



Deutsche Bank
Chief Investment Office

PERSPECTIVES Chartbook

Ottobre 2025



Trimestrale



PERSPECTIVES Outlook macro e di mercato – Settembre 2025

Il documento fornisce un aggiornamento delle nostre previsioni macroeconomiche e delinea la nostra view sulle asset class a seguito del CIO Day trimestrale. Vengono aggiornate le previsioni di crescita e inflazione per il 2025 e per il 2026 e i target sugli indici principali per i prossimi 12 mesi (settembre 2026) sui mercati azionari, obbligazionari, FX, materie prime nonché le aspettative sui tassi di interesse di riferimento delle Banche Centrali.

Viewpoint



PERSPECTIVES Viewpoint Equity – China: Riding on supportive policies and tech optimism

In questo Viewpoint viene esaminata la recente sovraperformance dei mercati cinesi “on-shore” (le cosiddette A-shares) rispetto a quelli “off-shore” (H-shares) investigando i driver e la sostenibilità del loro rally.

Special



PERSPECTIVES Special – Buy the Dip or Hedge the Deep?

In questo Special approfondiamo e mettiamo in risalto i vantaggi e le sfide di acquistare un asset quando il suo valore scende rispetto a mantenere l'esposizione al medesimo asset nel tempo coprendo i rischi di gravi perdite.

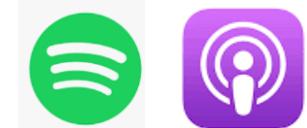
Podcast



PERSPECTIVES Weekly Investment Outlook Podcast

Il nostro podcast settimanale sui principali temi da seguire durante la settimana.

Il nostro podcast PERSPECTIVES Weekly è disponibile anche su [Spotify](#) e [Apple Podcast](#).



PERSPECTIVES Special – ESG investment performance: drivers and management

In questo Special analizziamo le sfumature dietro i numeri dimostrando che le performance ESG dipendono molto da com'è definita, implementata e misurata. Sfruttando indici globali e regionali, ci soffermiamo sui periodi di performance allineate al mercato e periodi di divergenza, guidati dai cambiamenti in materia di politiche economiche, trend macroeconomici e fattori idiosincratici settoriali.

Scansiona il QR code a fianco per accedere ai report del CIO di Deutsche Bank www.deutschewealth.com.





Macro: Il mercato del lavoro statunitense ha dato altri segnali di raffreddamento durante l'estate. La creazione di nuovi posti di lavoro media del Q3 è stata di 29.000 nuove buste paga al mese, il tasso di disoccupazione si è attestato al 4,3% e la crescita dei salari è stata modesta. A settembre l'inflazione core è rimasta al 2,9% YoY e la Fed ha abbassato i tassi di 25 bps per la prima volta dall'inizio dell'anno, portandoli al 4,00-4,25%. In Europa, la crescita economica è migliorata soltanto marginalmente e l'inflazione si è mantenuta al 2,2% YoY inducendo la BCE ad un atteggiamento di cautela nonostante la discesa dei prezzi dell'energia. Il Regno Unito continua ad attraversare una fase di elevata pressione sui prezzi contemporaneamente ad un affievolimento del mercato del lavoro. In Asia, le dinamiche sono state eterogenee: il recupero dell'economia giapponese è stato frenato dai consumi fiacchi, mentre la Cina si continua a confrontare con delle pressioni deflazionistiche. Per questi motivi la crescita del commercio nella regione ha registrato un'interruzione. Nei Paesi Emergenti, infine, sono aumentate le divergenze in materia di politica economica – l'India e le economie dell'ASEAN hanno mostrato resilienza grazie alla domanda domestica. Un clima di incertezza globale rimane sullo sfondo. Le tensioni sui dazi e l'inflazione che si mantiene elevata complicano la strada delle Banche Centrali, sebbene si stia diffondendo un allentamento delle politiche monetarie per stabilizzare la crescita economica.



Mercati obbligazionari: A settembre, i Treasury USA hanno registrato una performance positiva dell'1,06%, equivalente alla migliore performance da fine 2023. La curva governativa statunitense si è appiattita con il rendimento del titolo a 10 anni che ha chiuso il mese al 4,16% (in calo di ca. 12bps) dopo essere sceso su livelli ancora più bassi immediatamente dopo il taglio dei tassi da parte della Fed. In Europa, il rendimento del Bund a 10 anni ha archiviato il mese vicino al 2,62% (in rialzo di ca. 6bps) a seguito di una BCE che è rimasta cauta nonostante la discesa dell'inflazione. Un miglioramento del sentiment ha prodotto una compressione degli spread dei titoli di Stato dei Paesi della periferia. Nel complesso, il mese di settembre ha riflesso una narrativa di maggiore allentamento delle politiche monetarie globali con le Banche Centrali impegnate a bilanciare i rischi sull'inflazione con quelli sulla crescita economica.



Mercati azionari: L'ottimismo sull'IA ha fatto salire l'S&P 500 del +3,5% e il NASDAQ del +5,6% a settembre. Le Small Cap sono salite del +3,0%, anche se i guadagni sono stati moderati rispetto ai massimi di agosto. I driver del rally sono stati il taglio dei tassi della Fed di 25bps, le revisioni degli utili al rialzo e la resilienza della spesa dei consumatori statunitensi. In Europa, l'Euro Stoxx 50 ha guadagnato il +2,8% grazie ad una discesa dell'inflazione e dai risultati aziendali che sono stati buoni. A livello settoriale, la leadership è stata ancora in mano al settore della tecnologia e dei servizi di comunicazione, mentre i settori difensivi sono rimasti indietro. La fiducia degli investitori è migliorata grazie all'allentamento monetario di fronte ad un contesto di dati sul lavoro deboli e un'inflazione in moderazione. A livello globale, i titoli azionari hanno registrato dei solidi guadagni e quelli dei mercati emergenti sono stati superiori a quelli dei paesi sviluppati, evidenziando come si stia diffondendo una rinnovata fiducia negli asset più rischiosi nonostante le incertezze a livello macroeconomico.



Materie prime e tassi di cambio: I prezzi del petrolio sono stati volatili a settembre. Il Brent si è mosso tra i USD 64 e USD 71 al barile prima di terminare il mese a USD 67 di riflesso agli aggiustamenti dell'offerta da parte dell'OPEC+ nonostante i timori generali per la domanda globale. Sebbene i rischi all'offerta persistano, l'aumento delle scorte e il rallentamento della crescita globale hanno frenato i rialzi. L'oro ha chiuso il mese a USD 3.858 l'oncia grazie alle tensioni geopolitiche, ai timori sulla sostenibilità del debito globale e al primo taglio dei tassi della Fed di quest'anno. La domanda di beni rifugio continua ad essere elevata rafforzando il ruolo dell'oro come copertura dai rischi valutari e dalla volatilità macro.



Scenario macroeconomico



Outlook

- I dati recenti sul mercato del lavoro e gli indici ISM evidenziano dei segnali di raffreddamento negli Stati Uniti. L'economia sta attraversando un rallentamento, con le famiglie e le aziende che si devono adattare al nuovo contesto globale di dazi strutturalmente più alti. Ma i bilanci delle famiglie sono in buona salute, la redditività delle aziende è resiliente e gli investimenti nell'intelligenza artificiale sono ingenti – supportati dalla spesa pubblica legata al “One Big Beautiful Bill”. Pertanto, l'attuale rallentamento dovrebbe essere di breve durata. Crediamo che possa ritornare un clima più ottimista e una ripresa dello slancio economico, sostenuto dall'entusiasmo del Paese in occasione del 250° anniversario della dichiarazione di indipendenza degli Stati Uniti (4 luglio 2026).
- In **Eurozona**, la crescita economica è stata buona nel Q1 2025 e pari allo 0,6% rispetto al trimestre precedente, ma è stata più bassa e pari allo 0,1% nel Q2. In Germania è stata debole durante l'intera prima metà dell'anno. Tuttavia, la crescita del PIL tedesco dovrebbe salire all'1,2% nel 2026 grazie agli stimoli fiscali. Per l'Eurozona, invece, prevediamo una crescita dell'1,1% l'anno prossimo. L'inflazione, infine, dovrebbe mantenersi vicino all'obiettivo della BCE del 2,0%. Ciò nonostante, anticipiamo un altro, finale, taglio dei tassi della BCE all'1,75% a supporto dell'economia.
- L'accordo commerciale con gli Stati Uniti per una tariffa generale del 15% ha ridotto l'incertezza per l'economia giapponese. Nel 2025, il **Giappone** dovrebbe registrare una crescita robusta, pari all'1,2%. Il tasso d'inflazione elevato nel Paese, pari al 3,0%, dovrebbe scendere al 2,0% nel corso del 2026. Ciò è dovuto anche al fatto che la BoJ dovrebbe continuare a normalizzare la propria politica monetaria e aumentare il tasso di interesse di riferimento all'1,0% (attualmente 0,5%). Questa manovra potrebbe incidere sulla crescita del PIL del Giappone, motivo per cui ci attendiamo un ritmo di espansione più debole e pari 0,7% nel 2026.
- La **Cina** ha sorpreso le aspettative grazie ad una crescita forte del PIL del 5,3% nel primo semestre del 2025, sostenuta dall'aumento anticipato delle esportazioni in vista dei dazi e dai sussidi ai consumi. Stati Uniti e Cina hanno deciso di prorogare l'attuale livello dei dazi fino a metà novembre e sembra che nel prossimo futuro non ci siano ulteriori escalation. Ciò nonostante, i buoni dati economici del primo semestre dell'anno difficilmente verranno confermati con il proseguire dell'anno. Anche se ci aspettiamo maggiori stimoli di bilancio alla fine del terzo trimestre, ci aspettiamo che la crescita del PIL reale scenda al 4,8% nel 2025 e rallenti ulteriormente al 4,2% nel 2026.

Previsioni

Crescita del PIL (%)

	2025 F	2026 F	Consensus 2025 (BBG*)
USA ¹	1,5	1,3	1,6
Eurozona	1,3	1,1	1,1
Germania	0,3	1,2	0,3
Giappone	1,2	0,7	0,9
Cina	4,8	4,2	4,8
Mondo	3,0	3,0	2,8

CPI (%)

	2025 F	2026 F	Consensus 2025 (BBG*)
USA	3,0	3,0	2,8
Eurozona	2,1	2,0	2,1
Germania	2,3	2,1	2,1
Giappone	3,0	2,0	3,0
Cina	0,0	1,0	0,1

Tasso di disoccupazione (%)

	2025 F	2026 F	Consensus 2025 (BBG*)
USA	4,4	4,6	4,3
Eurozona	6,4	6,3	6,3
Germania	6,3	6,0	6,3
Giappone	2,4	2,4	2,5
Cina ²	5,2	5,1	5,1

Saldo di bilancio (% del PIL)

	2025 F	2026 F	Consensus 2025 (BBG*)
USA	-6,4	-6,6	-6,4
Eurozona	-3,4	-4,0	-3,3
Germania	-2,5	-3,6	-3,1
Giappone	-3,5	-3,0	-3,0
Cina ³	-8,6	-8,5	-5,6

* Consenso di Bloomberg.

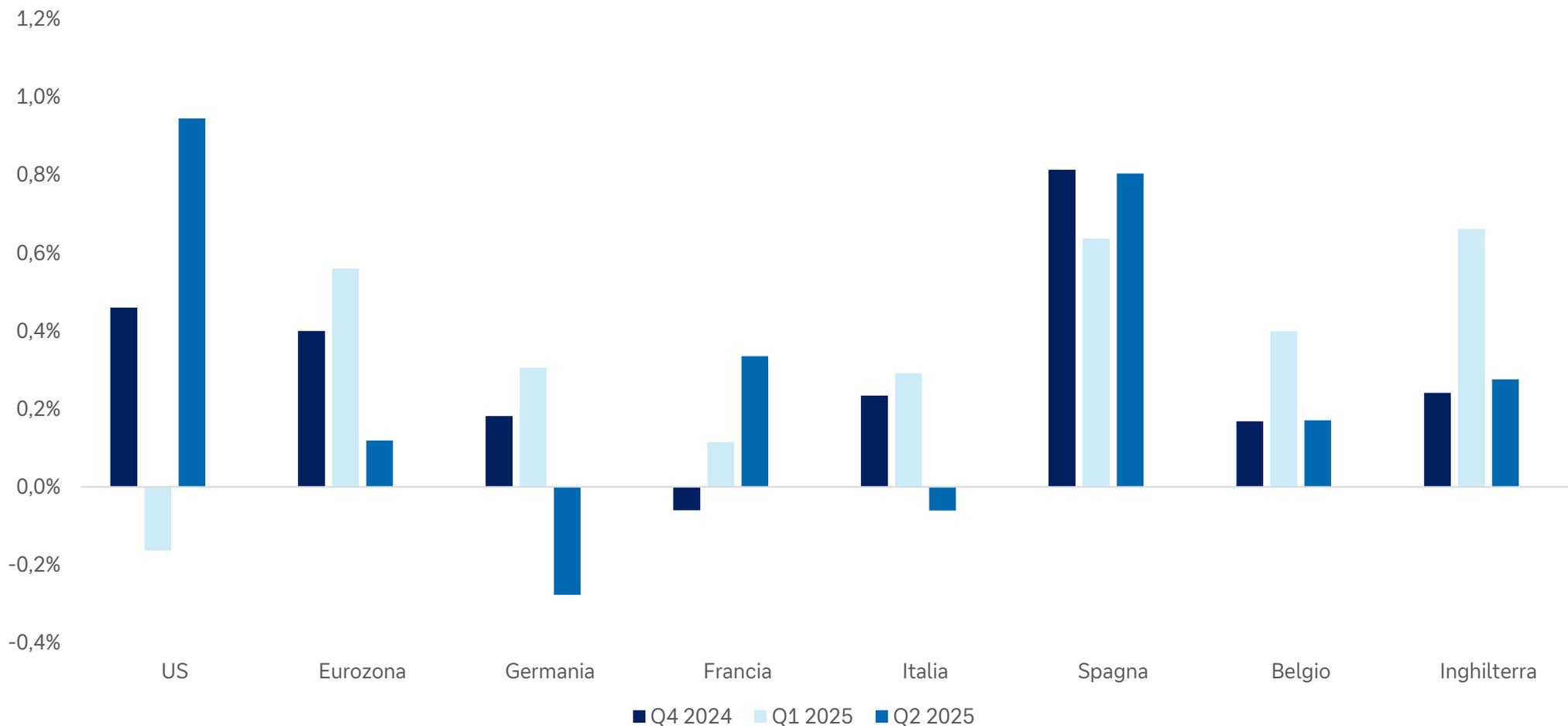
¹Per gli USA, la crescita del PIL Q4/Q4 % è pari a 0,8% nel 2025 e a 1,7% nel 2026. ²Tasso di disoccupazione urbana (fine periodo), non confrontabile con i dati di consenso. ³Il deficit fiscale cinese di riferisce al saldo di bilancio aumentato (definizione più ampia) del FMI. Non confrontabile con i dati di consenso.

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 3 settembre 2025.

Crescita in Eurozona – Ancora fiacca ma in Germania si attende uno nuovo ciclo economico (2026/2027)



Crescita del PIL per gli Stati Uniti e per l'Eurozona (QoQ) – Confronto tra i Paesi

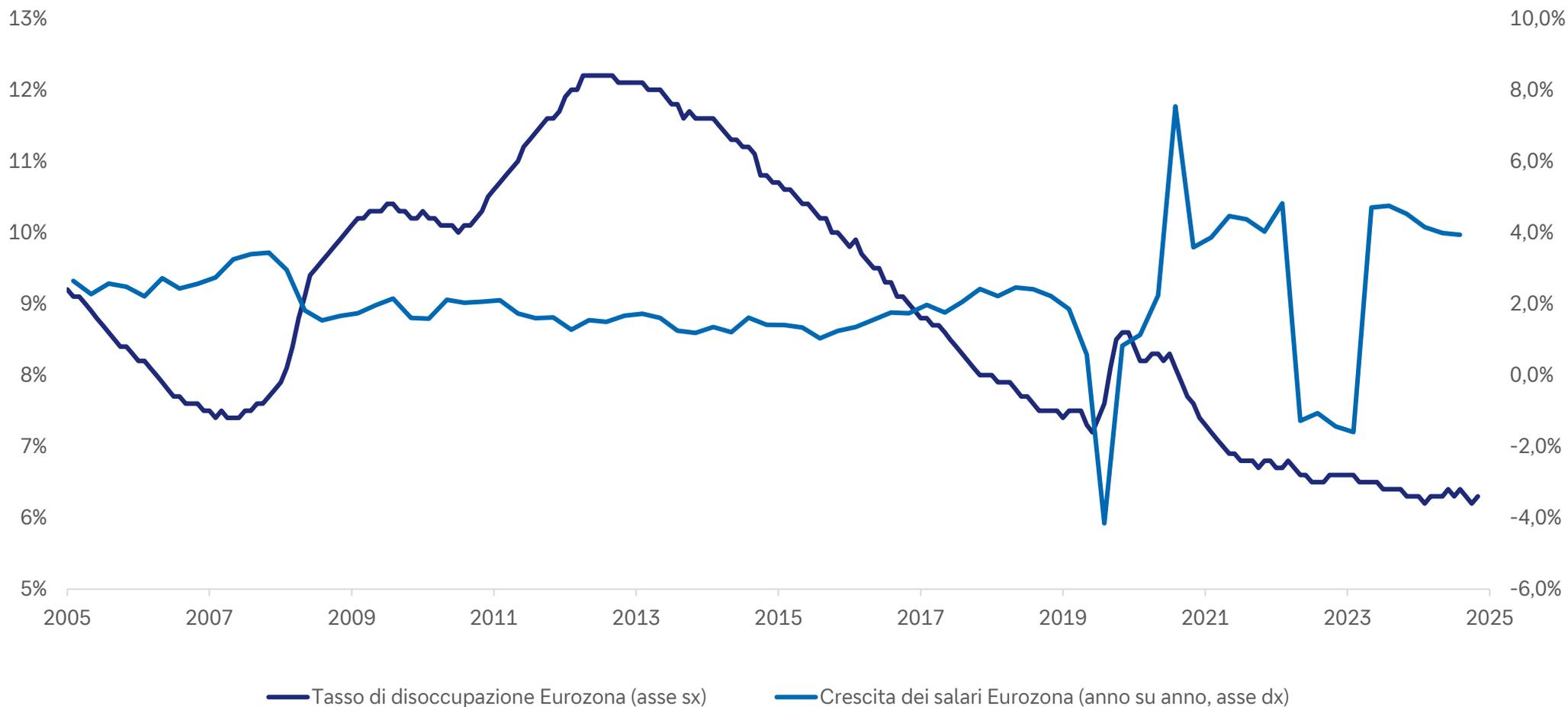


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Il mercato del lavoro in Eurozona è resiliente



Tasso di disoccupazione in Eurozone e crescita dei salari

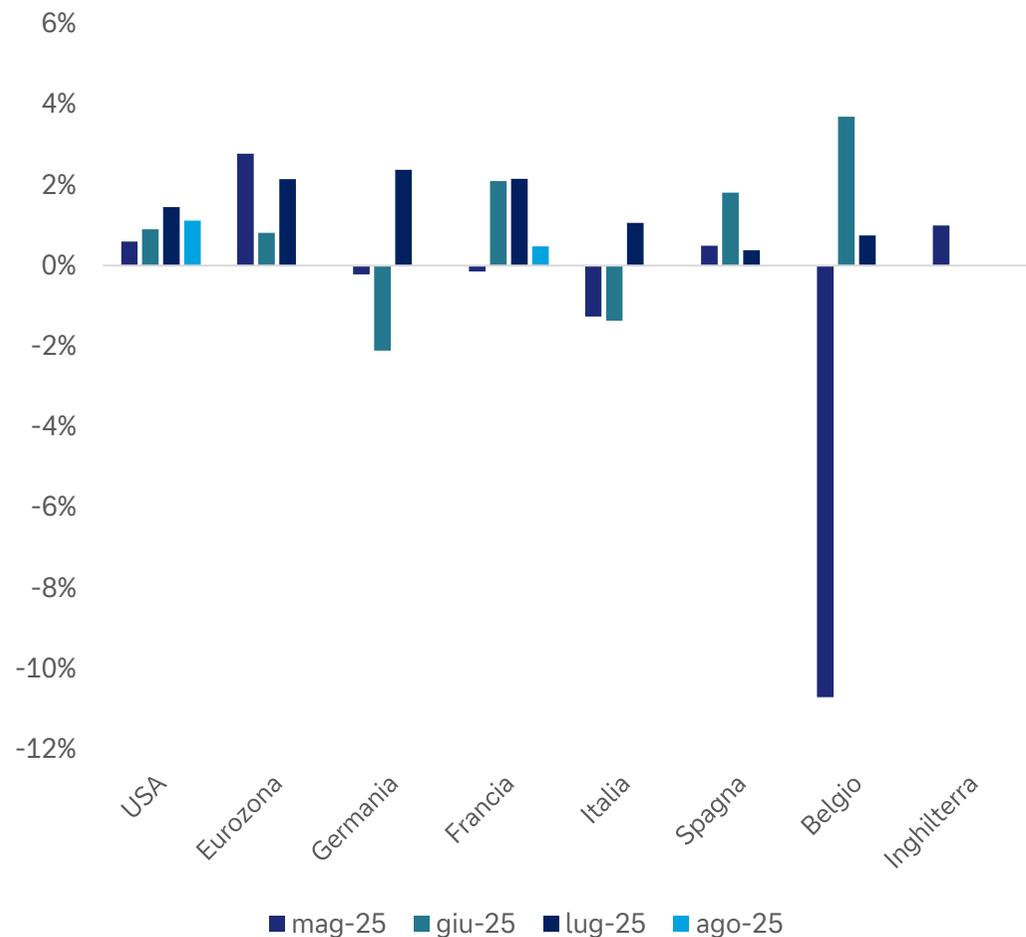


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

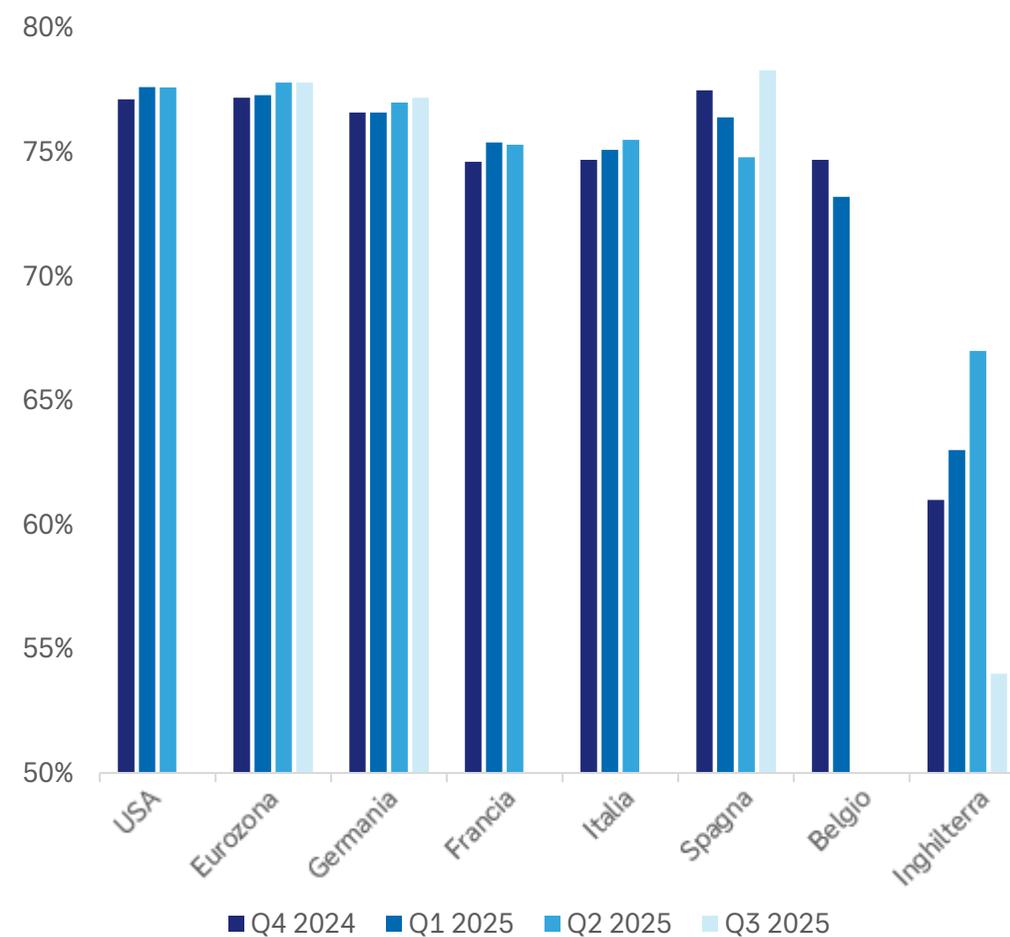
I settori produttivi sono ancora sotto pressione nel 2025, in vista anni migliori (2026/2027)



