiamo che rimanga così ancora per un po' di tempo.

Di conseguenza, ci aspettiamo che i mercati finanziari rimarranno volatili nel breve termine ma a medio e a lungo termine la turbolenza attuale non cambia il nostro outlook positivo. Nel nostro outlook per il 2025 avevamo già affrontato i temi della recessione, dei tassi e delle rotazioni di mercato, e avevamo raccomandato di non perdere di vista le aspettative di crescita fondamentalmente positive per il 2025 e per gli anni a venire. Per noi questa valutazione è ancora valida sia da una prospettiva macroeconomica che aziendale. Una nota positiva: il livello delle tariffe statunitensi sembra essere abbastanza trattabile – lo hanno dimostrato gli esempi di Messico e Canada. L'Europa, e in particolare la Germania, dovrebbe avere anche un certo potere contrattuale.

Nei prossimi dodici mesi crediamo che i fattori di mercato positivi, come l'estensione degli sgravi fiscali o la maggiore deregolamentazione dell'economia negli Stati Uniti e come gli stimoli fiscali in Europa, dovrebbero prevalere. Per gli investitori, questo suggerisce di non ritirarsi dai mercati finanziari in questo momento, ma invece diventare più attivi e considerare i ribassi come potenziali opportunità. Nel lungo termine, il focus di investimento dovrebbe rimanere all'insegna della diversificazione.

Siamo sempre felici di supportarvi – ancora di più in questi tempi volatili.

Christian Nolting
CIO Globale



Macro: Una competizione conflittuale

-
- Crescita: eccezionalismo USA in moderazione – Europa in risveglio
 - Inflazione: non ancora sconfitta del tutto
 - Banche Centrali: allentamento contenuto di fronte allo stimolo fiscale dominante
-

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.

La relativa resilienza dell'economia dovrebbe ancora 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 che porteranno il tasso ufficiale al 3,75-4,00% entro la fine del primo trimestre del 2026.

L'economia dell'**Eurozona** è fiacca 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 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 "Shunto" 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 anticipato 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.

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 marzo 2025.



Obbligazionario: Un nuovo equilibrio per il Bund

- La fase di rallentamento dell'economia USA sta mascherando una pressione di fondo al rialzo sui tassi
- Con le leve fiscali allentate, il Bund dovrà trovare un nuovo equilibrio
- L'investment Grade continuerà ad essere richiesto grazie a carry e qualità degli emittenti

Il contesto di incertezza attuale ha fatto scendere i rendimenti dei **Treasury USA** nelle ultime settimane. 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 il tanto necessario sostegno fiscale all'economia. 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%).

I rendimenti dei titoli di Stato italiani dovrebbero beneficiare della maggiore cooperazione a livello europeo di fronte al contesto geopolitico attuale. L'impatto del piano fiscale tedesco si dovrebbe fare sentire di più sul Bund rispetto agli altri titoli di Stato europei, riducendo di più i rischi di un

possibile allargamento dello spread dei titoli di Stato dell'Italia.

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 correnti. 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.

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 marzo 2025.



Azionario: La volatilità è tornata

- Le azioni USA torneranno a salire, non senza volatilità
- Il mercato europeo rimane attraente per le valutazioni
- DeepSeek ha riportato in auge le azioni cinesi

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 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 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 a delle 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. Infine, vediamo dello spazio per un recupero del mercato azionario indiano dopo la recente correzione. Le valutazioni sono scese vicino alle medie storiche, che consideriamo un ragionevole punto di ingresso.

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 marzo 2025.



Materie prime: L'oro ha superato tutti i suoi pari

- Oro rafforzato dai conflitti commerciali e aspettative di inflazione in crescita
- Il rame è salito a causa dell'anticipazione degli acquisti in vista dei dazi, per cui è soggetto ad un consolidamento
- Il mercato del petrolio si dirige verso un surplus di offerta, fatte salve difficoltà nelle consegne

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).

I mercati dei crediti del **carbonio** probabilmente andranno in deficit di offerta l'anno prossimo, quando terminerà l'allocazione gratuita per l'aviazione e i settori coperti dal meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere vedranno la loro allocazione gratuita eliminata gradualmente. Questo, insieme all'aumento dell'attività industriale in Europa, dovrebbe sostenere la domanda dei crediti di carbonio e quindi i prezzi.

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 marzo 2025.