Produzione industriale (YoY)



Capacità produttiva degli ultimi quattro trimestri



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Il sentiment delle aziende è largamente positivo per il settore dei servizi



Indici Purchasing Managers' Indices (PMI) globali

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

Indice manifatturiero

Globale	48,7	49,4	50,1	49,6	50,1	50,6	50,3	49,8	49,5	50,4	49,7	50,9	50,8
USA	47,3	48,5	49,7	49,4	51,2	52,7	50,2	50,2	52,0	52,9	49,8	53,0	52,0
Eurozona	45,0	46,0	45,2	45,1	46,6	47,6	48,6	49,0	49,4	49,5	49,8	50,7	49,8
Regno Unito	51,5	49,9	48,0	47,0	48,3	46,9	44,9	45,4	46,4	47,7	48,0	47,0	46,2
Giappone	49,7	49,2	49,0	49,6	48,7	49,0	48,4	48,7	49,4	50,1	48,9	49,7	48,5
Cina	49,3	50,3	51,5	50,5	50,1	50,8	51,2	50,4	48,3	50,4	49,5	50,5	51,2

Indice servizi

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

Un indice PMI superiore a 50 indica un'espansione rispetto al mese precedente. Una lettura PMI sotto i 50 indica una contrazione e una lettura pari a 50 indica che non vi sono stati cambiamenti. Più lontano dal 50, maggiore è il livello di cambiamento. NA: dati non ancora pubblicati. Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Il settore manifatturiero continua ad essere in difficoltà



Indici Purchasing Managers' Indices (PMI) per l'Eurozona e Stati membri e indice ISM PMI per gli Stati Uniti

Indice Composito	set-24	ott-24	nov-24	dic-24	gen-25	feb-25	mar-25	apr-25	mag-25	giu-25	lug-25	ago-25	set-25
Eurozona	49,6	50,0	48,3	49,6	50,2	50,2	50,9	50,4	50,2	50,6	50,9	51,0	51,2
Germania	47,5	48,6	47,2	48,0	50,5	50,4	51,3	50,1	48,5	50,4	50,6	50,5	52,0
Francia	48,6	48,1	45,9	47,5	47,6	45,1	48,0	47,8	49,3	49,2	48,6	49,8	48,1
Italia	49,7	51,0	47,7	49,7	49,7	51,9	50,5	52,1	52,5	51,1	51,5	51,7	51,7
Spagna	56,3	55,2	53,2	56,8	54,0	55,1	54,0	52,5	51,4	52,1	54,7	53,7	53,8
Regno Unito	52,6	51,8	50,5	50,4	50,6	50,5	51,5	48,5	50,3	52,0	51,5	53,5	50,1

Indice manifatturiero

USA ISM PMI	47,5	46,9	48,4	49,2	50,9	50,3	49,0	48,7	48,5	49,0	48,0	48,7	49,1
Eurozona	45,0	46,0	45,2	45,1	46,6	47,6	48,6	49,0	49,4	49,5	49,8	50,7	49,8
Germania	40,6	43,0	43,0	42,5	45,0	46,5	48,3	48,4	48,3	49,0	49,1	49,8	49,5
Francia	44,6	44,5	43,1	41,9	45,0	45,8	48,5	48,7	49,8	48,1	48,2	50,4	48,2
Italia	48,3	46,9	44,5	46,2	46,3	47,4	46,6	49,3	49,2	48,4	49,8	50,4	49,0
Spagna	53,0	54,5	53,1	53,3	50,9	49,7	49,5	48,1	50,5	51,4	51,9	54,3	51,5
Regno Unito	51,5	49,9	48,0	47,0	48,3	46,9	44,9	45,4	46,4	47,7	48,0	47,0	46,2

Indice servizi

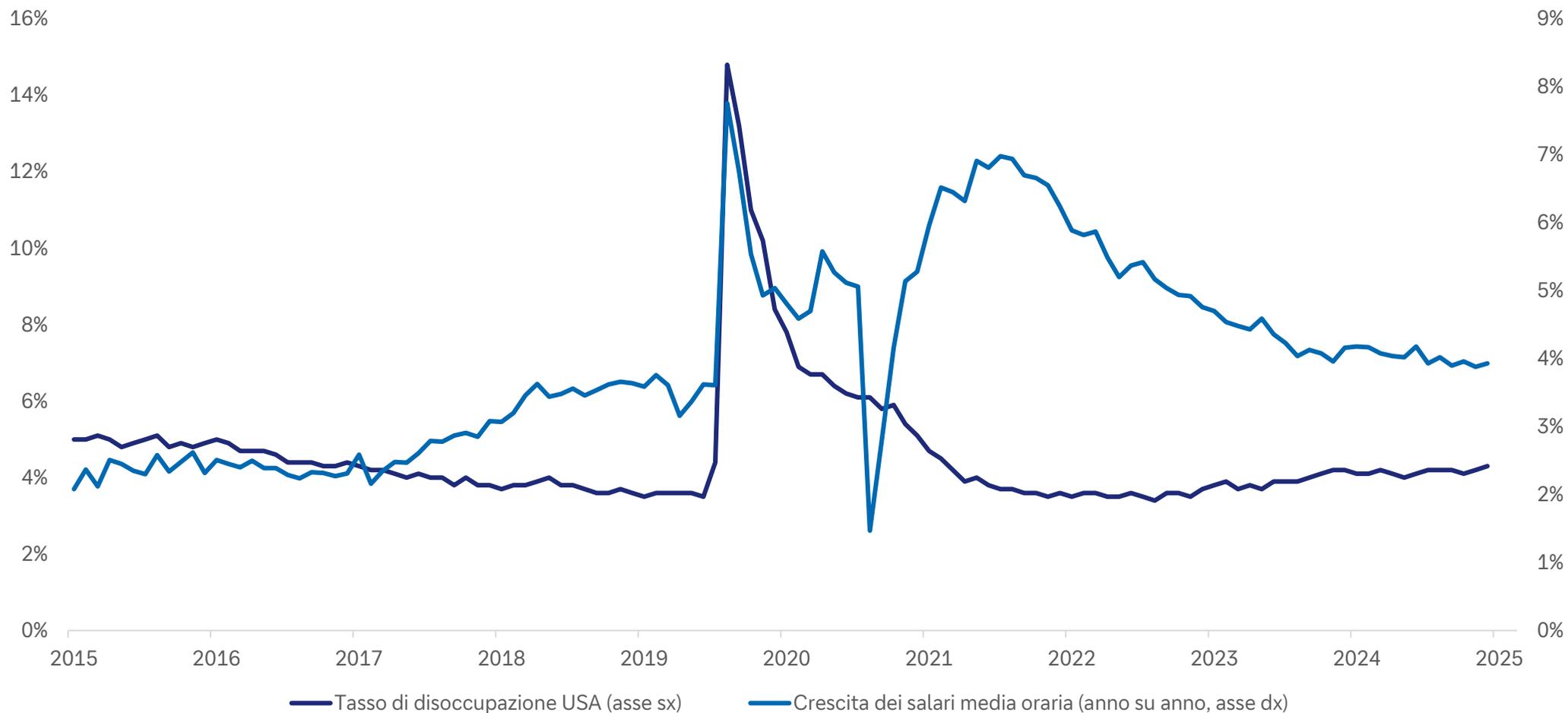
USA ISM PMI	54,5	55,8	52,5	54,0	52,8	53,5	50,8	51,6	49,9	50,8	50,1	52,0	50,0
Eurozona	51,4	51,6	49,5	51,6	51,3	50,6	51,0	50,1	49,7	50,5	51,0	50,5	51,3
Germania	50,6	51,6	49,3	51,2	52,5	51,1	50,9	49,0	47,1	49,7	50,6	49,3	51,5
Francia	49,6	49,2	46,9	49,3	48,2	45,3	47,9	47,3	48,9	49,6	48,5	49,8	48,5
Italia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

Un indice PMI superiore a 50 indica un'espansione rispetto al mese precedente. Una lettura PMI sotto i 50 indica una contrazione e una lettura pari a 50 indica che non vi sono stati cambiamenti. Più lontano dal 50, maggiore è il livello di cambiamento. NA: dati non ancora pubblicati. Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Il mercato del lavoro USA evidenzia segnali di allentamento



Tasso di disoccupazione U3 per gli Stati Uniti e crescita media dei salari (YoY)

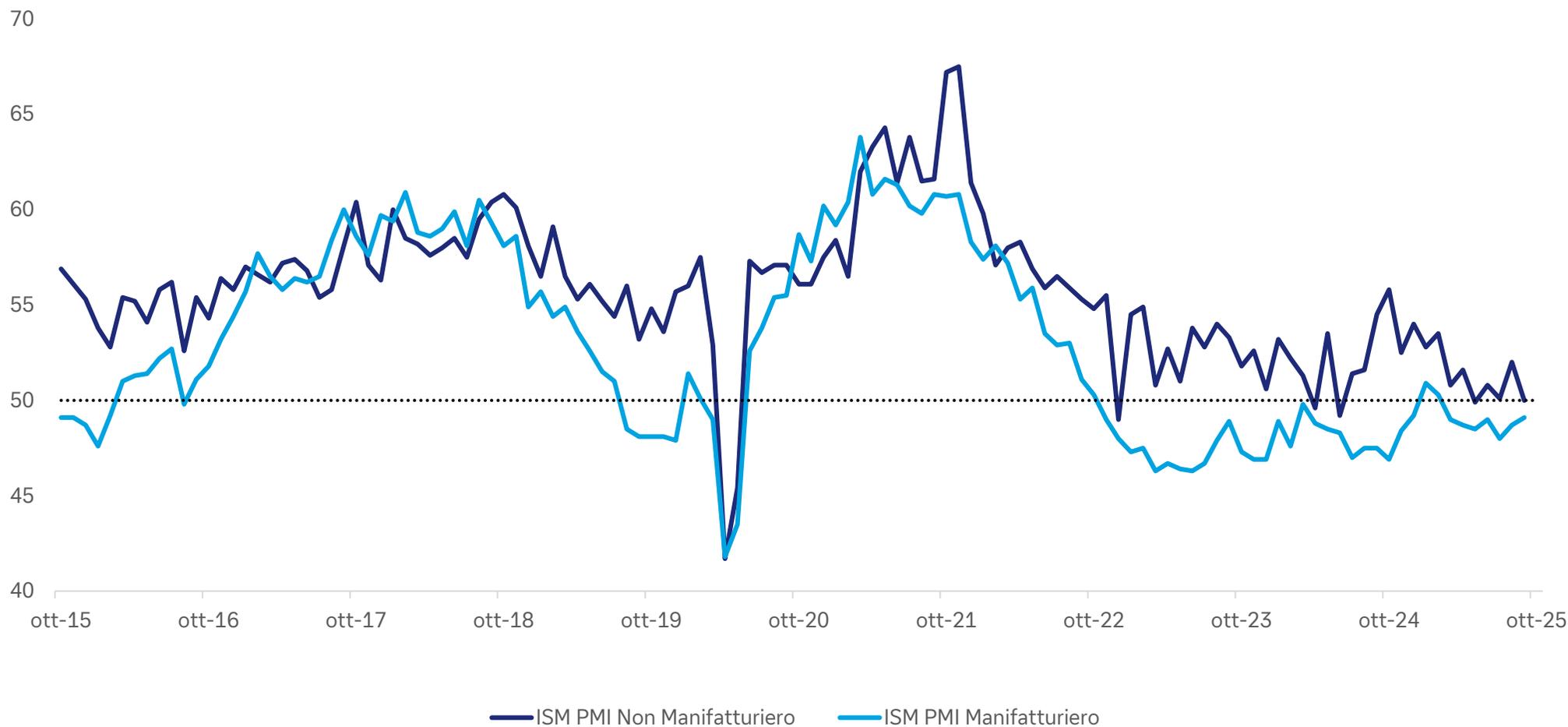


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

La fiducia delle aziende statunitensi è bassa



Indici ISM PMI manifatturiero e non manifatturiero



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.



Indice di fiducia del Conference Board Confidence e tasso di crescita delle vendite al dettaglio USA YoY (media a 3 mesi)

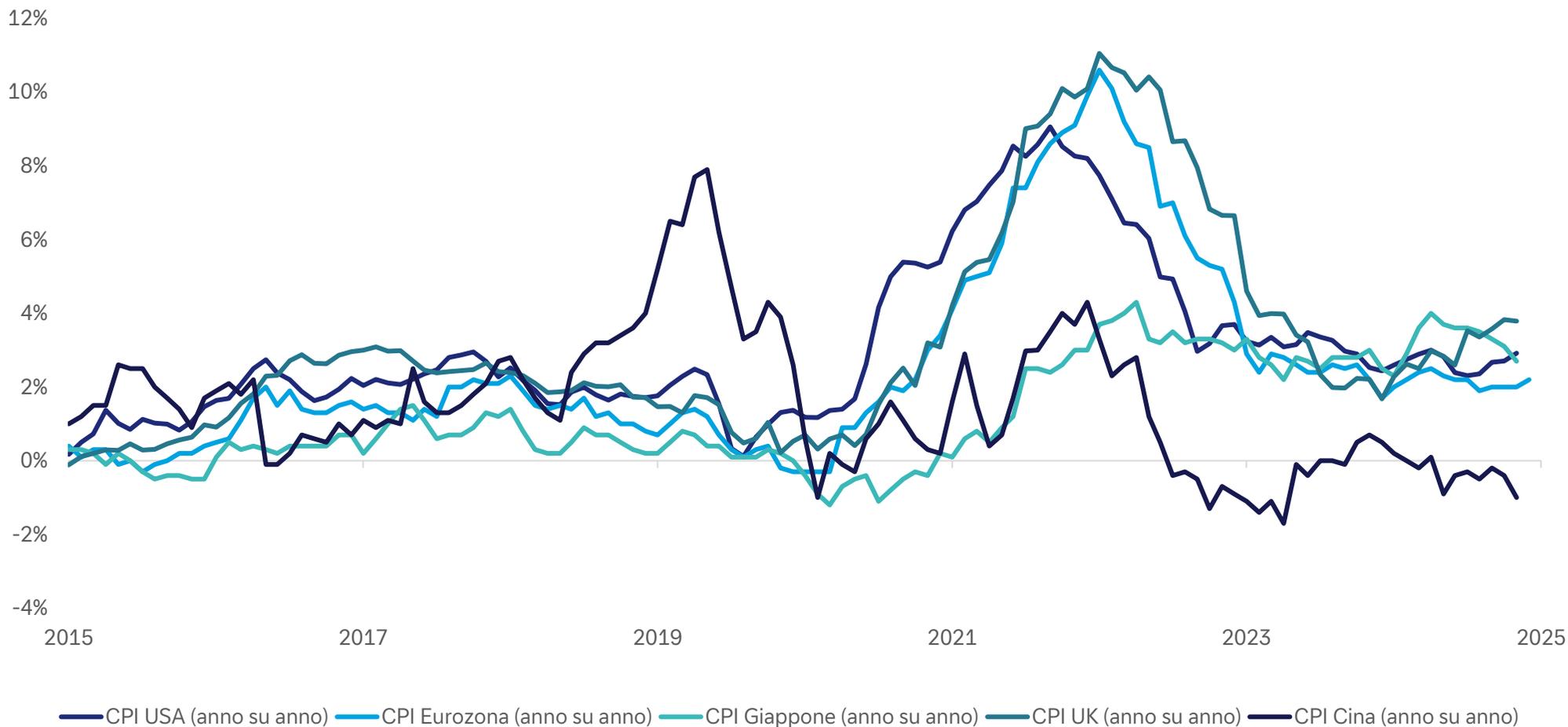


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Inflazione in calo di recente



Indice dei prezzi al consumo (YoY)

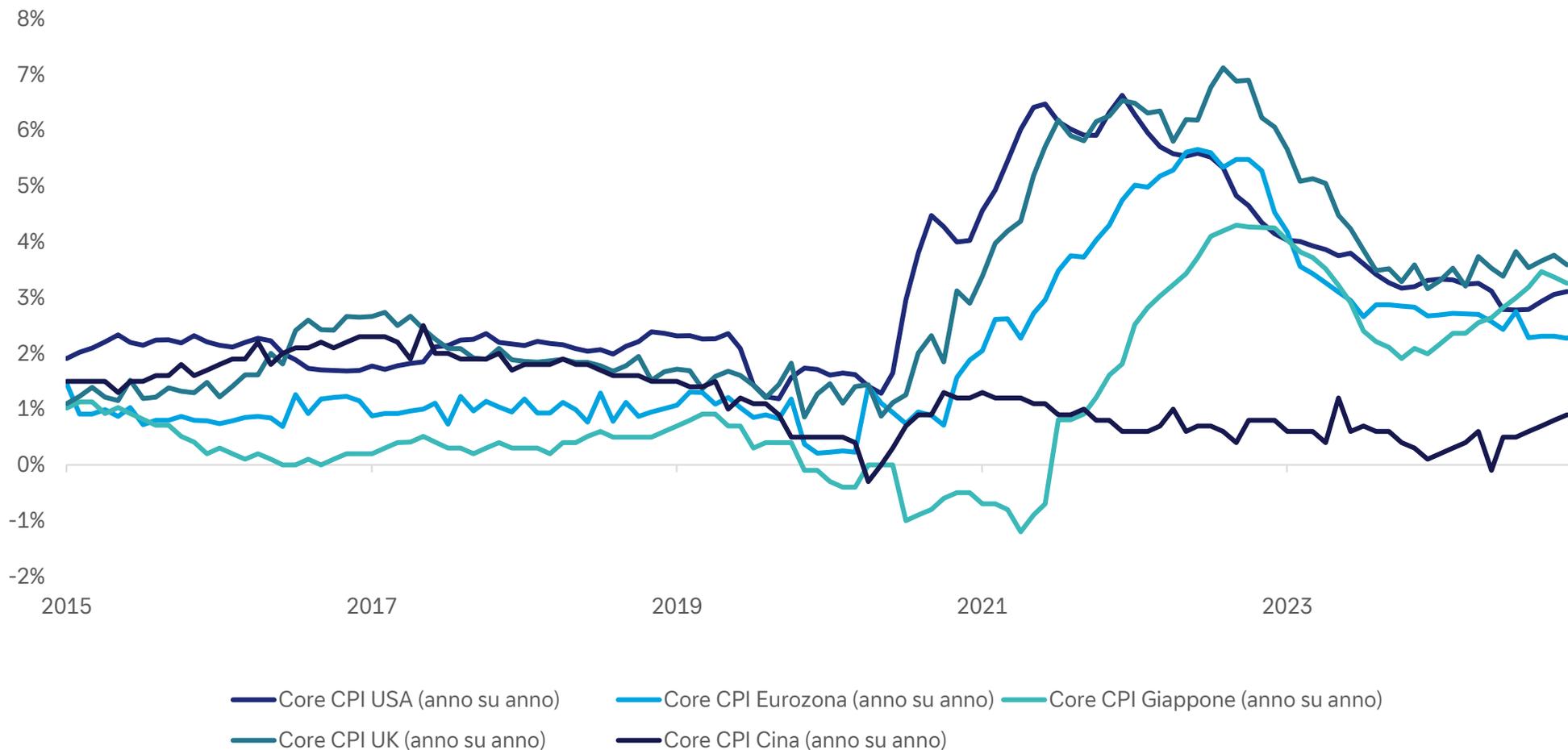


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Ma l'inflazione core è ancora piuttosto alta



Indice Core dei prezzi al consumo (YoY)

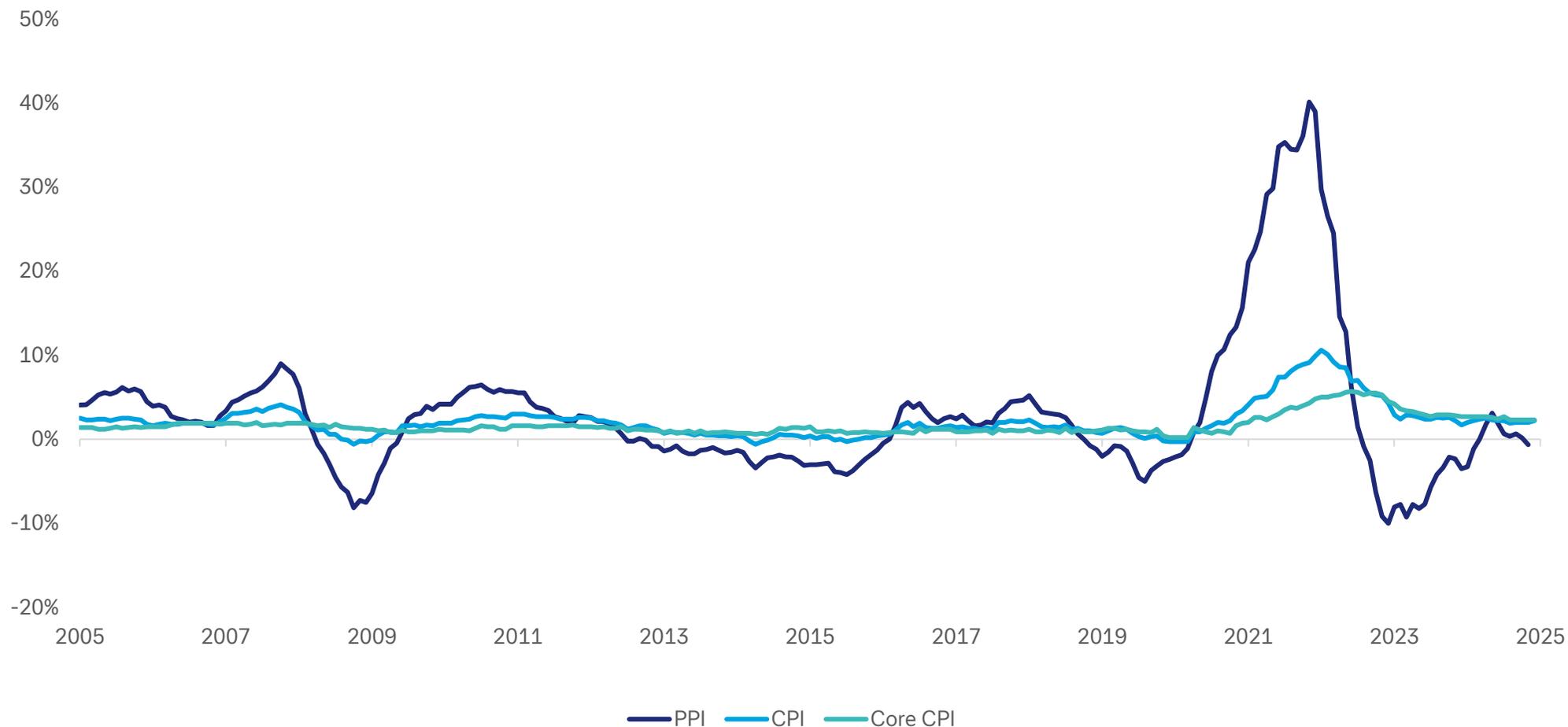


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

I prezzi alla produzione si sono normalizzati in Eurozona



Indice dei prezzi alla produzione e indice dei prezzi al consumo in Eurozona (YoY)

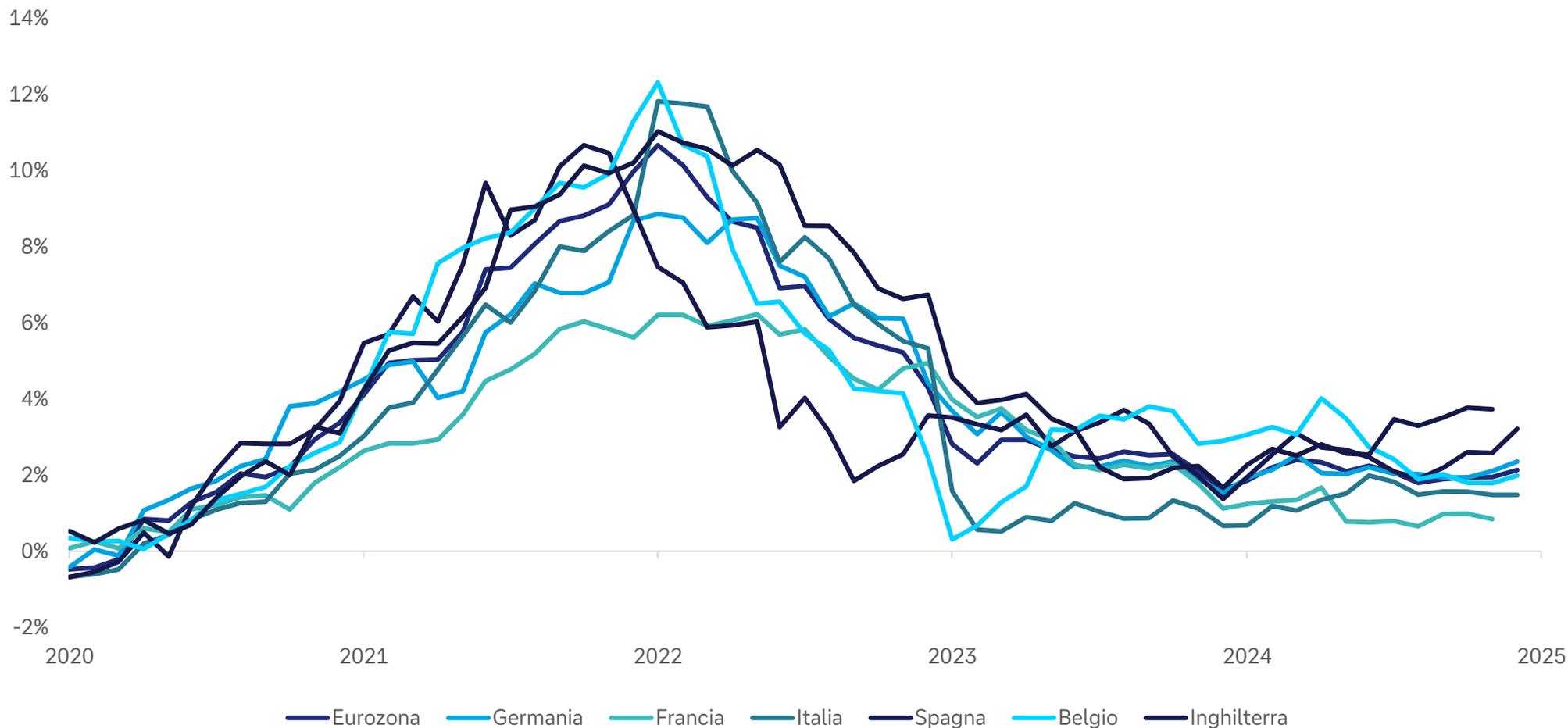


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Le pressioni sui prezzi, tuttavia, non sono omogenee tra i Paesi europei



Indice dei prezzi al consumo in Europa (YoY)

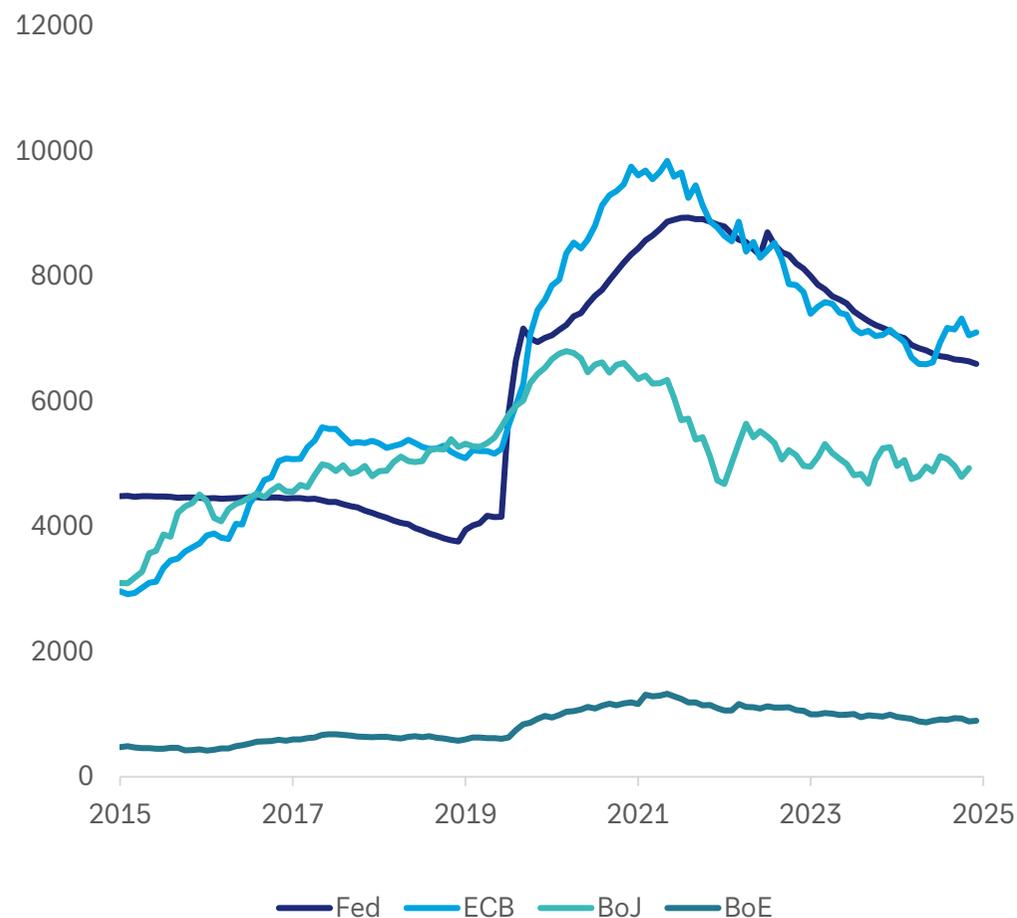


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

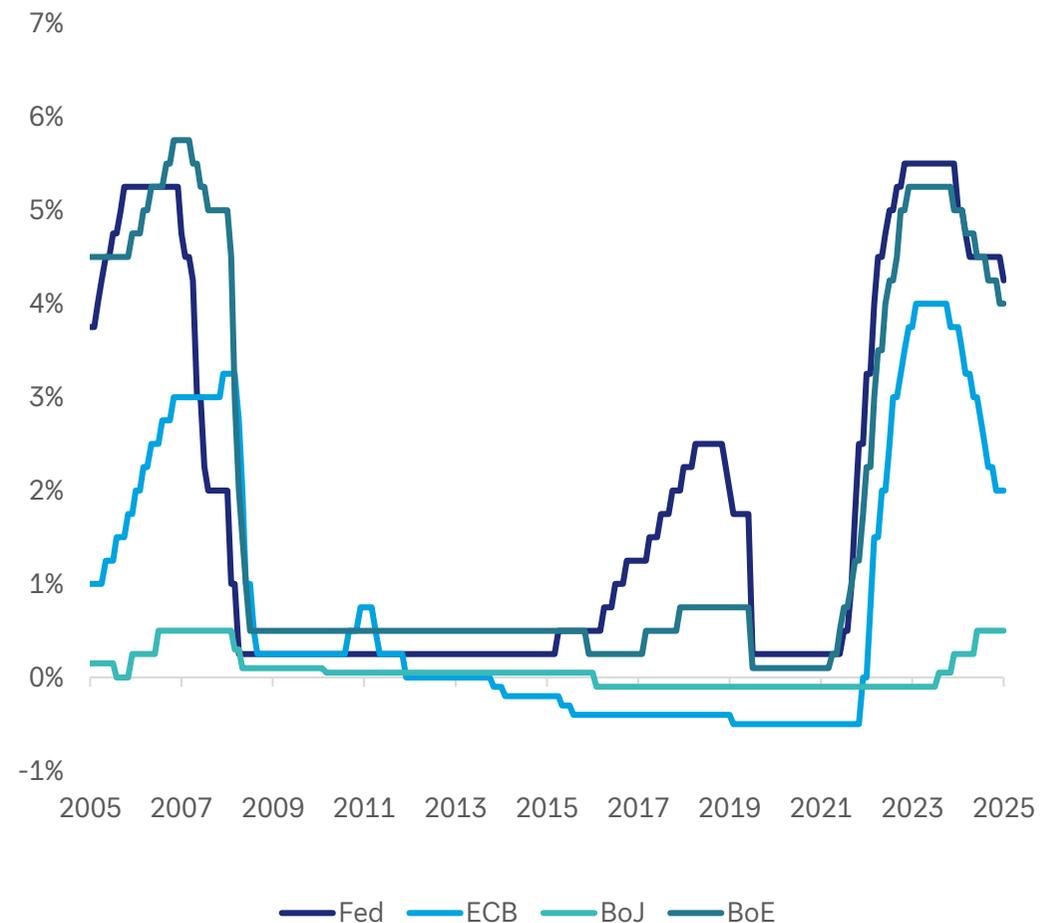
Le Banche Centrali hanno tagliato i tassi praticamente in tutto il mondo



Bilanci delle Banche Centrali (in USD miliardi)



Tassi di interesse di riferimento



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.



I mercati obbligazionari



Outlook

- I rendimenti dei **Treasury USA** sono contenuti a causa del rallentamento economico. Ma la pressione politica verso la Fed dovrebbe far salire i rendimenti sulle scadenze più lunghe. La ripresa economica prevista per il 2026 - insieme ai tagli dei tassi - dovrebbe portare ad una curva dei rendimenti più ripida e un premio a termine più alto soprattutto sulle lunghe scadenze. Ma vi sono alcuni fattori che potrebbero impedire ai rendimenti a lunga scadenza di salire troppo. L'emissione è concentrata più a breve termine e meno sui titoli a lunga scadenza e la deregolamentazione del settore finanziario sta alimentando la domanda di titoli di Stato USA. Infine, anche la nuova legislazione sulle stablecoin ne sta aumentando la domanda. I rischi per un aumento dei rendimenti maggiore, tuttavia, non vanno trascurati, soprattutto in caso di pressione inflattiva derivante dal sostegno fiscale contemporaneo all'allentamento monetario (settembre 2026 Treasury a 10 anni: 4,25%; Treasury a 2 anni: 3,50%).
- La crescita tedesca dovrebbe migliorare nel periodo di previsione e l'espansione fiscale, con il conseguente aumento delle emissioni di titoli di stato, stanno già spingendo i rendimenti dei **Bund** al rialzo. La riforma delle pensioni olandesi sta alimentando la volatilità sui titoli a lungo termine, anche se i Bund rimangono un bene rifugio. La loro relativa stabilità - soprattutto in considerazione dei rischi idiosincratici che i mercati obbligazionari statunitensi e francesi stanno affrontando - continua a limitare la pressione al rialzo sui rendimenti (settembre 2026 Bund a 10 anni: 2,60%; Bund a 2 anni: 1,80%).
- Gli spread sui mercati **investment grade in USD e EUR** sono sui minimi da decenni, sostenuti dai forti flussi e dai fondamentali di bilancio solidi. L'offerta netta, in particolare per i titoli finanziari, è stata su livelli più bassi rispetto a quelli dell'anno scorso. Anche se prevediamo che la domanda di carry rimarrà solida, prevediamo un modesto allargamento degli spread.
- Analogamente, i mercati **high yield** scambiano su livelli storicamente bassi. L'offerta di USD HY è stata limitata ma gli investitori continuano ad essere attratti da dei rendimenti complessivi vicini al 7%. Al contrario, l'offerta di HY EUR è stata ampia grazie alla maggiore chiarezza sui dazi settoriali. Ci si attende che i tassi di default rimangano elevati, a indicare un possibile allargamento degli spread in prospettiva.
- Gli spread dei **titoli sovrani EM** sono anch'essi ai minimi pluriennali grazie ai flussi ingenti, al dollaro debole, e ai rendimenti elevati, in un contesto di accordi commerciali. I fondamentali sono già incorporati nei prezzi, pertanto la protezione contro eventuali rischi è limitata e anticipiamo un allargamento. Anche sul mercato del **credito in Asia** gli spread sono ai minimi storici grazie alla domanda robusta, buoni fondamentali e una minore offerta, pertanto prevediamo un possibile aumento degli spread. I rendimenti complessivi, tuttavia, rimangono al di sopra delle medie post-grande crisi finanziaria (GFC) e offrono un carry attraente.

Source: Deutsche Bank AG. Data as of September 3, 2025.

Previsioni

Previsione a
settembre 2025

Target
settembre 2026

Rendimento di mercato per i titoli sovrani (in percentuale)

Stati Uniti (2 anni)	3,50
Stati Uniti (10 anni)	4,25
Stati Uniti (30 anni)	4,75
Germania (2 anni)	1,80
Germania (10 anni)	2,60
Germania (30 anni)	3,20
Regno Unito (10 anni)	4,20
Giappone (2 anni)	1,20
Giappone (10 anni)	1,90

Tassi di interesse di riferimento (in percentuale)

Stati Uniti (tasso dei federal funds)	3,00-3,25
Eurozona (tasso sui depositi)	1,75
Regno Unito (tasso repo)	3,50
Giappone (tasso overnight call)	1,00

Spread di credito & obbligazioni sovrane dei Paesi Emergenti (in bps)

EUR IG Corp	85
EUR HY	320
USD IG Corp	85
USD HY	300
Credito Asia	130
Titoli sovrani EM	330

Aumento delle aspettative di inflazione negli Stati Uniti



Le aspettative di inflazione in Eurozona e negli Stati Uniti

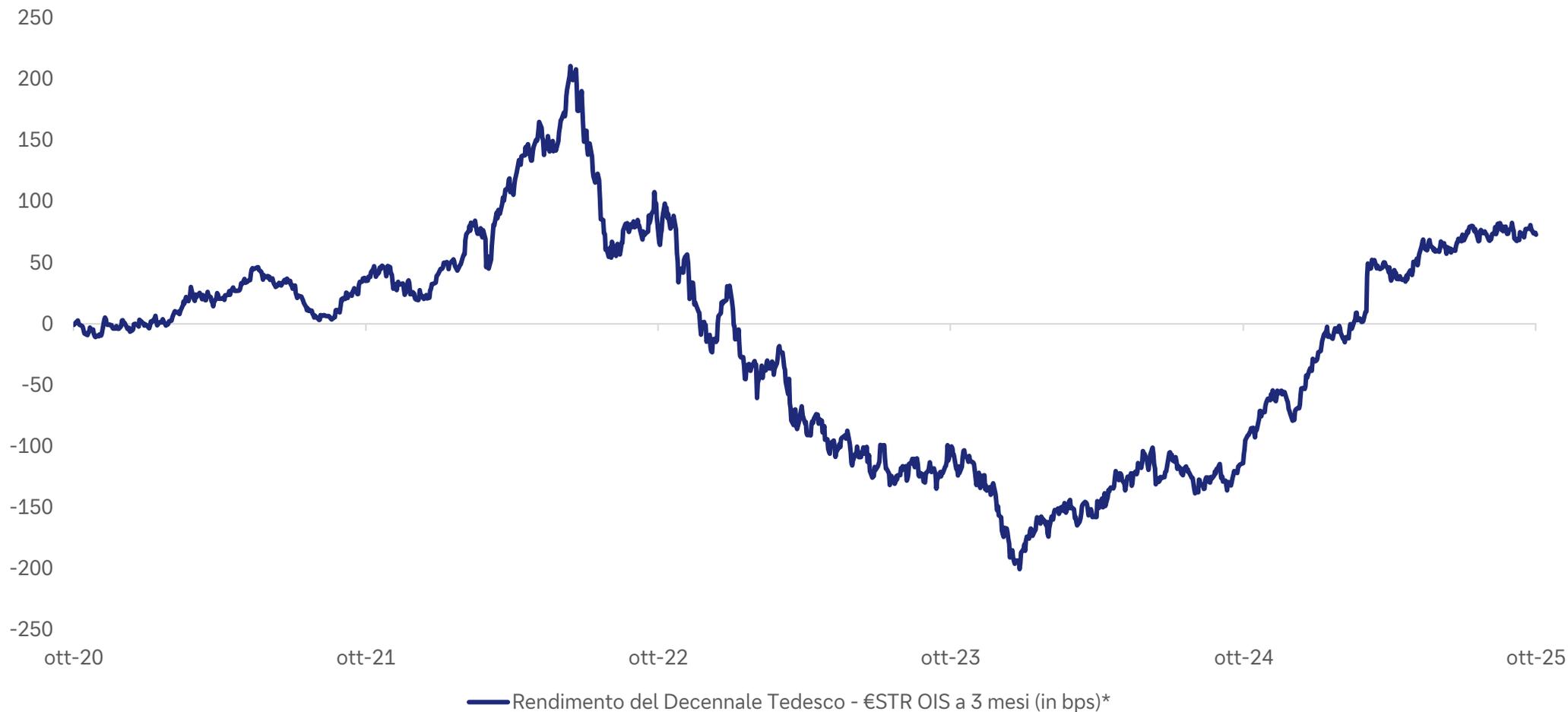


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Curva dei rendimenti del Bund normalizzata



Differenza tra il rendimento del Bund a 10 anni e il tasso a 3 mesi EUR Short Term Rate

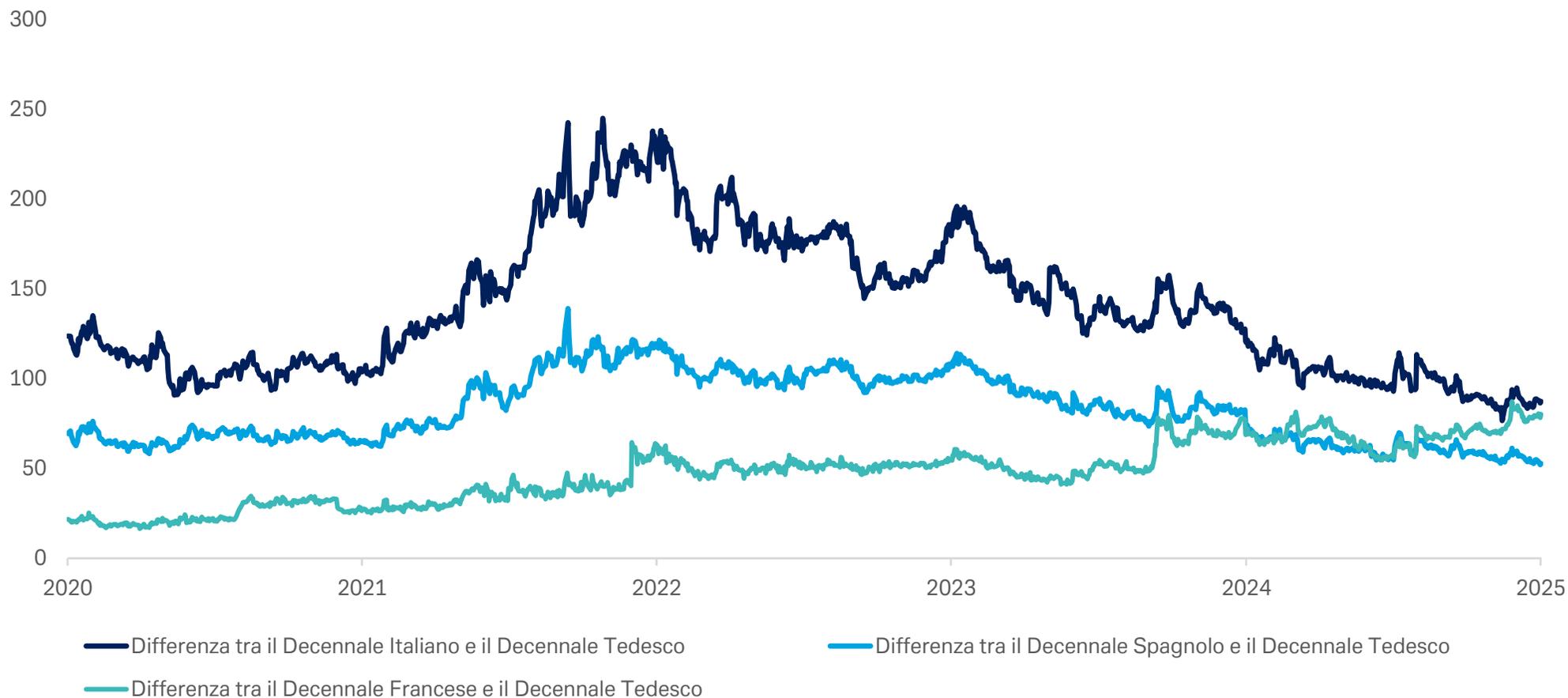


* Libor a 3 mesi fino al 31.12.2020, dopo tasso a 3 mesi Euro Short Term Rate (€STR) ottenuto tramite il tasso Overnight Interest Swap (OIS).
Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Gli spread dei Paesi dell'Eurozona sono in diminuzione