Tassi di cambio: In pausa il rally del USD

- Dollaro debole a causa delle tariffe e rischi all'economia
- L'Euro beneficia dai programmi di spesa pubblica
- Lo Yen è supportato dalle aspettative di nuovi rialzi dei tassi

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 raggiungessero 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.

CNY: Finora l'amministrazione USA ha imposto dei dazi del 20% sulle importazioni cinesi. La Cina ha risposto tramite dei contro dazi. Per mitigare la sua dipendenza dalle esportazioni, il Paese sta cercando di sostenere i consumi privati tramite misure di stimolo. Fatta salva un'escalation commerciale con gli Stati Uniti, il CNY dovrebbe indebolirsi solo di poco – il nostro target per la fine di marzo 2026 è di un USD/CNY a 7,45.



Appendice

Previsioni Macroeconomiche

	2025	2026	Consensus 2025 (BBG*)
Crescita del PIL (%)			
Stati Uniti ¹	2,0	2,0	2,3
Eurozona	1,0	1,5	0,9
Germania	0,4	1,6	0,3
Francia	0,8	1,4	0,7
Italia	0,6	1,1	0,6
Spagna	2,2	2,0	2,5
Giappone	1,2	0,7	1,2
Cina	4,5	4,0	4,5
Mondo	3,2	3,1	2,9

Inflazione (%)			
Stati Uniti	2,6	2,4	2,8
Eurozona	2,3	2,3	2,1
Germania	2,6	2,6	2,3
Giappone	2,6	2,0	2,4
Cina	0,5	1,4	0,7

Tasso di disoccupazione (%)			
Stati Uniti	4,2	4,2	4,2
Eurozona	6,3	6,3	6,4
Germania	6,1	5,8	6,3
Giappone	2,4	2,4	2,4
Cina ²	5,0	5,0	5,1

Saldo di Bilancio (in % del PIL)			
Stati Uniti	-6,8	-6,5	-6,5
Eurozona	-3,4	-4,0	-3,0
Germania	-2,5	-3,7	-2,0
Giappone	-3,5	-3,0	-3,6
Cina ³	-6,9	-7,7	-5,5

*Consensus di Bloomberg. ¹Per gli USA, la crescita del PIL Q4/Q4 % è pari a 2,2% nel 2025 e a 1,7% nel 2026. ²Tasso di disoccupazione urbana (fine periodo), non confrontabile con i dati di consenso. ³Il deficit fiscale cinese di riferimento 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.

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 marzo 2025.



Appendice

Previsioni per asset class a marzo 2026

Rendimenti di mercato (obbligazioni governative) in percentuale

Stati Uniti (Treasury a 2 anni)	3,95
Stati Uniti (Treasury a 10 anni)	4,50
Stati Uniti (Treasury a 30 anni)	4,70
Germania (Schatz a 2 anni)	2,25
Germania (Bund a 10 anni)	2,90
Germania (Bund a 30 anni)	3,40
Regno Unito (Gilt a 10 anni)	4,00
Giappone (JGB a 2 anni)	1,20
Giappone (JGB a 10 anni)	1,70

Tassi di riferimento in percentuale

Stati Uniti (Federal Fund Rate)	3,75-4,00
Eurozona (Tasso sui depositi)	2,25
Regno Unito (Tasso base)	3,75
Giappone (Tasso overnight)	1,25
Cina (Tasso di finanziamento ad 1 anno)	2,60

Tassi di cambio

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

Indici azionari

Stati Uniti (S&P 500)	6.300
Germania (DAX)	24.000
Eurozona (EURO STOXX 50)	5.600
Europa (STOXX 600)	570
Giappone (MSCI Japan)	1.780
Svizzera (SMI)	13.350
Regno Unito (FTSE 100)	8.800
Mercati emergenti (MSCI EM)	1.200
Asia escluso Giappone (MSCI Asia ex. Japan)	770
Australia (MSCI Australia)	1.650

Materie prime in USD

Oro (oncia)	3.250
Petrolio (Brent spot, al barile)	69
Rame (tonnellata)	9.430
Quote di carbonio Eurozona (Carbonio spot)	85

Spread (Obbligazioni societarie e emergenti) in pb

EUR IG Corp	80
EUR HY	360
USD IG Corp	90
USD HY	325
Credito Asia	125
Titoli sovrani mercati emergenti	350