Spread dei titoli di Stato a 10 anni per i maggiori Paesi dell'Eurozona

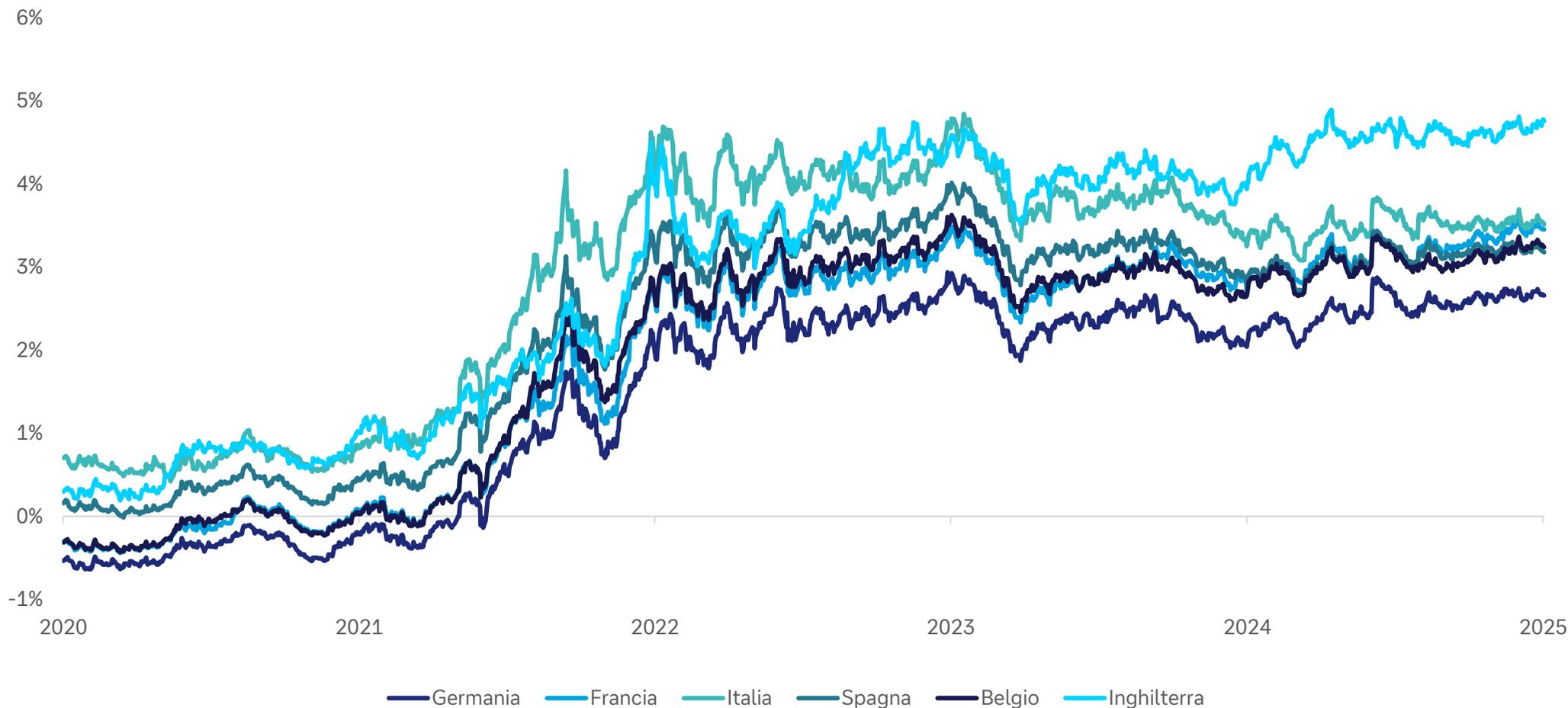


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Rendimenti in rialzo tra i Paesi dell'Europa



Rendimenti a 10 anni per i titoli sovrani di una selezione di Paesi dell'Europa



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Curve dei rendimenti in normalizzazione in Eurozona



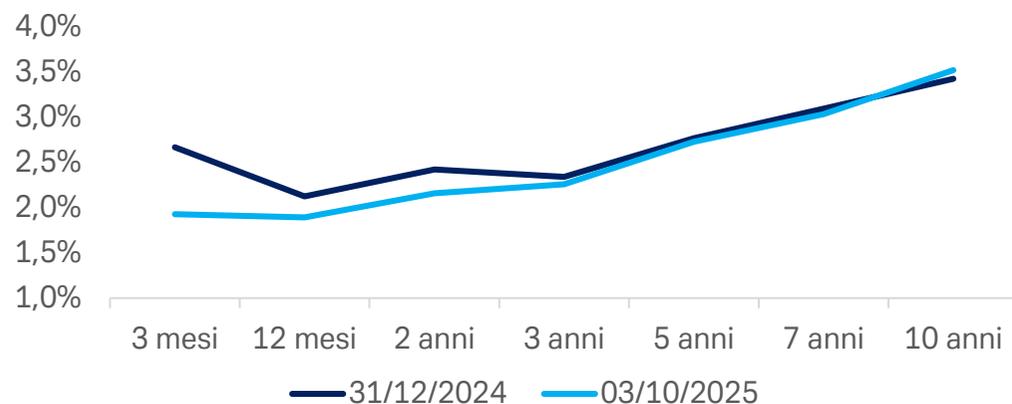
Curva dei rendimenti USA



Curva dei rendimenti Germania



Curva dei rendimenti Italia



Curva dei rendimenti Spagna

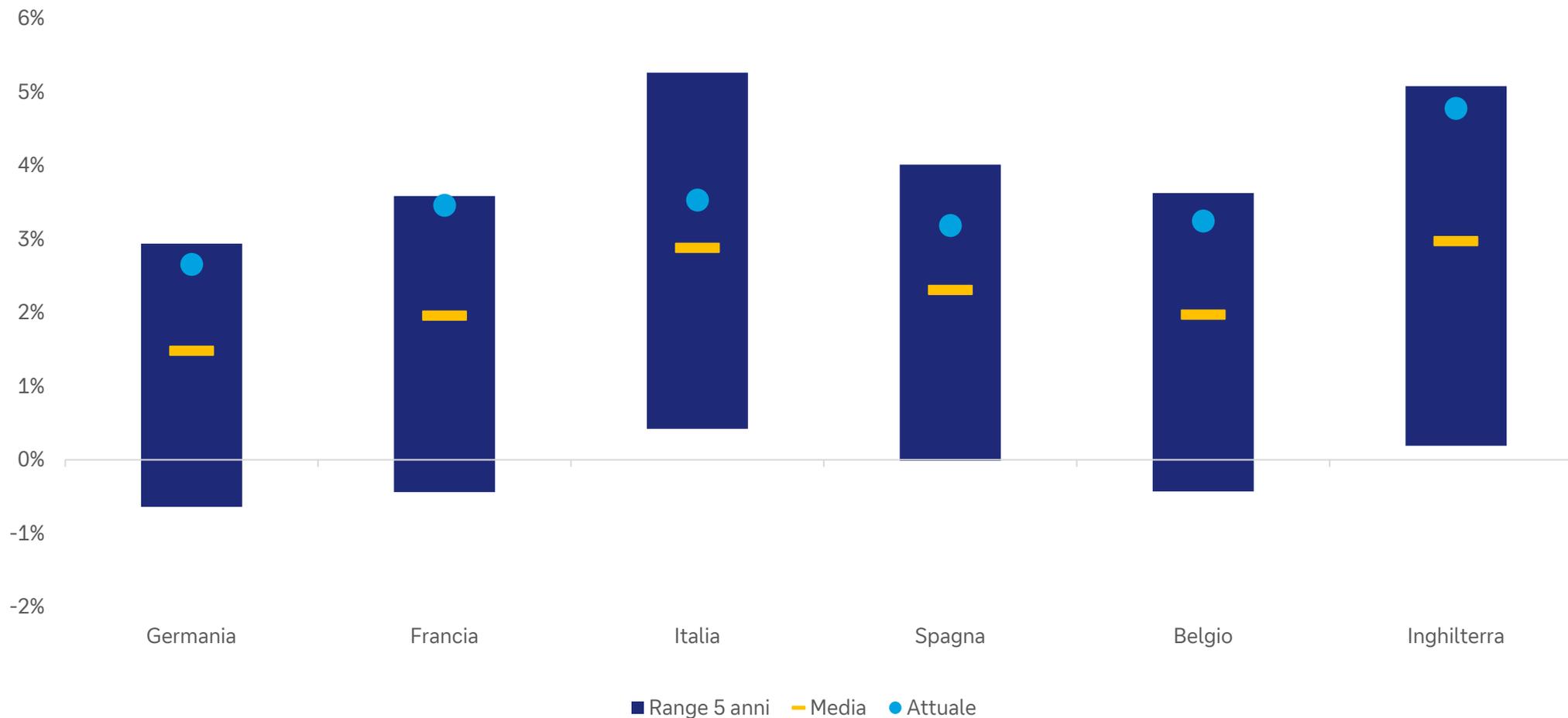


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Il livello dei rendimenti per una selezione di mercati europei



Rendimenti a 10 anni dei titoli di Stato di una selezione di Paesi negli ultimi 5 anni

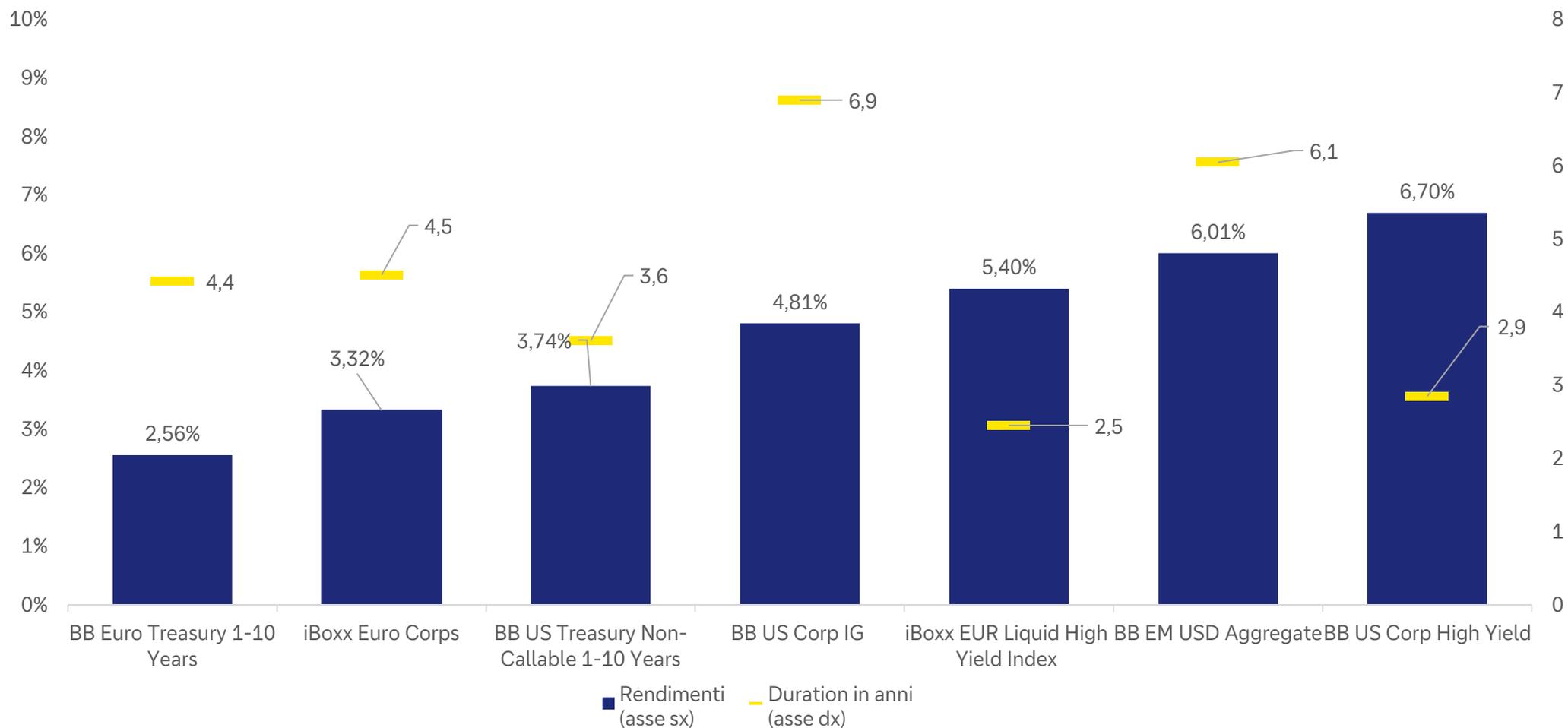


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati all'1 ottobre 2025.

L'obbligazionario è tornato ad essere una fonte di reddito



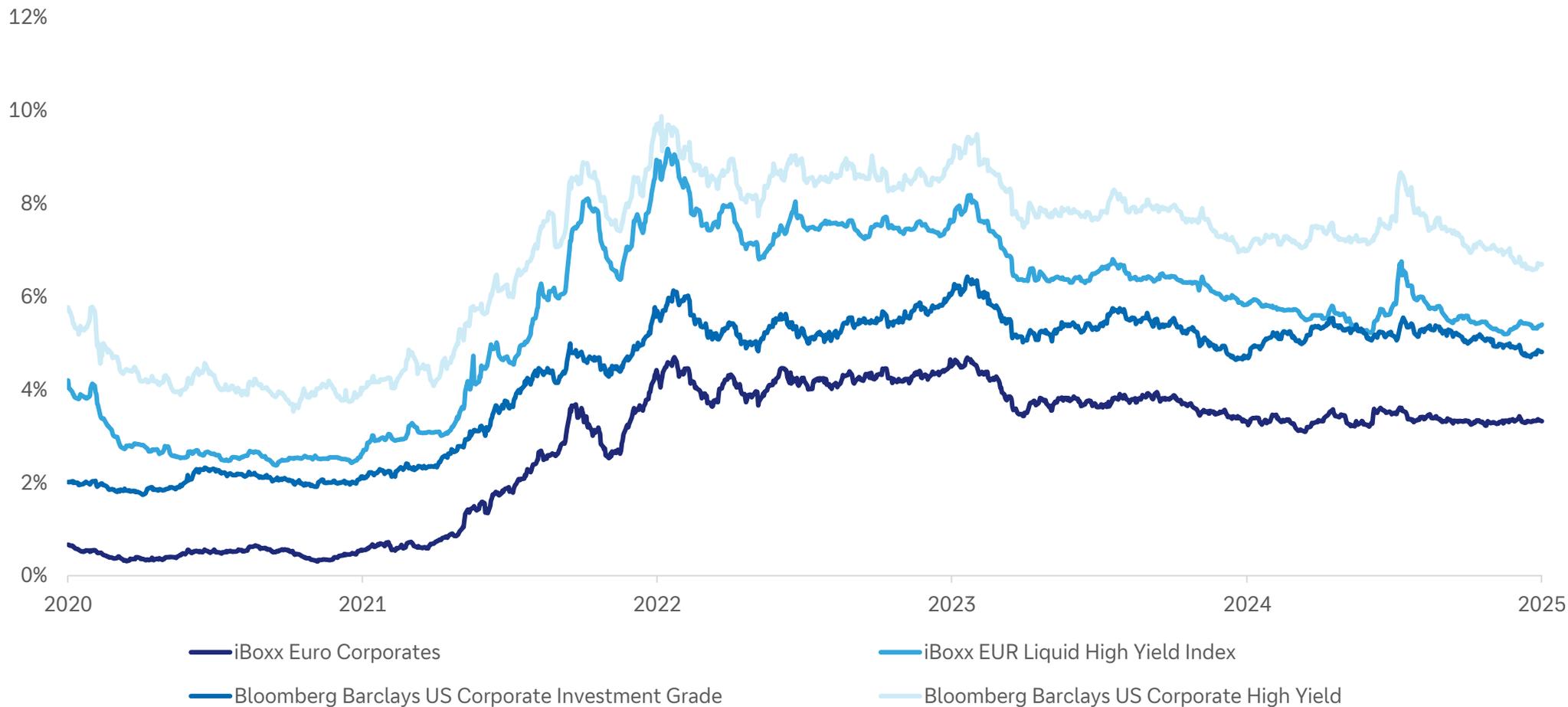
Rendimenti e duration dei diversi mercati obbligazionari



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati all'1 ottobre 2025.



Rendimenti sui mercati del credito IG e HY

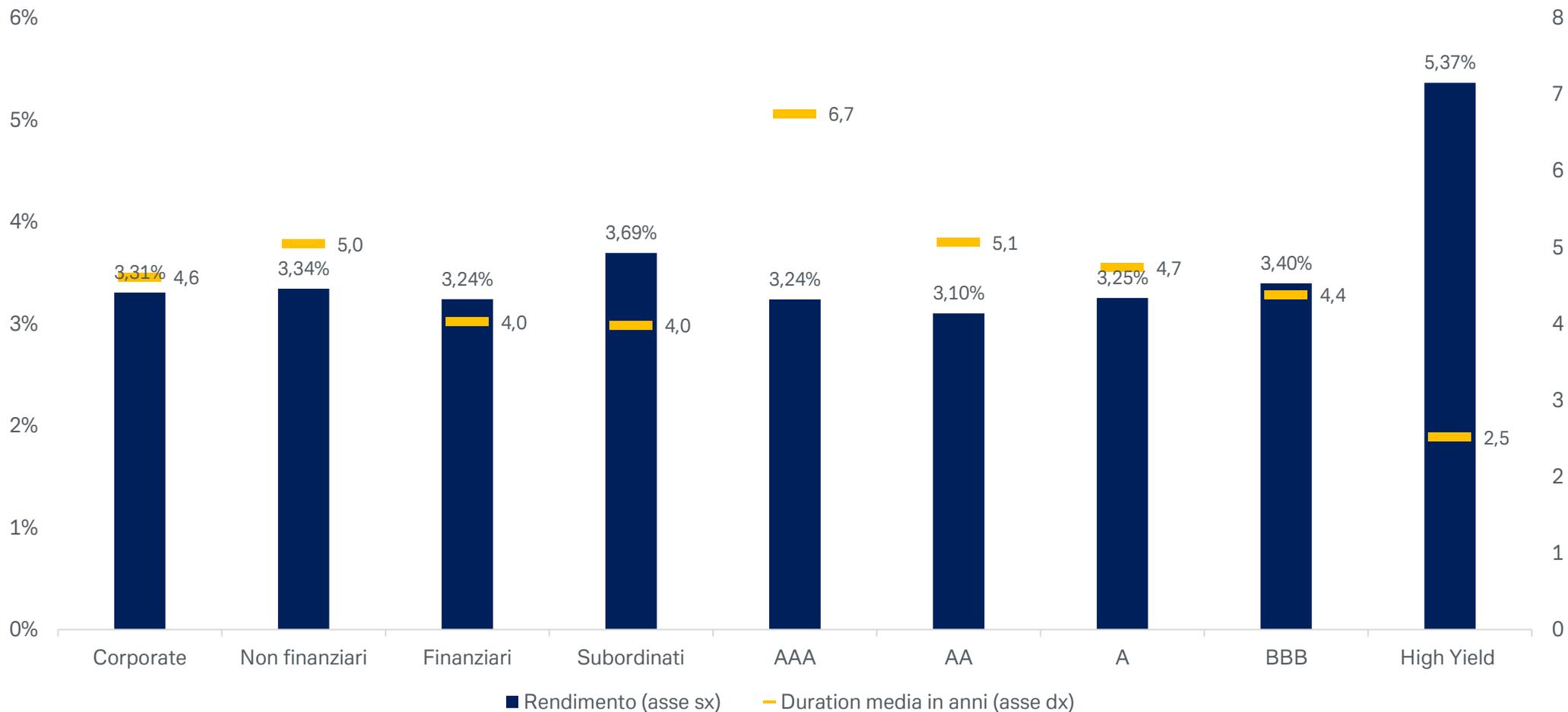


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati all'1 ottobre 2025.

Rendimenti e duration dei segmenti del mercato del credito in EUR



Rendimenti e duration degli indici iBoxx per i mercati europei in EUR



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.



I mercati azionari



Outlook

- Nonostante alcune battute d'arresto, i **mercati azionari globali** hanno vissuto un'estate positiva grazie agli accordi commerciali tra gli Stati Uniti e diversi Paesi che hanno ridotto l'incertezza. L'ultima stagione degli utili ha indicato che le aziende si stanno adattando al nuovo contesto relativamente bene. Manteniamo una visione positiva sull'asset class - anche se ci attendiamo ulteriori battute d'arresto - e prevediamo che la crescita degli utili societari sarà buona in tutte le regioni, sostenendo i prezzi. Abbiamo rivisto i nostri target per i principali indici azionari al rialzo.
- Le **azioni statunitensi** hanno raggiunto nuovi record. Gli investitori si sono concentrati sulla resilienza degli utili, sulla deregolamentazione, sulla possibilità di una politica monetaria più accomodante e sul One Big Beautiful Bill Act. Le imprese statunitensi del settore digitale continuano a mostrare una crescita grazie ai progressi dell'intelligenza artificiale. Su queste premesse abbiamo innalzato il target sull'S&P 500 a 6.800 punti entro i prossimi 12 mesi, con delle aspettative di continua crescita degli utili.
- Le **azioni europee** hanno vissuto un modesto stallo dopo i guadagni dall'inizio dell'anno. Un ritorno verso le azioni statunitensi, l'incertezza nel settore dei semiconduttori e della sanità sono stati i driver maggiori. Ma queste dovrebbero recuperare sostenute da dalla maggiore spesa fiscale in Germania, al posizionamento limitato degli investitori, alle valutazioni attraenti e al maggiore interesse di diversificazione dagli attivi americani, insieme alla crescita degli utili. Il nostro nuovo obiettivo per l'indice STOXX Europe 600 è di 575 punti.
- Le **azioni giapponesi** sono salite parecchio in estate grazie alla stagione degli utili del secondo trimestre solida che è stata sostenuta dall'accordo commerciale tra il Giappone e gli Stati Uniti e dall'attesa di nuovi stimoli fiscali in seguito alle dimissioni del Primo Ministro Ishiba. In prospettiva, le azioni giapponesi dovrebbero essere sostenute da un contesto economico in miglioramento, dalla crescita degli utili e dalle riforme in atto in tema di governance delle società. Manteniamo una prospettiva positiva per l'MSCI Giappone e abbiamo alzato il nostro target per l'indice a 1.920 punti.
- Negli ultimi mesi i guadagni dei **mercati azionari dei Paesi emergenti** sono stati contrastanti. Le azioni cinesi, una parte sostanziale del mercato, hanno beneficiato delle iniziative governative volte a ridurre l'eccesso di capacità produttiva e a migliorare il pricing power delle aziende, nonché di un maggiore interesse degli investitori per il tema dell'intelligenza artificiale. Per contro, le controversie in materia di dazi tra Stati Uniti e India hanno pesato sul mercato indiano. Per il futuro, prevediamo uno momentum positivo sostenuto dai guadagni nel settore tecnologico, dalla debolezza del dollaro USA e dalla possibilità di nuovi accordi commerciali. Il nostro target aggiornato per l'indice MSCI Emerging Markets è di 1.320 punti.

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati al 3 settembre 2025.

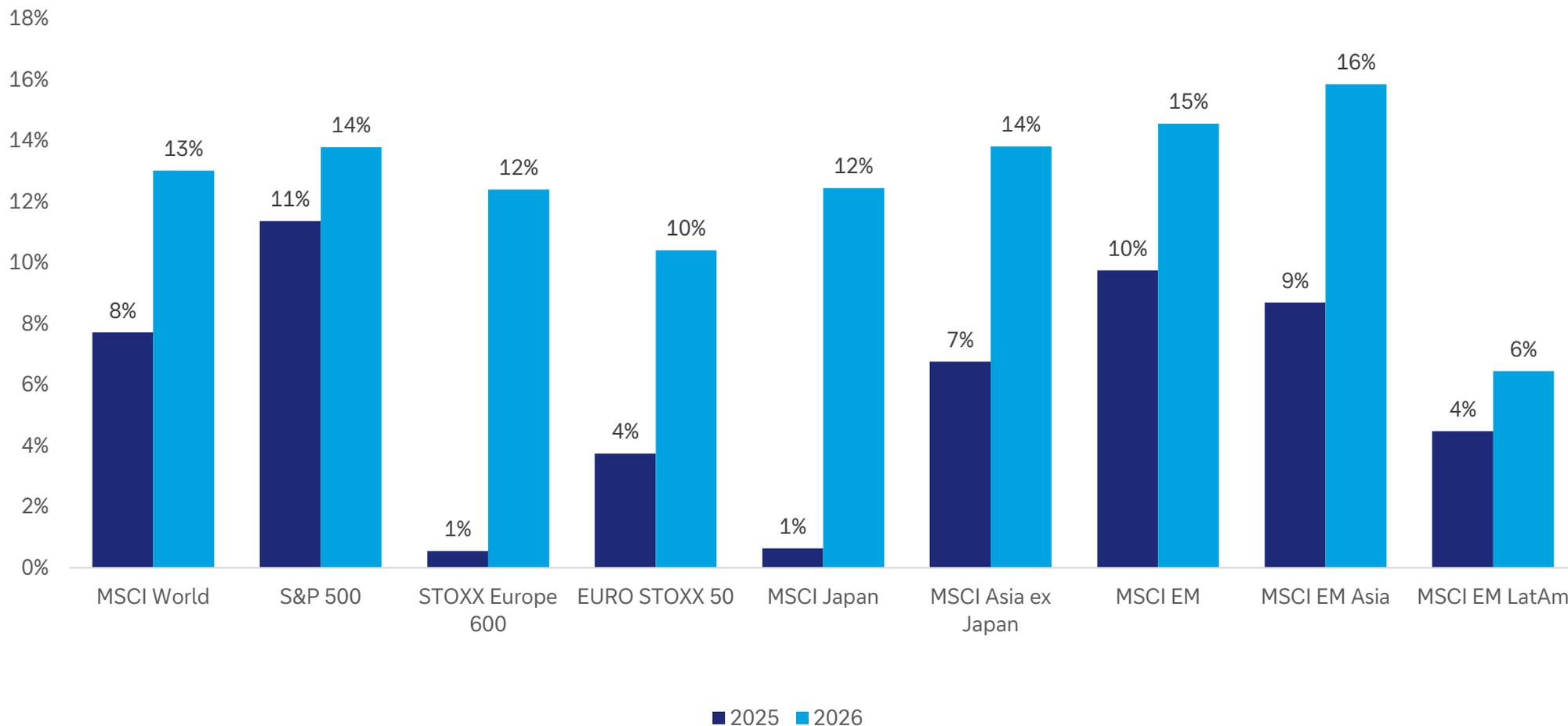
Previsioni

	Previsione a settembre 2025
	Target settembre 2026
Indici azionari	
Stati Uniti (S&P 500)	6.800
Germania (DAX)	25.900
Eurozona (Eurostoxx 50)	5.650
Europa (Stoxx 600)	575
Giappone (MSCI Japan)	1.920
Svizzera (SMI)	12.650
Regno Unito (FTSE 100)	9.500
Mercati Emergenti (MSCI EM)	1.320
Asia escluso Giappone (MSCI Asia ex Japan)	865

Gli utili societari sono attesi ancora in crescita nei prossimi anni



Aspettative di consenso di crescita degli utili societari (YoY)

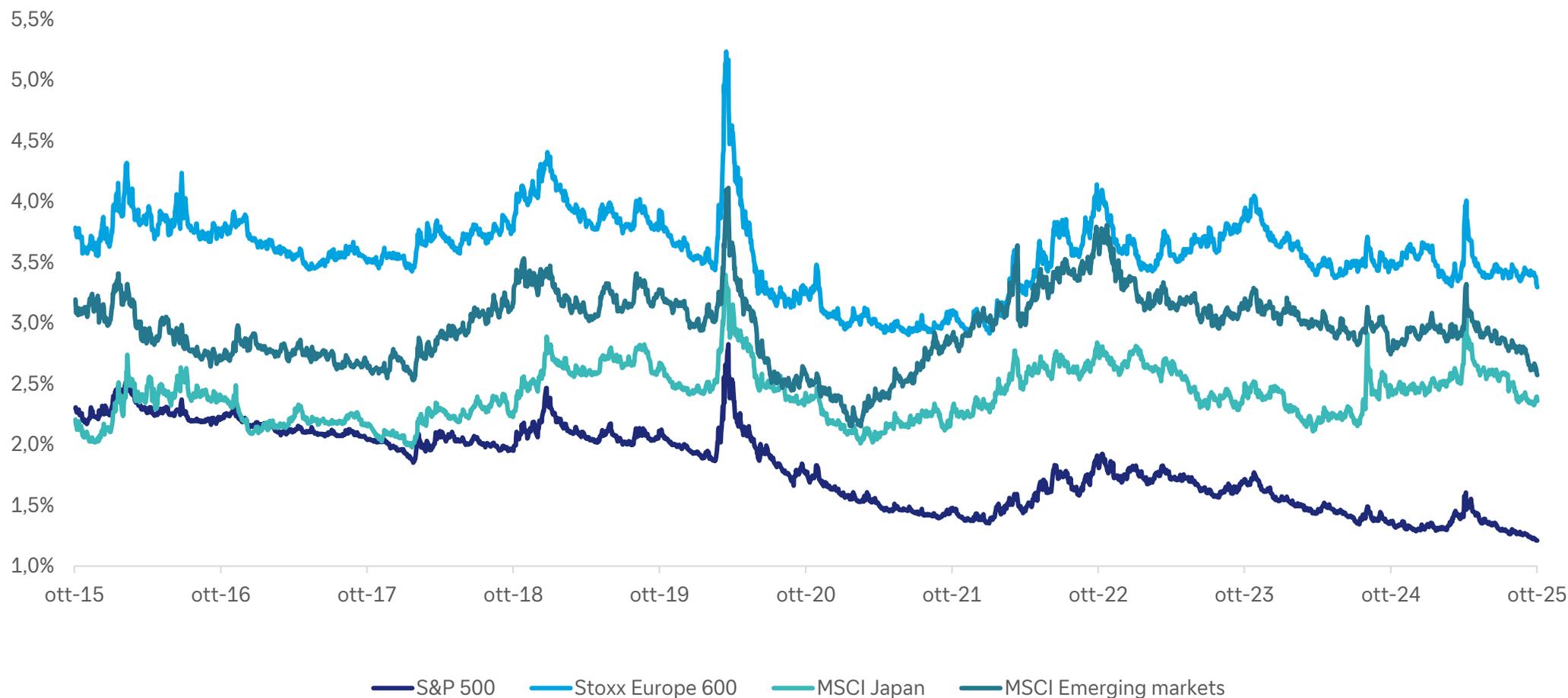


Nota: per il Giappone, il 2025 si riferisce all'anno fiscale 2026 (da aprile 2025 a fine marzo 2026). Il 2026 si riferisce all'anno fiscale 2027 (da aprile 2026 a fine marzo 2027).
Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Il Dividend Yield è ancora una fonte rilevante di rendimento – al di fuori degli Stati Uniti



Dividend Yield nei prossimi 12 mesi nel corso degli ultimi 10 anni

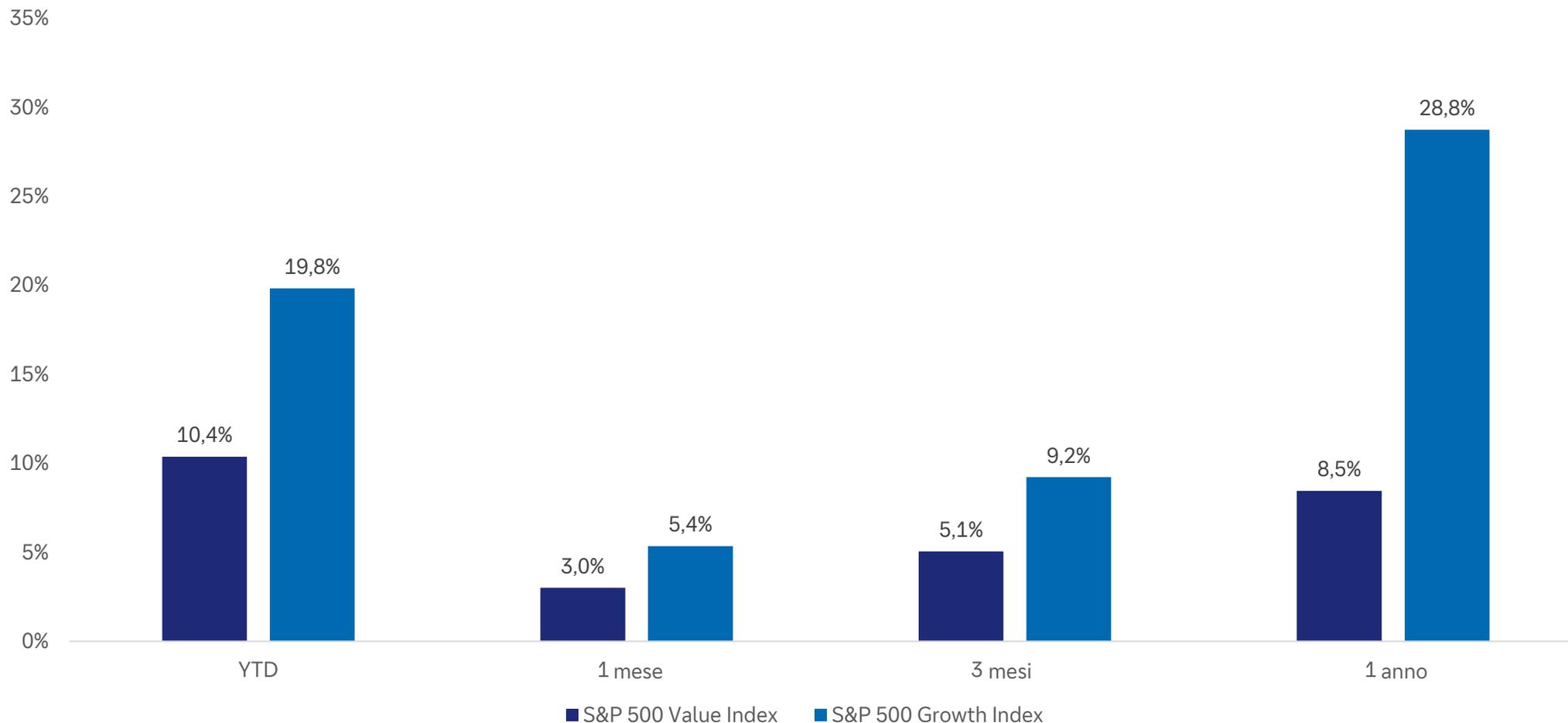


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Negli Stati Uniti il fattore “Growth” continua a sovraperformare il “Value”



Performance dell'indice S&P 500 Value e Growth

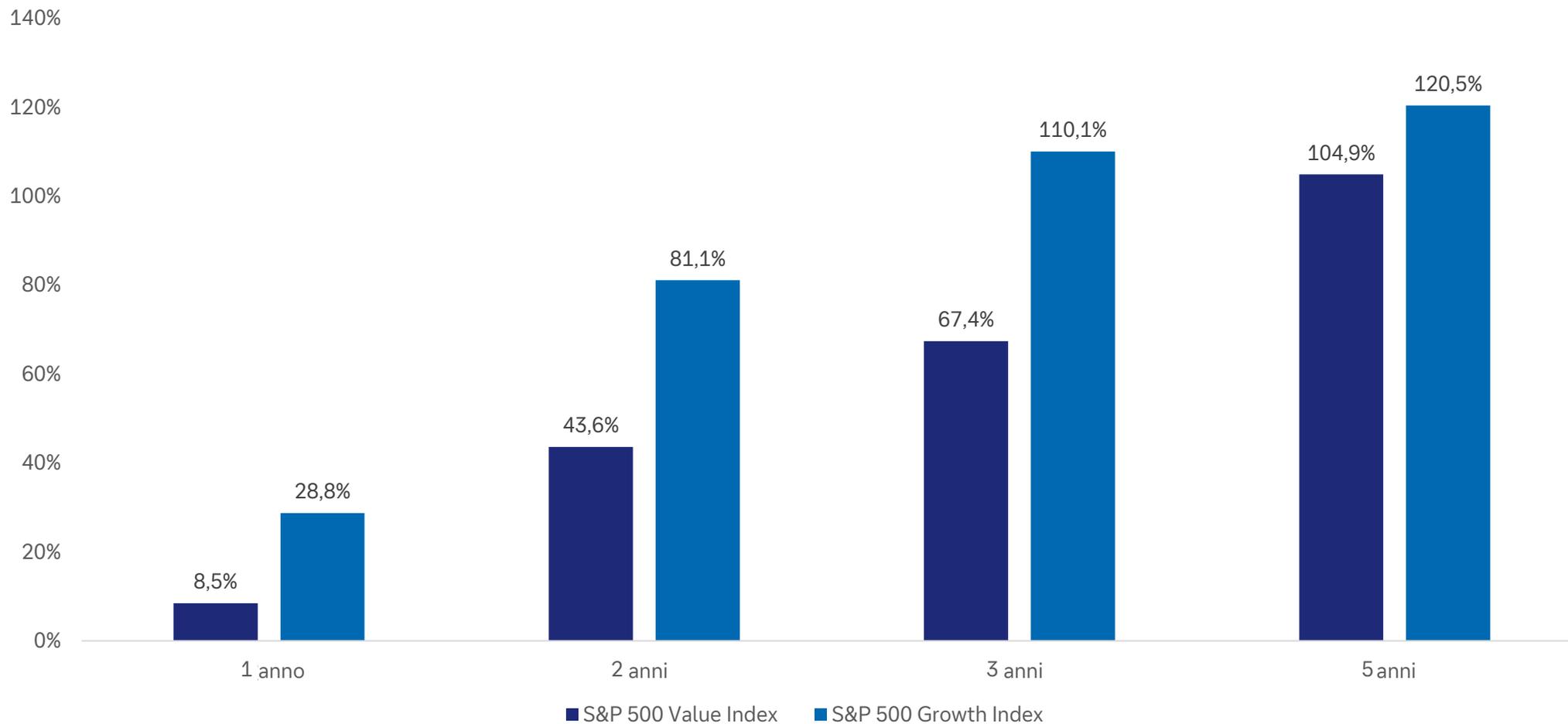


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Nel lungo termine, il fattore “Growth” registra la performance migliore



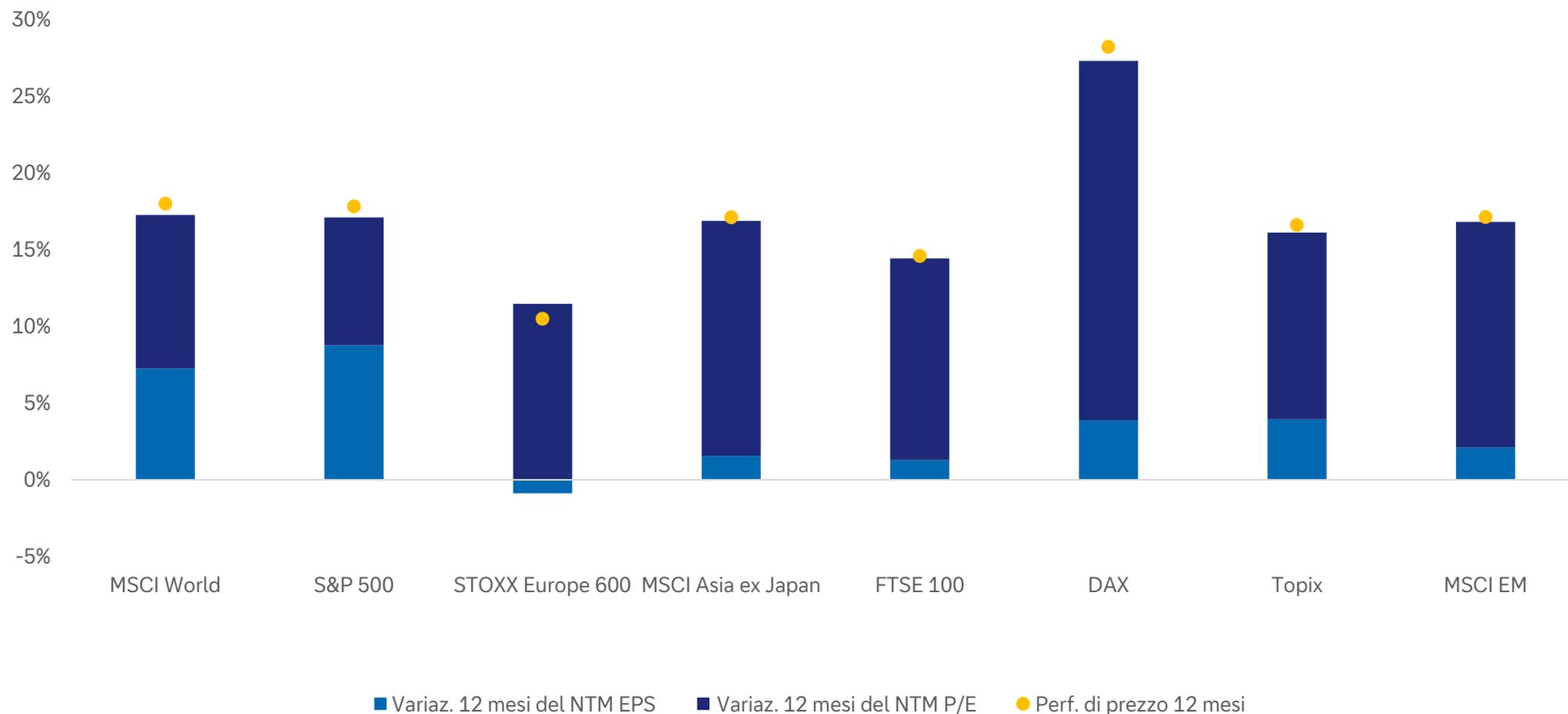
Performance dell'indice S&P 500 Value e Growth



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.



Variatione dei NTM EPS, NTM P/E e performance di prezzo nell'arco degli ultimi 12 mesi

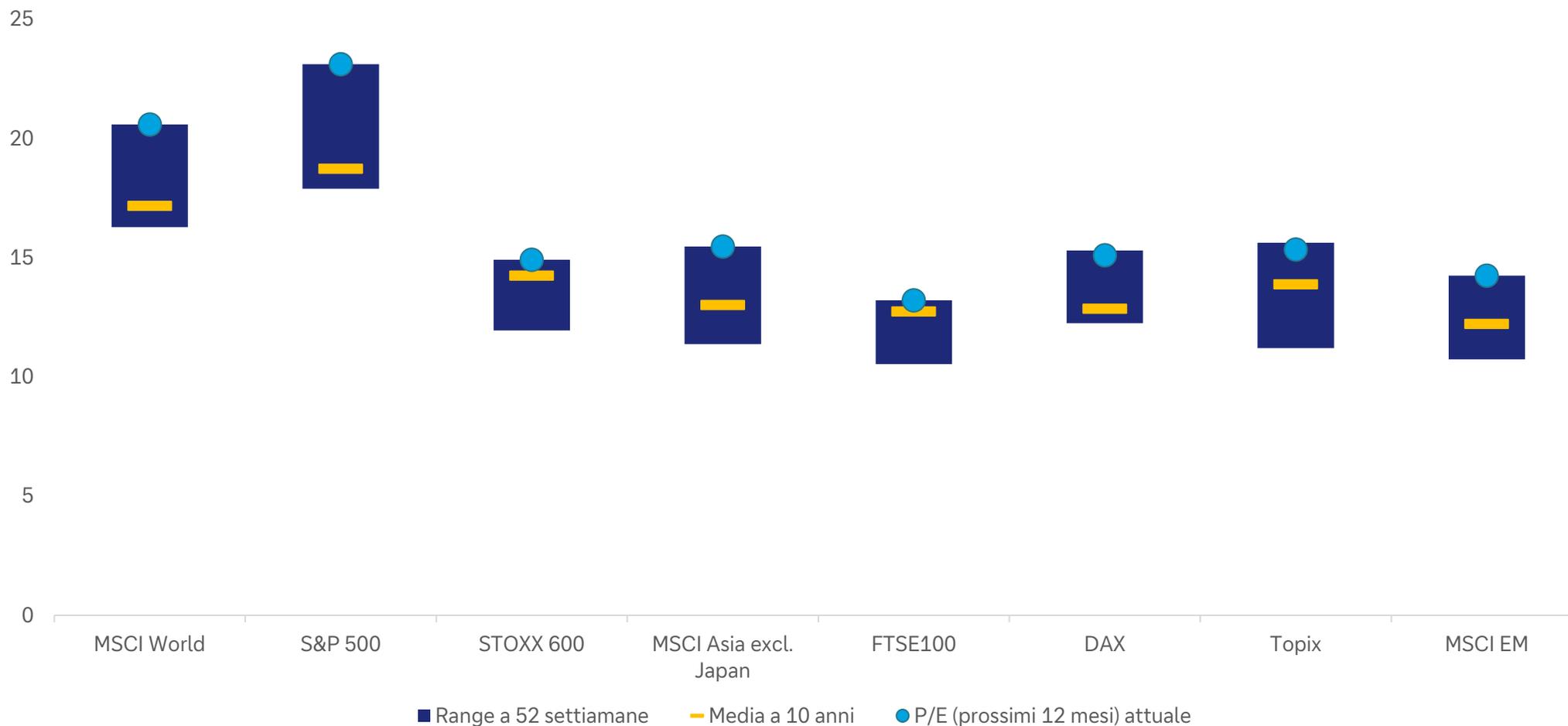


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

I mercati azionari USA scambiano a premio rispetto ai mercati azionari globali



NTM P/E – Valore attuale, range delle ultime 52 settimane e media a 10 anni

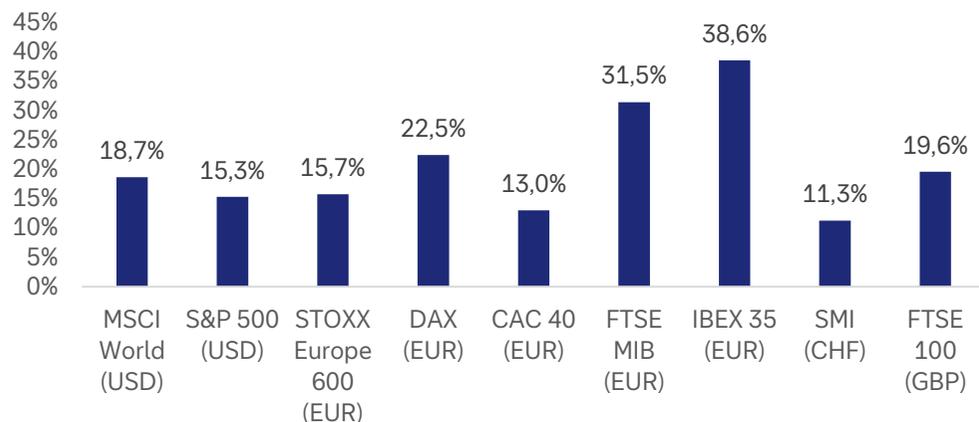


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

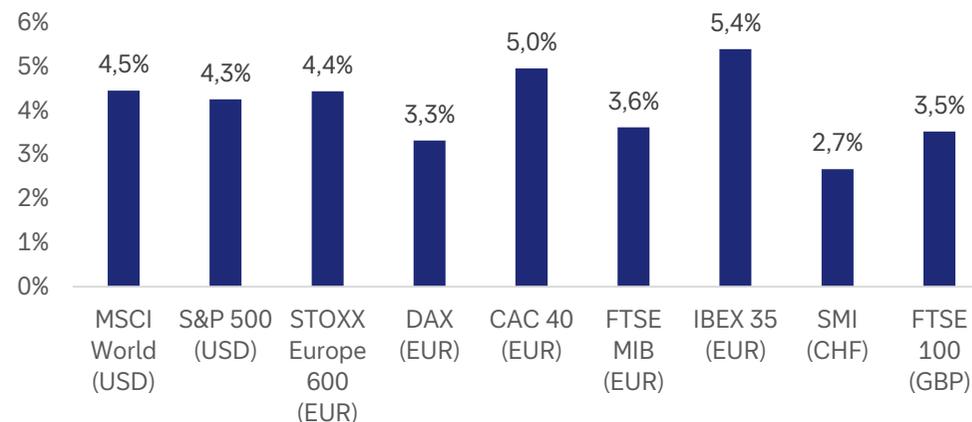
I mercati azionari statunitensi hanno recuperato terreno dopo la sottoperformance di inizio anno