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



Appendice

Performance storica

	14.03.2020– 14.03.2021	14.03.2021– 14.03.2022	14.03.2022– 14.03.2023	14.03.2023– 14.03.2024	14.03.2024– 14.03.2025
Performance					
S&P 500	45,5%	5,8%	–6,1%	31,4%	7,2%
STOXX Europe 600	41,4%	3,1%	3,0%	12,6%	6,8%
MSCI EM	51,3%	–21,7%	–10,4%	11,0%	5,5%
EURO STOXX 50	48,2%	–2,4%	11,7%	19,5%	6,6%
SMI	29,5%	7,7%	–8,2%	9,4%	9,5%
DAX	57,1%	–4,0%	9,4%	17,8%	25,8%
FTSE 100	26,0%	6,4%	6,2%	1,4%	10,3%
MSCI Japan	54,4%	–7,0%	6,9%	38,6%	0,5%
MSCI Australia	19,4%	5,4%	–0,4%	10,9%	–0,3%
MSCI Asia ex. Japan	52,2%	–24,2%	–8,7%	8,0%	8,7%
Bloomberg Magnifiche 7	121,6%	16,1%	–7,1%	81,3%	26,5%
Stati Uniti (Treasury a 2 anni)	0,8%	–2,4%	–1,3%	2,6%	5,2%
Stati Uniti (Treasury a 10 anni)	–4,6%	–2,8%	–9,8%	–1,5%	4,3%
Stati Uniti (Treasury a 30 anni)	–15,7%	–0,8%	–21,5%	–7,4%	1,5%
Germania (Schatz a 2 anni)	–1,2%	–1,2%	–4,4%	1,9%	3,4%
Germania (Bund a 10 anni)	–2,2%	–5,0%	–10,9%	–3,1%	–1,1%
Germania (Bund a 30 anni)	–13,5%	–7,7%	–39,8%	–2,5%	–10,8%
Regno Unito (Gilt a 10 anni)	–2,7%	–4,6%	–11,0%	–0,1%	0,6%
Giappone (JGB a 2 anni)	–0,2%	–0,3%	0,0%	–0,2%	–0,6%
Giappone (JGB a 10 anni)	–0,8%	–0,3%	3,4%	–4,0%	–5,7%
EUR vs. USD	7,8%	–8,1%	–2,2%	1,4%	–0,5%
USD vs. JPY	1,3%	8,2%	13,9%	10,3%	0,3%
EUR vs. JPY	9,2%	–0,6%	11,4%	11,9%	–0,2%
EUR vs. CHF	5,1%	–7,4%	–4,5%	–1,9%	–0,4%
EUR vs. GBP	–4,4%	–1,8%	4,7%	–3,2%	–1,8%
GBP vs. USD	12,7%	–6,4%	–6,6%	4,8%	1,4%
USD vs. CNY	–7,1%	–2,2%	8,0%	4,7%	0,5%
Oro (oncia)	13,0%	13,9%	–2,6%	13,3%	38,2%
Petrolio (Brent spot, al barile)	104,5%	54,4%	–27,5%	10,3%	–17,4%
Rame (tonnellata)	68,0%	9,3%	–11,5%	1,1%	22,1%

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream. Dati al 14 marzo 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 marzo 2025.



Glossario

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

La **Bank of England (BoE)** è la banca centrale del Regno Unito.

La **Bank of Japan (BoJ)** è la banca centrale del Giappone.

Il **Brent** è un tipo di petrolio greggio utilizzato come benchmark per il prezzo di riferimento del petrolio.

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

Gli investimenti in **carry** dovrebbero produrre rendimenti più elevati, di solito avvengono (come per le valute) attraverso il prestito in un contesto a bassi rendimenti.

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.

DeepSeek è una società cinese di intelligenza artificiale.

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.

Exchange-traded commodities (ETCs) fa riferimento alle materie prime scambiate in borsa.

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

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.

Con il termine "**frontloading**" si intende l'aumento delle importazioni di beni o materie per anticipare l'effetto delle maggiori tariffe che potrebbero essere applicate in futuro.

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

GBP è la sigla che identifica la sterlina britannica.

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.

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.

JPY è la sigla che identifica lo yen giapponese.

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



Glossario

Le **Magnifiche 7** sono le principali società tecnologiche degli Stati Uniti.

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 **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.

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 marzo 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) 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), 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

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 marzo 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). 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.

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.

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 marzo 2025.



Informazioni importanti

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.

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

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 marzo 2025.



Informazioni importanti

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.

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: 17 marzo 2025

Crediti immagini: Ryan McVay (Getty Images)