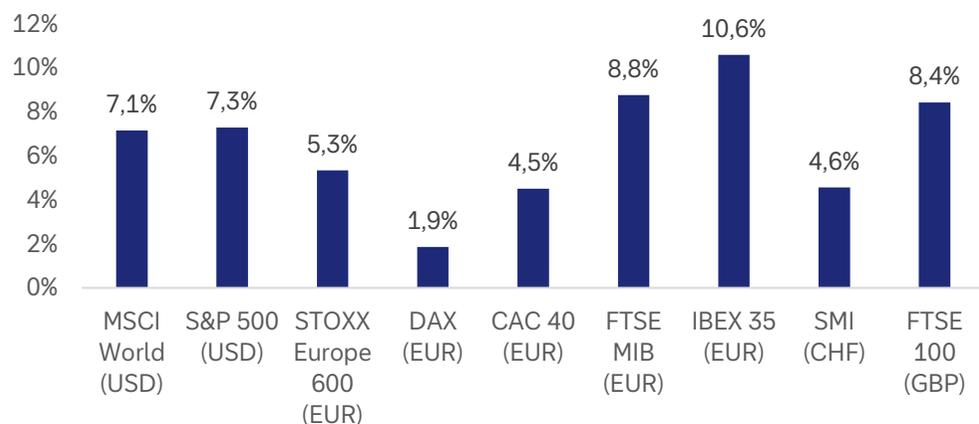
Performance YTD



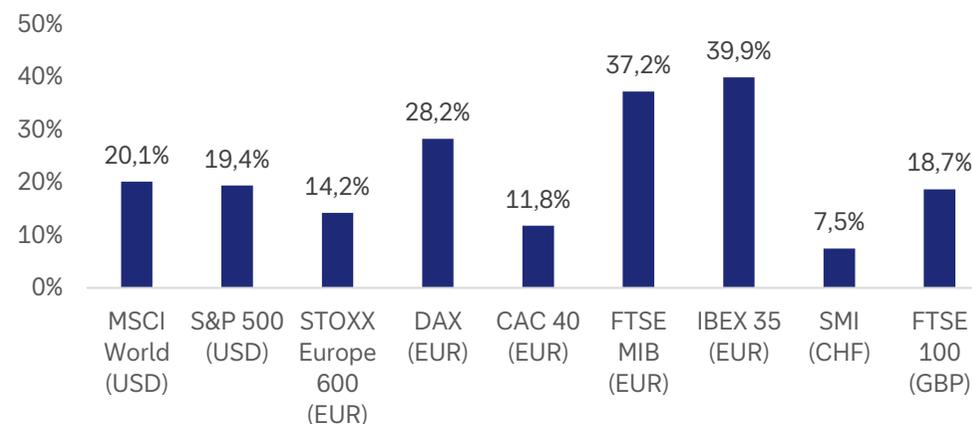
Performance 1 mese



Performance 3 mesi



Performance 1 anno

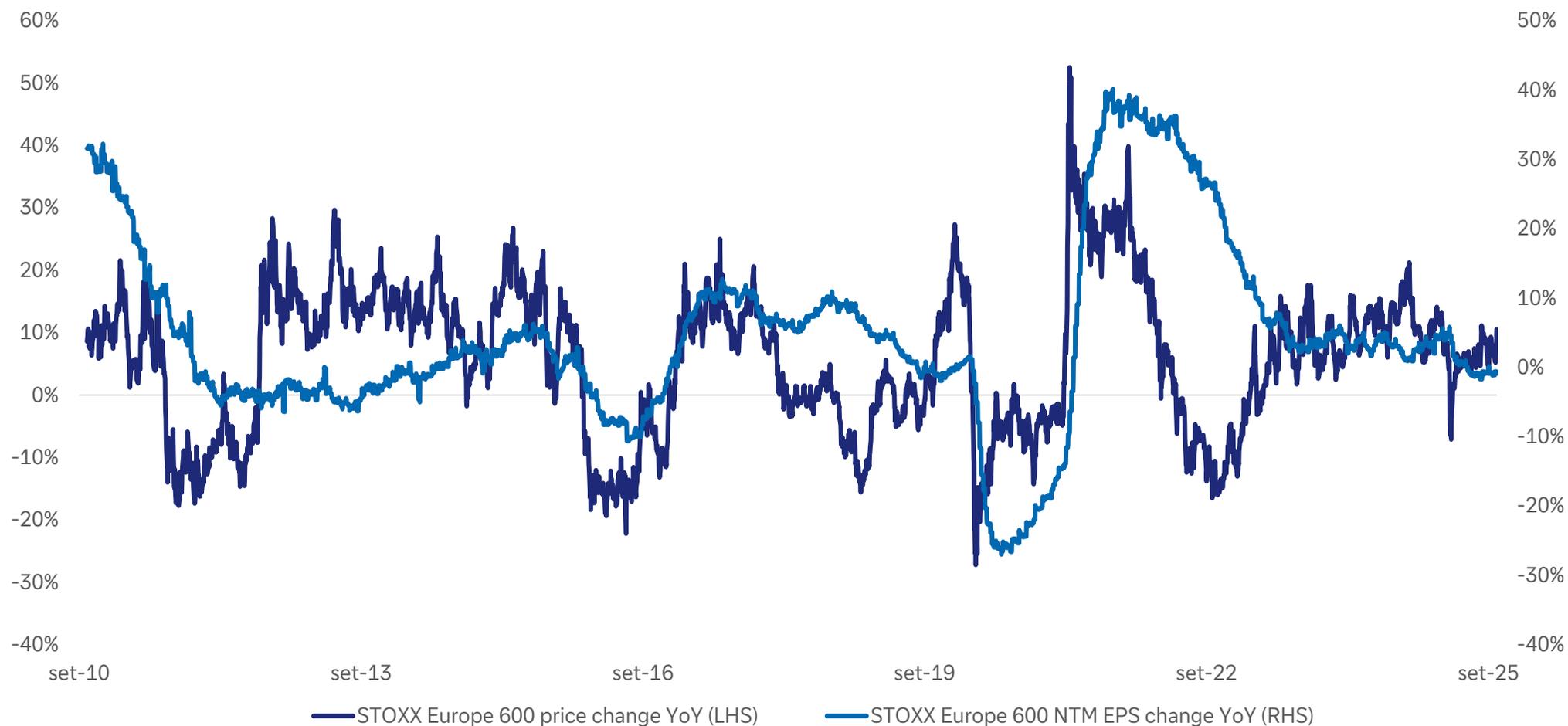


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Aspettative di crescita degli utili discrete



Andamento dello STOXX Europe 600 vs. variazione del NTM EPS

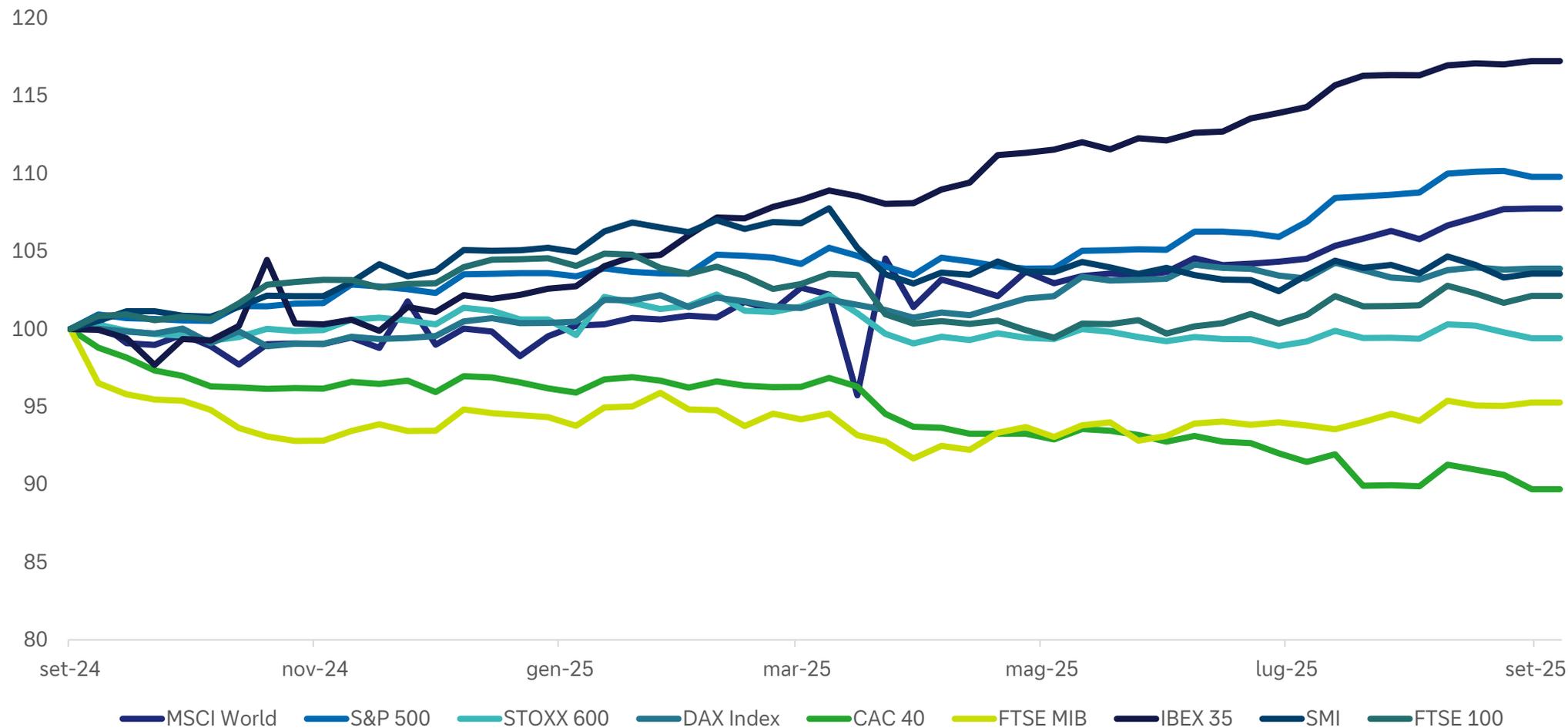


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Crescita degli utili in aumento ma sotto la superficie vi sono trend divergenti



Andamento delle aspettative di consenso per NTM EPS nell'arco degli ultimi 12 mesi

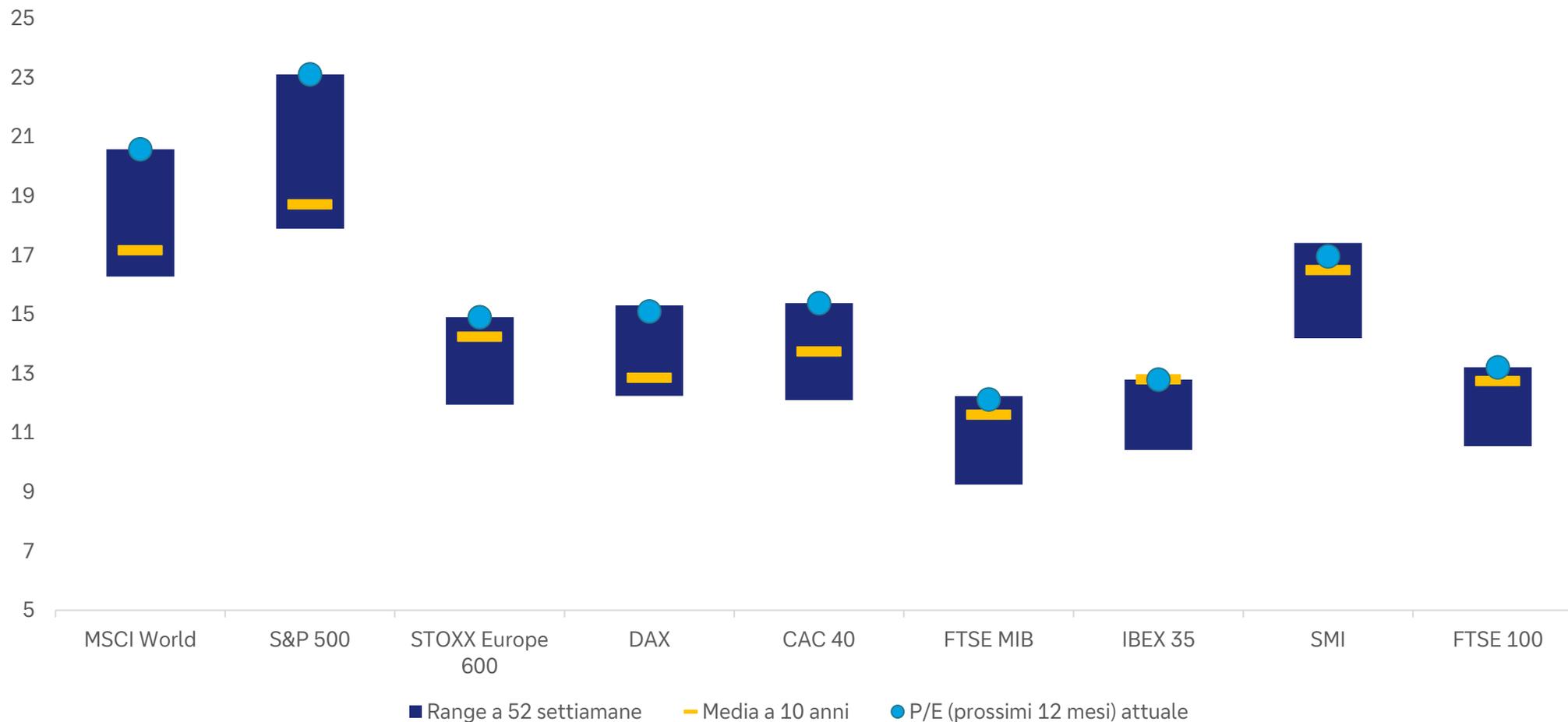


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Le valutazioni sono sopra la media degli ultimi 10 anni



NTM P/E (livello attuale, media degli ultimi anni e range a 52 settimane)

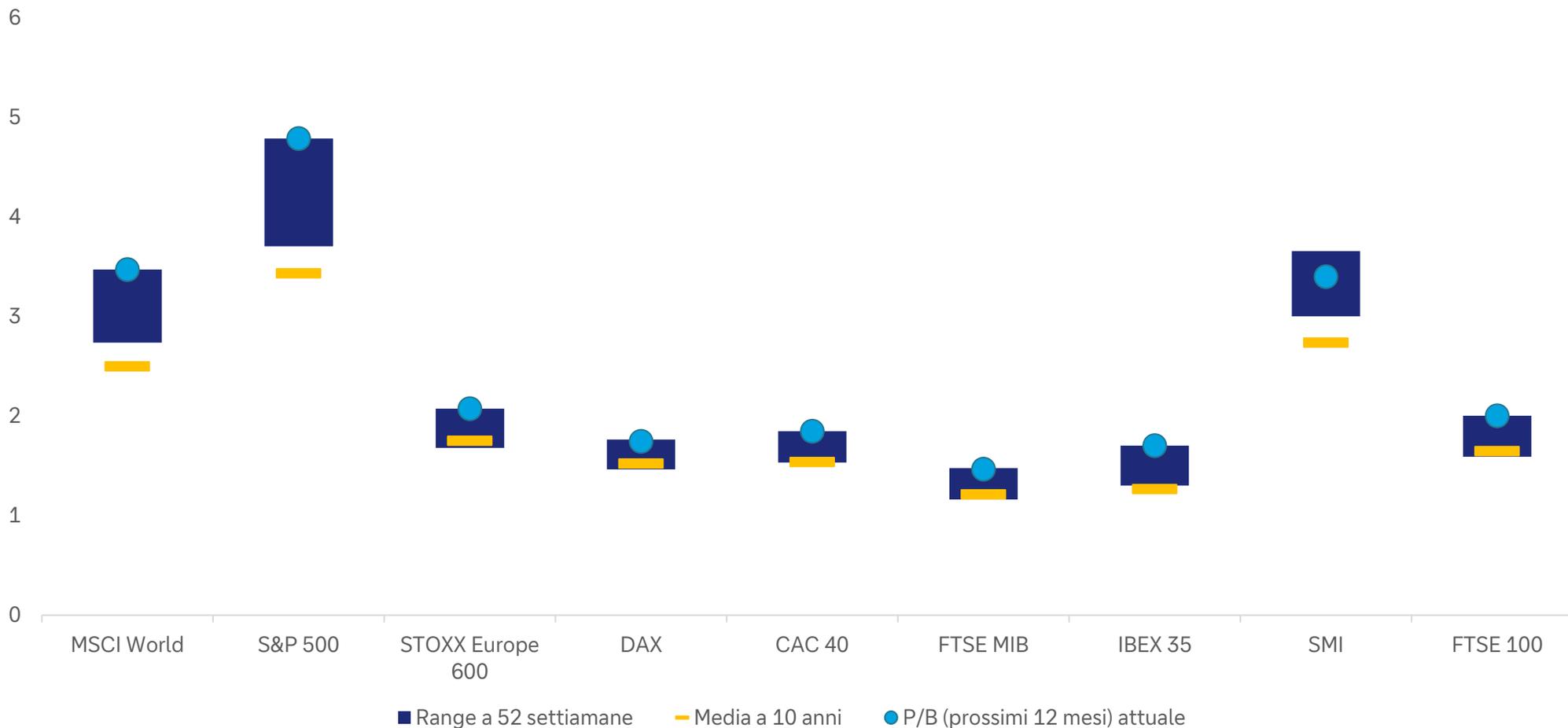


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

NTM P/B divergenti



NTM P/B (livello attuale, media degli ultimi anni e range a 52 settimane)

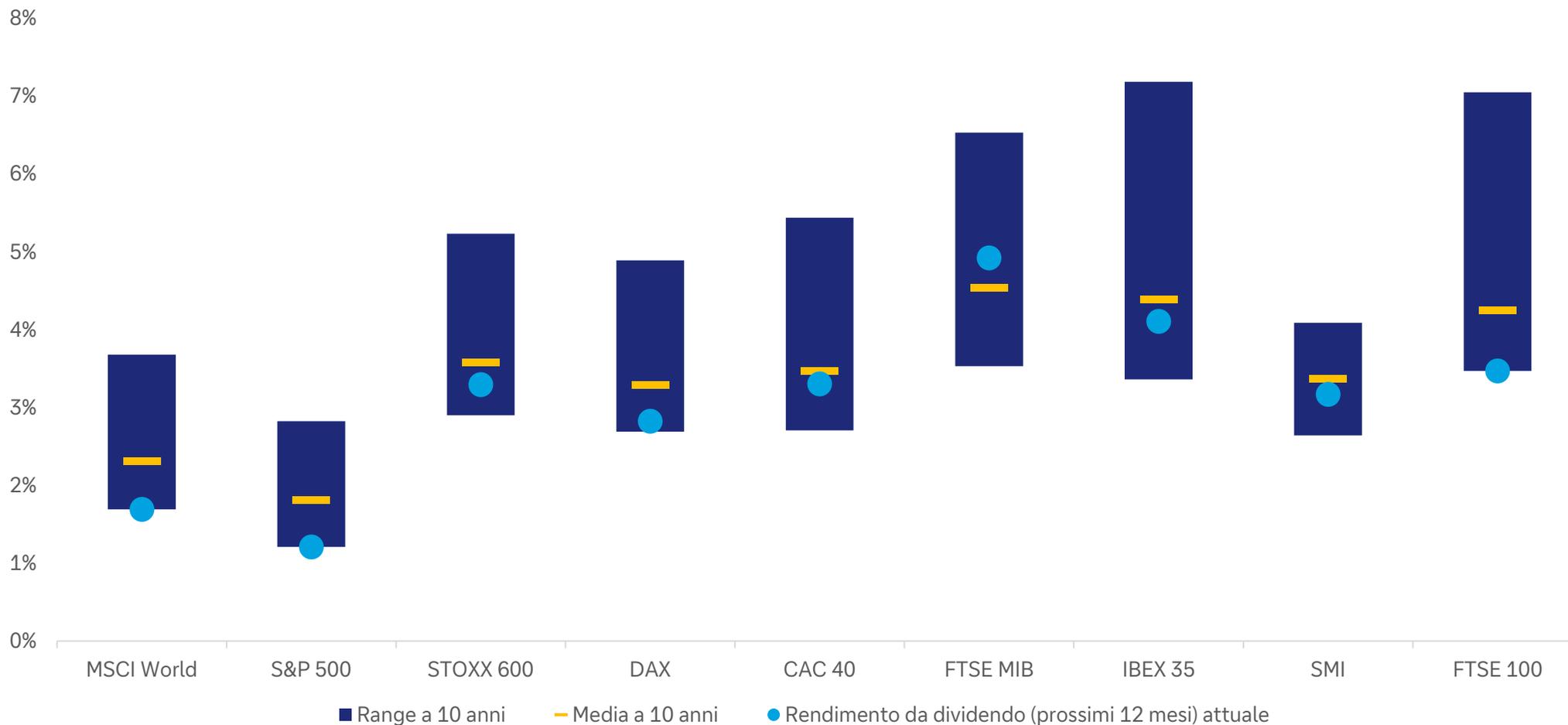


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

NTM Dividend yield vicini alle medie storiche di lungo periodo



NTM dividend yield (current, 10-year average and 10-year range)

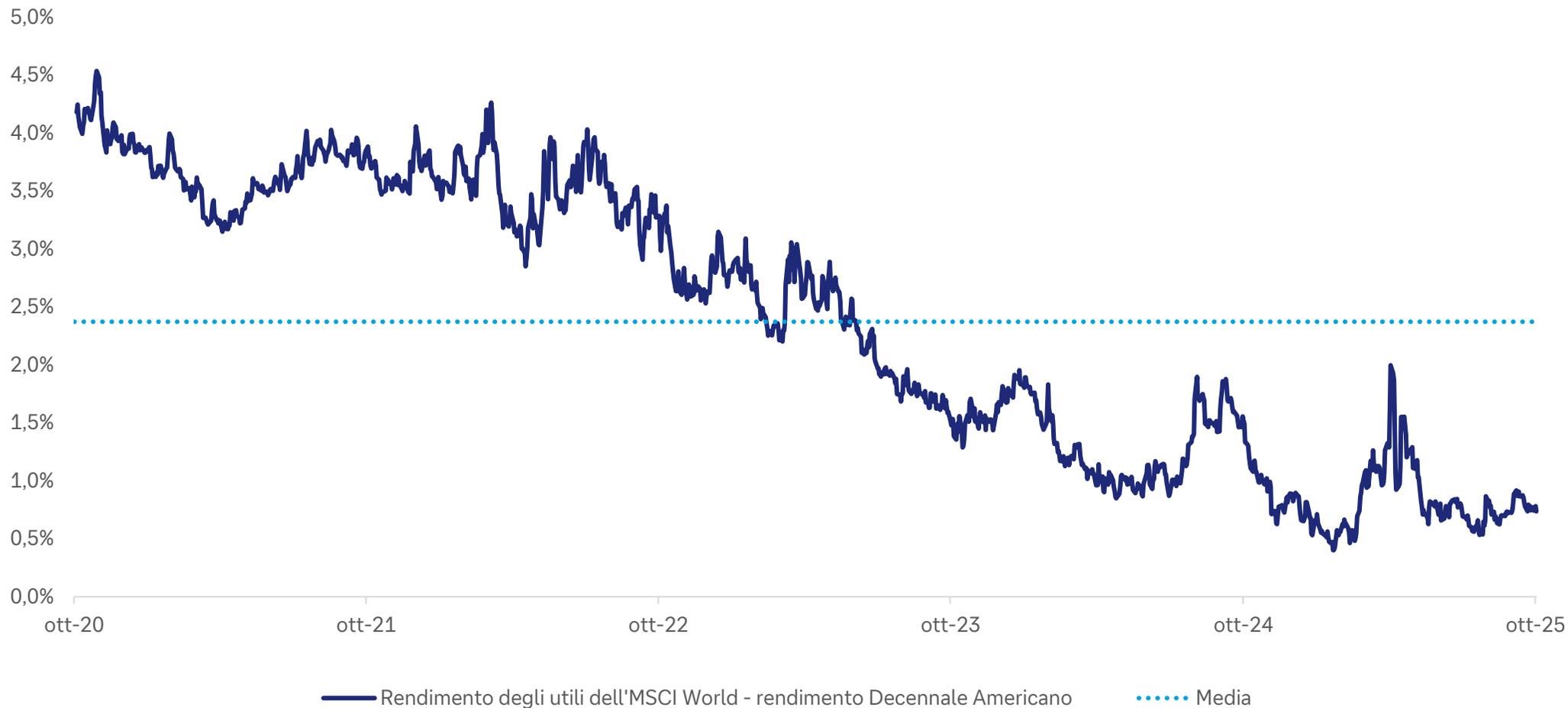


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Le valutazioni azionarie sono ancora sfidanti rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato



NTM Earnings yield per MSCI World vs. rendimento dei Treasury USA a 10 anni

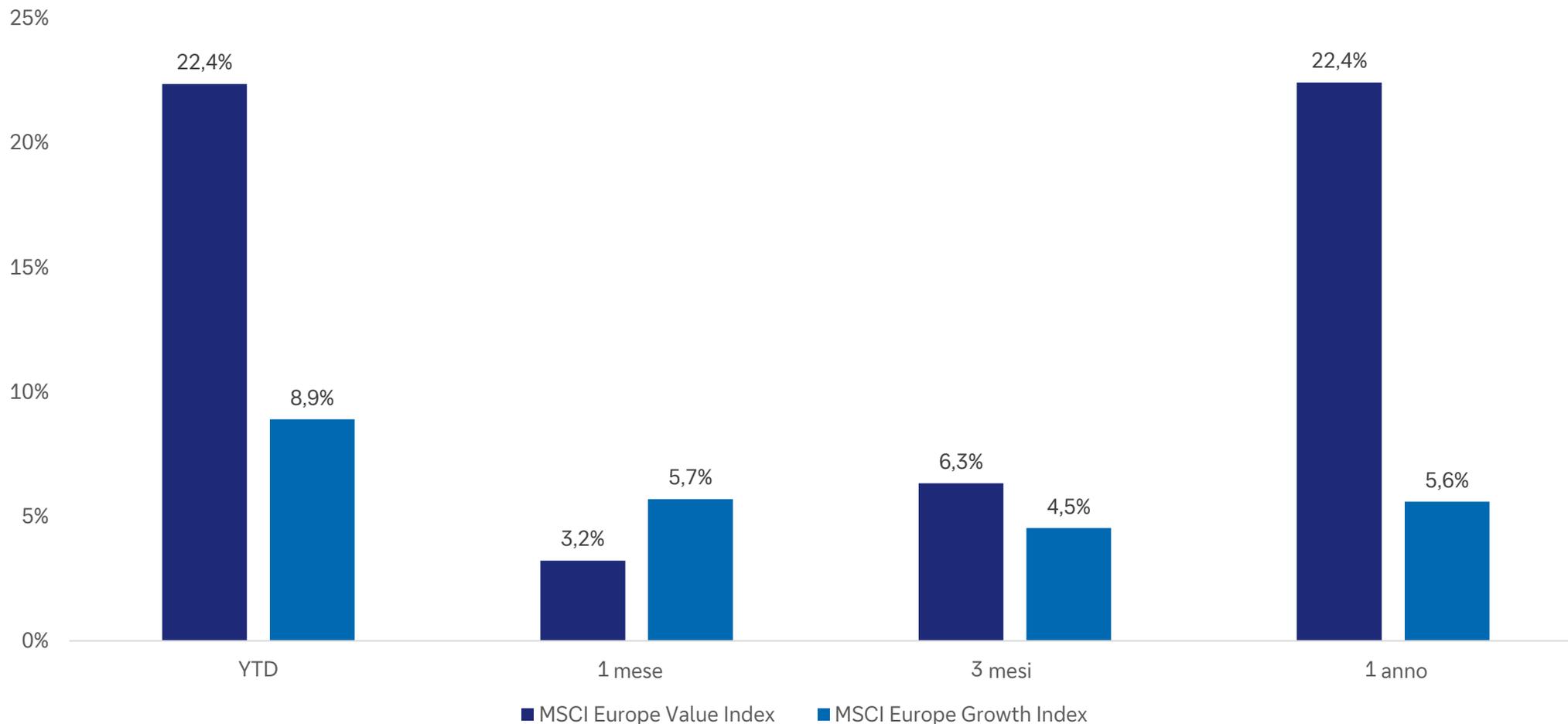


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Dall'inizio dell'anno il fattore "Value" sta registrando performance migliore del "Growth" in Europa



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



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Value vs. Growth in Europa – “Value” con performance migliori



MSCI Europe Value vs. Growth



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

View settoriale per area geografica



	USA	Europa	EM Asia
Energia	Underweight	Neutral	Neutral
Materiali	Neutral	Underweight	Underweight
Industriali	Overweight	Overweight	Overweight
Beni di consumo discrezionali	Neutral	Overweight	Neutral
Beni di consumo essenziali	Underweight	Neutral	Underweight
Sanità	Neutral	Overweight	Neutral
Finanziari	Overweight	Overweight	Overweight
IT	Overweight	Neutral	Overweight
Servizi di comunicazione	Overweight	Neutral	Overweight
Beni di pubblica utilità	Neutral	Overweight	Neutral
Immobiliare	Underweight	Neutral	Underweight

Nota: S&P, Dow Jones Indices e MSCI Inc. hanno apportato modifiche alla struttura Global Industry Classification Standard (GICS) che sono state implementate nei rispettivi indici dopo la chiusura delle attività (ET) di venerdì 17 marzo 2023. Un elenco completo di società interessate dalla riclassifica è disponibile. Si prega di seguire questo [link](#) per saperne di più sulle ultime modifiche alla classificazione GICS.
Fonte: Deutsche Bank PB CIO; Dati al 18 settembre 2025.



Le materie prime



Outlook

- Dopo aver raggiunto un record a 3,500 USD/oncia ad aprile 2025, i prezzi dell'**oro** si sono mossi tra i 3,100 USD/oz e i 3,450 USD/oz. Questa fase di consolidamento è stata alimentata dalla stagionalità debole della domanda fisica e dalla ripresa dei mercati azionari statunitensi che ha attirato l'attenzione degli investitori. A fine di agosto, l'oro ha ripreso la sua corsa. L'interesse degli investitori come bene rifugio è stato supportato dall'incertezza sui dazi, dall'aumento del debito pubblico nei Paesi del G10 e dalle preoccupazioni sull'indipendenza della Fed. Le Banche Centrali continuano a diversificare le proprie riserve valutarie tramite l'oro e la domanda ai fine di investimento in Asia resta robusta. Il calo dei tassi a breve termine negli Stati Uniti e un dollaro più debole stanno sostenendo le aspettative di un aumento dei prezzi a medio termine, anche se restano possibili correzioni nel breve termine. Prevediamo che i prezzi dell'oro raggiungano i 3,800 USD/oz entro settembre 2026.
- Il **rame** si trova in una fase laterale, con la probabilità di un aumento dei prezzi limitato dalla crescita tiepida della domanda in Cina dopo un primo semestre forte che ha portato ad un accumulo delle scorte insolito rispetto alle medie stagionali. Ma l'offerta rimane limitata e la spinta globale per le energie rinnovabili sostiene la domanda, sebbene i progetti USA stiano affrontando delle difficoltà a seguito delle revisioni dei crediti d'imposta contenute nel "One Big Beautiful Bill". È verosimile che i prezzi si muovano nel range in cui si stanno muovendo di recente (obiettivo entro settembre 2026 per il rame: 9,600 USD/t).
- I prezzi del **petrolio** sono stati bassi di recente, tranne durante il picco legato alle tensioni in Medio Oriente. L'offerta è abbondante - l'OPEC+ ha annullato i tagli volontari e la produzione non OPEC+ è ampia. Le previsioni sulla domanda globale delle principali agenzie per l'energia sono state ridimensionate. L'aumento della domanda da parte dell'India non è sufficiente a compensare il consumo deludente della Cina. Gli sforzi dell'amministrazione statunitense per mantenere bassi i prezzi del petrolio - anche attraverso la politica commerciale - hanno intensificato la pressione al ribasso. Sebbene i rischi geopolitici possano innescare brevi impennate dei prezzi, è improbabile che i livelli attuali siano sostenuti nel lungo termine (obiettivo entro settembre 2026 per il Brent: USD57/bbl).
- I prezzi del **carbonio** sono in procinto di salire in modo naturale con la ripresa dell'attività economica europea, che dovrebbe aumentare la domanda di quote di carboni da parte del settore industriale. La piena attuazione del meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere (CBAM), il prossimo anno, fornirà un sostegno ulteriore. L'impatto sui prezzi derivante dalla fornitura di quote di emissione predistribuite nell'ambito di REPowerEU si attenuerà. Il lancio previsto dell'ETS2 nel 2027, che riguarda l'edilizia, il trasporto su strada e alcuni settori più piccoli dovrebbe aumentare l'interesse degli investitori sui mercati del carbonio.

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati al 3 settembre 2025.

Previsioni

	Previsione a settembre 2025
	Target settembre 2026
Materie prime in USD	
Oro (per oncia)	3.800
Petrolio (Brent Spot)	57
Rame (per tonnellata)	9.600
Carbonio	82



	Prezzo	Max. 52 settimane	Min. 52 settimane	YTD	12M	3M	1M	Curve shape % (1M/6M)
Energetiche								
Petrolio (Brent)	64,5	82,0	60,2	-13,6%	-16,9%	-6,2%	-4,5%	1,0%
Petrolio (WTI)	60,9	80,0	57,1	-15,1%	-17,4%	-9,1%	-4,8%	1,2%
Olio combustibile	2,2	2,6	2,0	-3,6%	-2,5%	-5,6%	-5,3%	3,5%
Gas naturale	3,3	4,5	2,3	-8,5%	11,9%	-2,5%	8,5%	-8,5%
Metalli preziosi								
Oro	3.880,8	3.880,8	2.565,7	47,6%	46,1%	16,5%	8,0%	-1,8%
Argento	47,6	47,6	28,9	64,5%	47,9%	29,4%	14,6%	-1,9%
Platino	1.619,3	1.619,3	894,0	81,1%	63,0%	18,0%	11,8%	-2,4%
Palladio	1.273,0	1.315,6	876,6	41,0%	27,6%	12,0%	8,9%	-4,4%
Metalli industriali								
Alluminio	2.710,0	2.734,9	2.278,3	6,8%	3,2%	4,2%	3,4%	-0,3%
Rame	10.700,5	10.700,5	8.577,4	23,4%	9,9%	6,9%	7,8%	-0,1%
Nickel	15.278,7	17.816,3	13.885,7	0,9%	-12,0%	-0,1%	0,8%	-1,9%
Zinco	3.073,6	3.199,6	2.548,8	3,8%	-0,8%	12,4%	6,8%	1,9%
Lead	1.989,0	2.104,2	1.817,2	2,9%	-5,3%	-2,7%	1,4%	-3,0%

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

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

Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Scorte di petrolio in fase di stabilizzazione



Prezzi del petrolio WTI (USD/barile) e scorte di petrolio

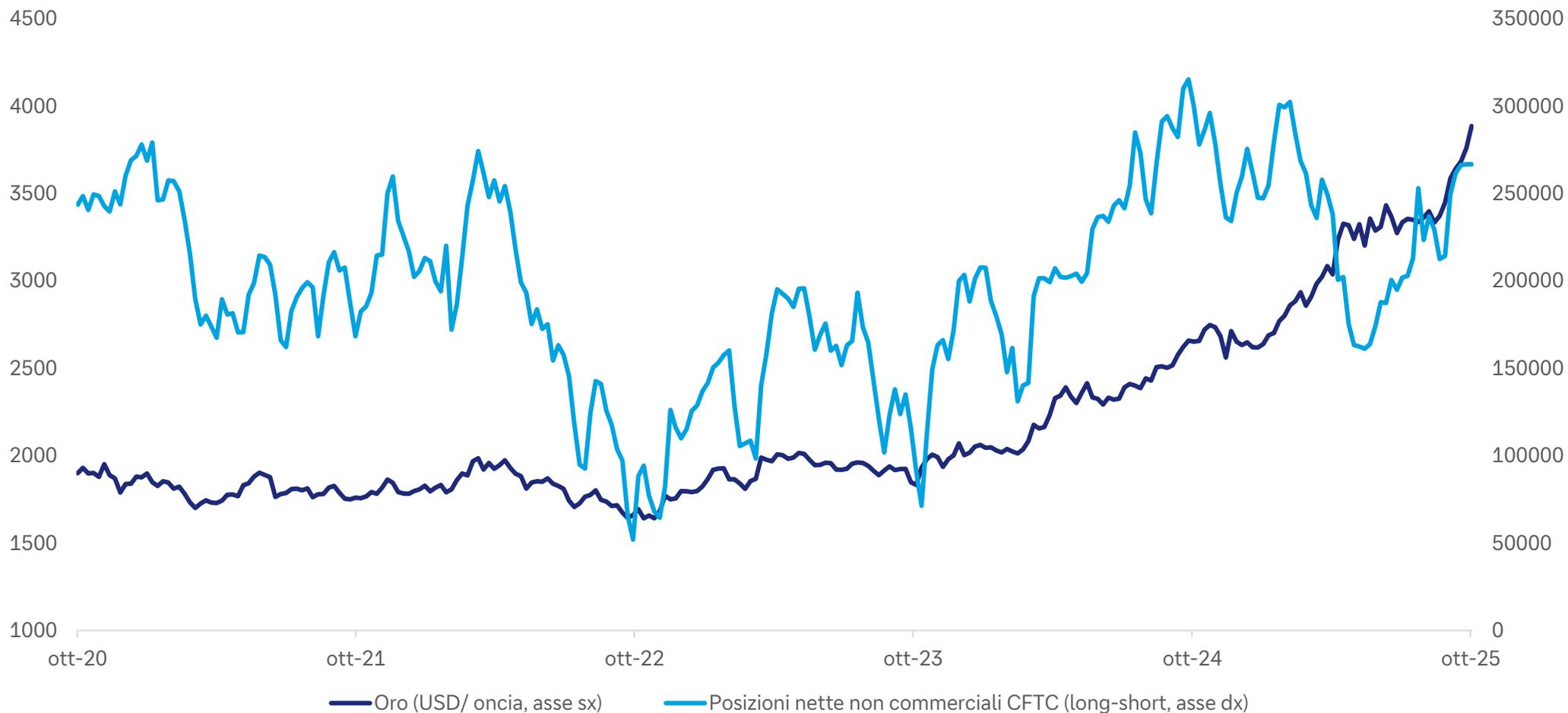


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Le posizioni lunghe sull'oro continuano ad aumentare



Prezzi dell'oro (USD/oncia) e posizionamento non commerciale

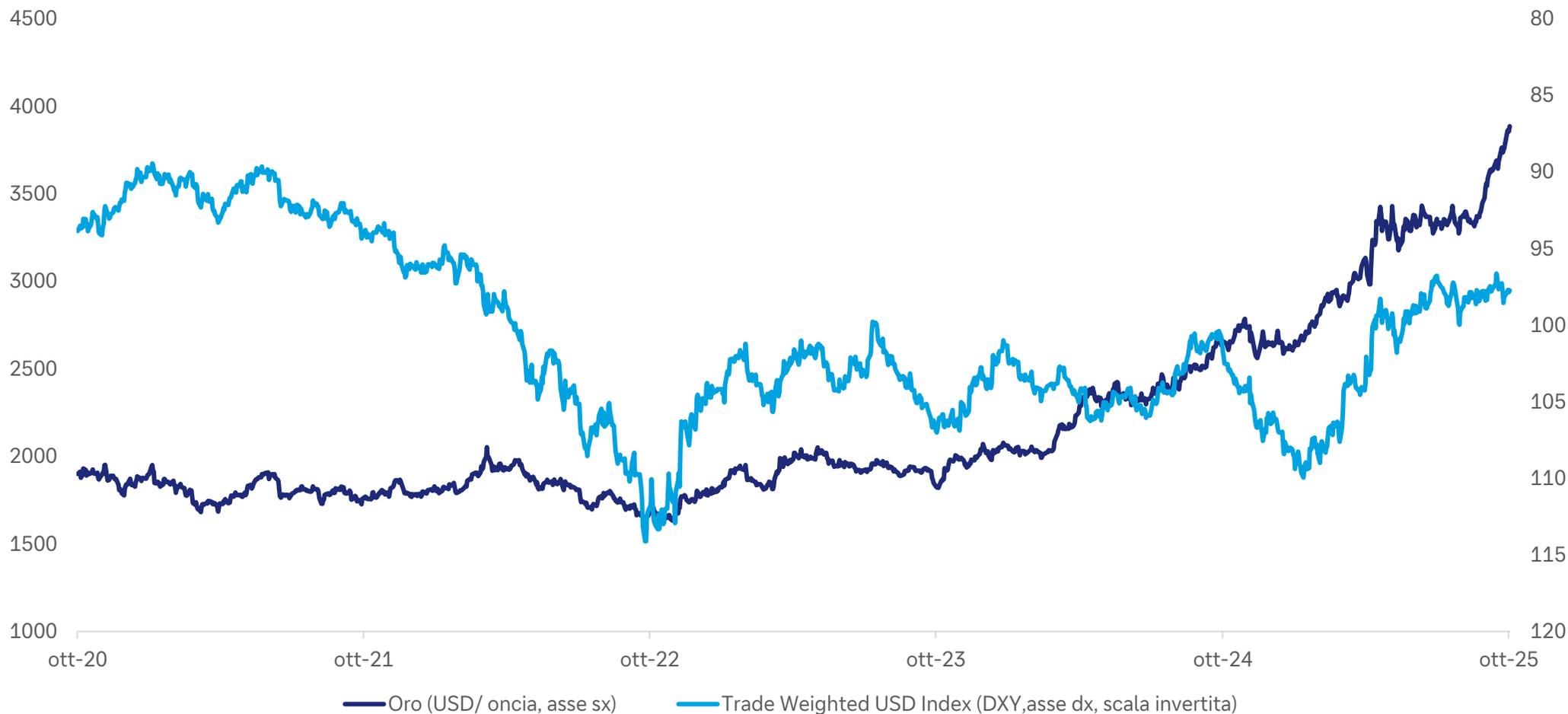


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Il USD debole è stato un fattore positivo per l'oro



Prezzi dell'oro (USD/oncia) e andamento del USD

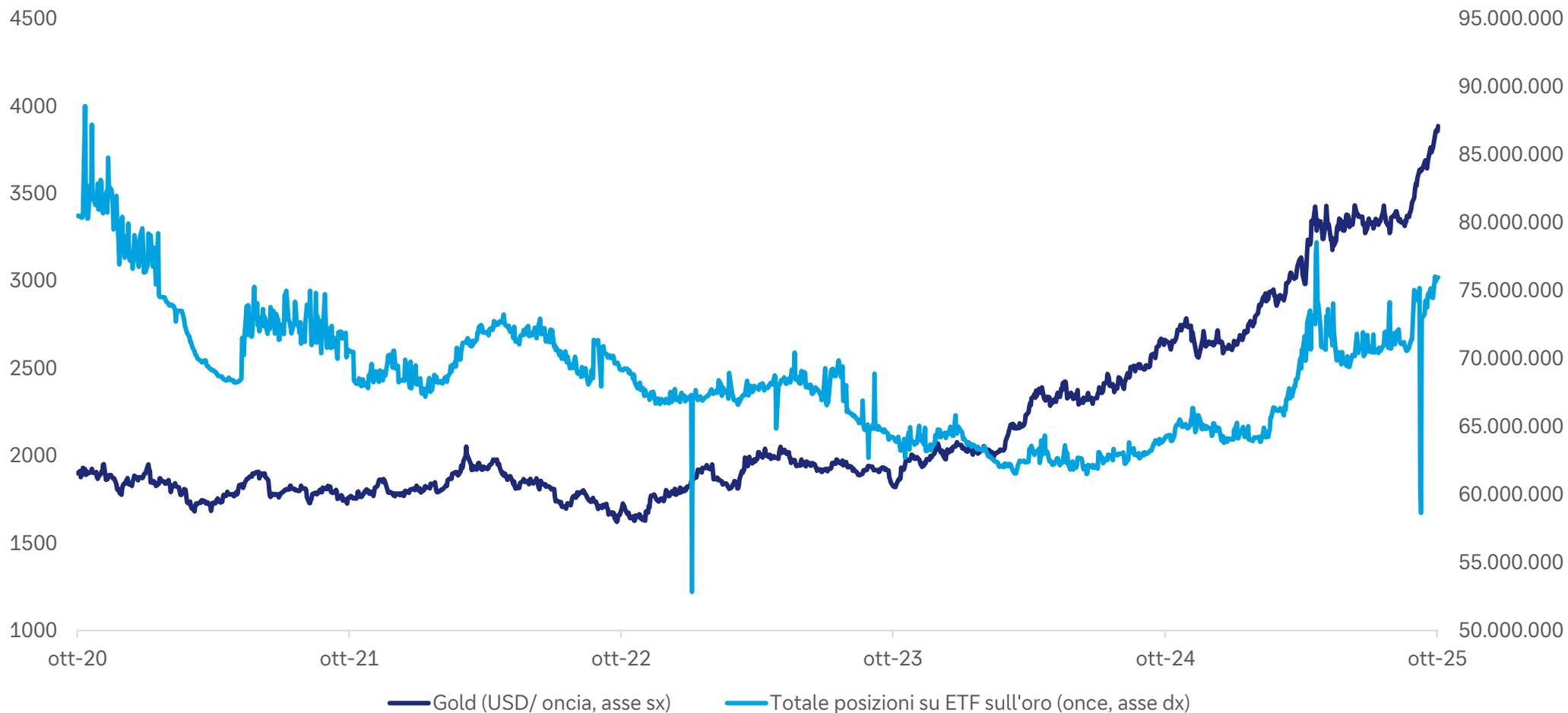


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Le partecipazioni degli ETF sull'oro sono in aumento



Prezzi dell'oro (USD/oncia) e totale delle partecipazioni degli ETS sull'oro



Oz tr = troy ounce

Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.



I tassi di cambio



Outlook

- **EUR:** I nuovi dazi statunitensi più alti resteranno in vigore e potrebbero frenare l'economia degli Stati Uniti anche se la crescita degli Stati Uniti dovrebbe rimanere robusta. Ma la debolezza che sta emergendo nel mercato del lavoro statunitense potrebbe indurre la Fed a riprendere il ciclo di tagli dei tassi d'interesse che aveva interrotto dall'inizio dell'anno.
- Nei prossimi 12 mesi prevediamo cinque tagli dei tassi (da 25 pb ciascuno). Dal momento che la Bce si appresta a terminare il proprio ciclo di taglio dei tassi, questo è uno dei fattori che suggeriscono un dollaro moderatamente più debole - soprattutto perché c'è una crescente pressione politica sulla Fed per abbassare i tassi di interesse ancora di più. Questo scenario è già apprezzato in certa misura sui mercati degli swap pertanto è improbabile che il differenziale in diminuzione tra i tassi d'interesse di riferimento influisca in modo sensibile sul tasso di cambio.
- Gli investitori dovrebbero diversificare i loro portafogli, riducendo gli attivi americani a favore di altre regioni. Questo non dovrebbe essere rapido, ma piuttosto fatto lento e costante. Il persistere di elevati disavanzi di bilancio e delle partite correnti negli Stati Uniti è un argomento ancora valido per una certa pressione sul dollaro. Al contrario, l'Eurozona dovrebbe beneficiare degli stimoli fiscali, soprattutto in Germania, e quindi attrarre investimenti diretti esteri. Manteniamo ancora la nostra tesi di un USD leggermente più debole nel medio termine e prevediamo l'EUR/USD a 1,20 entro la fine di settembre 2026.
- **GBP:** la crescita economica del Regno Unito è stata robusta nel Q2 2025, dopo un Q1 altrettanto forte. Allo stesso tempo, l'inflazione è rimasta superiore all'obiettivo della Bank of Japan. Dopo una votazione serrata, la Banca Centrale ha abbassato i tassi di interesse al 4,00% in agosto. Per i prossimi 12 mesi, il mercato anticipa solo altri due tagli dei tassi, che è in linea alle nostre previsioni. Entro settembre 2026, la sterlina britannica dovrebbe apprezzarsi e il GBP/USD raggiungere l'1,40.
- **JPY:** lo slancio economico del Giappone, la crescita forte dei salari e il l'inflazione elevata, insieme all'aumento delle aspettative di inflazione, giustificherebbero ulteriori aumenti dei tassi di interesse da parte della Bank of Japan (BoJ). Tuttavia, l'impatto dei dazi statunitensi sull'economia domestica deve ancora manifestarsi e la BOJ sta adottando un approccio attendista di conseguenza. Alla luce della posizione molto misurata della BoJ verso la normalizzazione della politica monetaria e l'evidenza ancora limitata per il momento di un rimpatrio dei capitali da parte degli investitori giapponesi, ci aspettiamo che l'apprezzamento dell'yen giapponese sia graduale. Entro la fine di settembre 2026 prevediamo un tasso di cambio USD/JPY a 135.

Previsioni

	Previsione a settembre 2025
	Target settembre 2026
Tassi di cambio	
EUR vs. USD	1,20
USD vs. JPY	135
EUR vs. JPY	162
EUR vs. CHF	0,95
EUR vs. GBP	0,86
GBP vs. USD	1,40
USD vs. CNY	7,15

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati al 3 settembre 2025.



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



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.



Appendice



Tasso di crescita del PIL (%)

	2025 F	2026 F	Consensus 2025 (BBG*)
USA ¹	1,5	1,3	1,6
Eurozona	1,3	1,1	1,1
Germania	0,3	1,2	0,3
Giappone	1,2	0,7	0,9
Cina	4,8	4,2	4,8
Mondo	3,0	3,0	2,8

Inflazione CPI (%)

	2025 F	2026 F	Consensus 2025 (BBG*)
USA	3,0	3,0	2,8
Eurozona	2,1	2,0	2,1
Germania	2,3	2,1	2,1
Giappone	3,0	2,0	3,0
Cina	0,0	1,0	0,1

Tasso di disoccupazione (%)

	2025 F	2026 F	Consensus 2025 (BBG*)
USA	4,4	4,6	4,3
Eurozona	6,4	6,3	6,3
Germania	6,3	6,0	6,3
Giappone	2,4	2,4	2,5
Cina ²	5,2	5,1	5,1

Saldo di bilancio (% del PIL)

	2025 F	2026 F	Consensus 2025 (BBG*)
USA	-6,4	-6,6	-6,4
Eurozona	-3,4	-4,0	-3,3
Germania	-2,5	-3,6	-3,1
Giappone	-3,5	-3,0	-3,0
Cina ³	-8,6	-8,5	-5,6

* Consensus di Bloomberg

¹ Per gli USA, la crescita del PIL Q4/Q4 % è pari a 0,8% nel 2025 e a 1,7% nel 2026. ² Tasso di disoccupazione urbana (fine periodo), non confrontabile con i dati di consenso, ³ Il deficit fiscale cinese di riferisce al saldo di bilancio aumentato (definizione più ampia) del FMI. Non confrontabile con i dati di consenso. Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 3 settembre 2025.

Previsioni per asset class



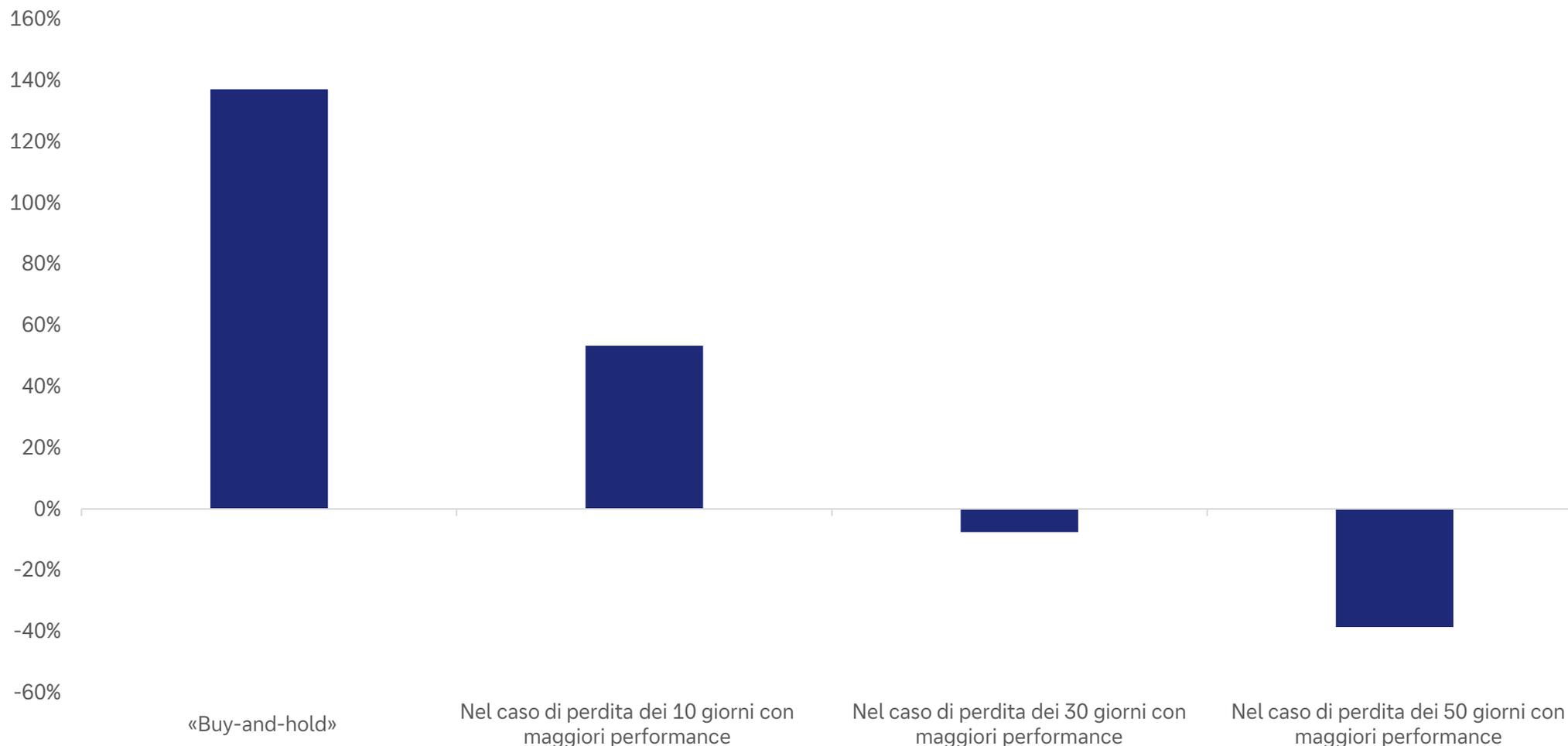
	Livello attuale	vs. livello attuale	Previsione a settembre 2025	Expected 12m total return
	2 settembre 2025		Target settembre 2026	
Rendimento di mercato per i titoli sovrani (in percentuale)				
Stati Uniti (2 anni)	3,64	↘	3,50	3,62%
Stati Uniti (10 anni)	4,26	↘	4,25	5,21%
Stati Uniti (30 anni)	4,96	↘	4,75	8,25%
Germania (2 anni)	1,97	↘	1,80	2,20%
Germania (10 anni)	2,79	↘	2,60	4,94%
Germania (30 anni)	3,41	↘	3,20	7,26%
Regno Unito (10 anni)	4,80	↘	4,20	9,36%
Giappone (2 anni)	0,87	↗	1,20	0,70%
Giappone (10 anni)	1,62	↗	1,90	-0,12%
Tassi di interesse di riferimento (in percentuale)				
Stati Uniti (tasso dei federal funds)	4,25-4,50	↘	3,00-3,25	
Eurozona (tasso sui depositi)	2,00	↘	1,75	
Regno Unito (tasso repo)	4,00	↘	3,50	
Giappone (tasso overnight call)	0,50	↗	1,00	
Stati Uniti (tasso dei federal funds)	3,00	↘	2,60	
Tassi di cambio				
EUR vs. USD	1,16	↗	1,20	1,18%
USD vs. JPY	148	↘	135	-5,93%
EUR vs. JPY	173	↘	162	-5,04%
EUR vs. CHF	0,94	↗	0,95	1,06%
EUR vs. GBP	0,87	↘	0,86	-3,08%
GBP vs. USD	1,34	↗	1,40	4,63%
USD vs. CNY	7,10	↗	7,15	1,48%

	Livello attuale	vs. livello attuale	Previsione a settembre 2025	Expected 12m total return
	2 settembre 2025		Target settembre 2026	
Indici azionari				
Stati Uniti (S&P 500)	6.416	↗	6.800	7,48%
Germania (DAX)	23.487	↗	25.900	10,27%
Eurozona (Eurostoxx 50)	5.291	↗	5.650	9,88%
Europa (Stoxx 600)	543	↗	575	9,21%
Giappone (MSCI Japan)	1.870	↗	1.920	4,89%
Svizzera (SMI)	12.088	↗	12.650	7,81%
Regno Unito (FTSE 100)	9.117	↗	9.500	7,67%
Mercati Emergenti (MSCI EM)	1.265	↗	1.320	7,12%
Asia escluso Giappone (MSCI Asia ex Japan)	829	↗	865	6,89%
Materie prime in USD				
Oro (per oncia)	3.533	↗	3.800	1,68%
Petrolio (Brent Spot)	69	↘	57	-17,56%
Rame (per tonnellata)	9.981	↘	9.600	-3,82%
Carbonio	74	↗	82	9,10%
Spread di credito & obbligazioni sovrane dei Paesi Emergenti (in bps)				
EUR IG Corp	86	↘	85	4,26%
EUR HY	281	↗	320	2,95%
USD IG Corp	80	↗	85	5,63%
USD HY	281	↗	300	5,51%
Credito Asia	118	↗	130	5,03%
EM Sovereign	300	↗	330	6,10%

Per maggiori dettagli si veda: [PERSPECTIVES Outlook macro e di mercato – settembre 2025](#).
Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 3 settembre 2025.



Rendimento dell'indice MSCI AC World negli ultimi 10 anni (rendimento in EUR ad esclusione dei dividendi)



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.

Performance storica



Performance	1.10.2020 - 1.10.2021	1.10.2021 - 1.10.2022	1.10.2022 - 1.10.2023	1.10.2023 - 1.10.2024	1.10.2024 - 1.10.2025
S&P500 (USD)	30,8%	-16,4%	21,6%	35,1%	19,1%
S&P500 Value (USD)	33,8%	-10,8%	22,2%	30,7%	7,4%
S&P500 Growth (USD)	29,0%	-21,9%	19,8%	39,1%	29,2%
DAX (EUR)	19,1%	-20,1%	27,0%	24,9%	25,5%
EUROSTOXX50 (EUR)	29,3%	-15,0%	30,0%	22,5%	16,3%
STOXX 600 (EUR)	28,5%	-11,6%	19,9%	19,5%	12,0%
MSCI Japan (JPY)	26,7%	-5,9%	30,3%	19,1%	16,9%
SMI index (CHF)	16,5%	-8,8%	10,2%	13,8%	5,5%
FTSE 100 (GBP)	23,9%	1,8%	14,7%	12,9%	18,2%
MSCI EM (USD)	17,7%	-27,4%	12,2%	26,7%	18,6%
MSCI ex Japan (USD)	13,5%	-27,9%	11,3%	29,7%	18,5%
MSCI Australien (AUD)	26,9%	-4,0%	14,9%	21,5%	8,4%
Topix (JPY)	24,8%	-5,1%	29,8%	18,6%	17,9%
CSI 300 (CNY)	8,0%	-20,1%	-0,5%	12,1%	18,6%
FTSE MIB (EUR)	37,6%	-15,3%	43,3%	25,8%	34,2%
IBEX (EUR)	34,4%	-13,4%	33,4%	29,3%	38,8%
Hang Seng (HKD)	7,5%	-27,5%	7,2%	24,2%	31,5%
STI (SGD)	26,1%	6,8%	7,9%	17,6%	26,7%
Nifty 50 (INR)	55,4%	-1,2%	16,1%	32,9%	-2,5%
IBOVESPA (BRL)	18,2%	-2,5%	5,9%	13,7%	9,8%
MEXBOL (MXN)	43,2%	-9,6%	17,9%	6,9%	22,9%

	1.10.2020 - 1.10.2021	1.10.2021 - 1.10.2022	1.10.2022 - 1.10.2023	1.10.2023 - 1.10.2024	1.10.2024 - 1.10.2025
Bloomberg EM USD Sovereigns (USD)	2,7%	-23,0%	7,9%	18,8%	7,2%
iBoxx US Treasuries 1-10 (USD)	-1,1%	-9,1%	1,4%	8,4%	3,6%
iBoxx EUR Covered (EUR)	-1,2%	-13,4%	0,2%	8,1%	2,1%
iBoxx EUR Corporates Overall (EUR)	1,5%	-15,8%	3,6%	9,9%	3,3%
iBoxx EUR Liquid High Yield (EUR)	8,1%	-13,7%	11,5%	10,3%	6,0%
Bloomberg Eurozone Sovereigns 1-10 (EUR)	-0,4%	-10,3%	-0,7%	7,8%	1,6%
Bloomberg EM Local Currency Govt (USD)	4,9%	-13,0%	5,4%	12,8%	3,8%
Barclays US Corporate Inv, Grade (USD)	2,0%	-17,9%	2,9%	14,6%	3,6%
Barclays US Corporate HY (USD)	11,1%	-13,7%	9,7%	15,7%	7,5%

	1.10.2020 - 1.10.2021	1.10.2021 - 1.10.2022	1.10.2022 - 1.10.2023	1.10.2023 - 1.10.2024	1.10.2024 - 1.10.2025
Oro (USD)	-7,9%	-5,4%	11,2%	44,3%	45,0%
Petrolio WTI (USD)	96,0%	4,8%	14,2%	-23,1%	-11,5%
Petrolio Brent (USD)	93,7%	10,9%	8,4%	-22,8%	-11,2%
Argento (USD)	-7,0%	-15,8%	17,3%	41,4%	50,4%
Platino (USD)	8,2%	-10,5%	4,2%	9,0%	58,8%
Palladio (USD)	-17,8%	14,0%	-42,2%	-20,8%	25,9%
Alluminio (USD)	66,2%	-23,9%	8,1%	13,3%	1,5%
Rame (USD)	43,1%	-15,8%	7,2%	19,7%	5,0%
Nickel (USD)	25,6%	16,9%	-12,0%	-5,4%	-14,1%

Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 6 ottobre 2025.



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

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

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

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

BRL è il codice della valuta brasiliana.

CAD è il codice valutario del Dollaro canadese

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

CHF è il codice valutario del Franco svizzero

CNY è il codice valutario dello Yuan cinese.

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

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

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

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

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

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

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

standard per essere un mercato sviluppato

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FTSE 100, o più colloquialmente noto al Footsie, è rappresentativo di circa l'80% della capitalizzazione di mercato della LSE nella sua interezza. Le società più grandi costituiscono una porzione maggiore dell'indice perché è ponderato per la capitalizzazione di mercato.

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

GBP è il codice della valuta in uso nel Regno Unito

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

JPY è il codice valutario dello Yen giapponese.

KRW è il codice valutario del Won coreano

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

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

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

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

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

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

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

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

NOK è il codice valutario della Corona Norvegese

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

Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC) è un'organizzazione internazionale con il mandato di "coordinare e unificare le politiche petrolifere" dei suoi 12 membri. La cosiddetta "OPEC+" comprende la Russia e altri produttori

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

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

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

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

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

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

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

SEK è il codice valutario della Corona svedese

SGD è il codice valutario del Dollaro di Singapore

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

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

rendimenti obbligazionari

TOPIX fa riferimento al Tokyo Stock Price Index.

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

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

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

Treasury sono obbligazioni emesse dal Governo degli USA

TRY è il codice valutario della Lira turca

USD è il codice valutario del Dollaro USA

WTI è una gradazione di petrolio utilizzata come benchmark di prezzo

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



General

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

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

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

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

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

Se non diversamente indicato nel presente documento, tutte le opinioni riportate riflettono l'attuale valutazione di Deutsche Bank, che può cambiare in qualsiasi momento. Deutsche Bank non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni contenute nel presente documento o di informare gli investitori della disponibilità di informazioni aggiornate. Le informazioni contenute nel presente documento sono soggette a modifiche senza preavviso e si basano su una serie di ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici o analisi che, sebbene dal punto di vista attuale della Banca si basino su informazioni adeguate, potrebbero non rivelarsi valide o rivelarsi in futuro inaccurate o corrette e potrebbero differire dalle conclusioni espresse da altri dipartimenti di Deutsche Bank. Sebbene le informazioni contenute nel presente documento derivino da fonti che Deutsche Bank considera credibili e affidabili, Deutsche Bank non garantisce la completezza, la correttezza o l'accuratezza delle informazioni e a questo proposito non si dovrà fare alcun affidamento su di esse. Il presente documento può fornire, per venire incontro alle vostre esigenze, riferimenti a siti web e ad altre fonti esterne. Deutsche Bank declina qualsiasi responsabilità per il loro contenuto e il loro contenuto non fa parte del presente documento. L'accesso a tali fonti esterne avviene a vostro rischio.

Secondo quanto consentito dalle leggi e dai regolamenti applicabili, questo documento è solo a scopo informativo e non è inteso a creare obblighi giuridicamente vincolanti per Deutsche Bank, e Deutsche Bank non agisce come consulente finanziario o in qualità di fiduciario per l'investitore, a meno che non sia espressamente concordato per iscritto da Deutsche Bank. Prima di prendere una decisione d'investimento, gli investitori devono considerare, con o senza l'assistenza di un professionista finanziario, se gli investimenti e le strategie descritti o forniti da Deutsche Bank siano appropriati alla luce delle esigenze dell'investitore, degli obiettivi, della situazione finanziaria, dei possibili rischi e benefici di tali decisioni di investimento. Quando prendono una decisione d'investimento, i potenziali investitori non dovranno fare affidamento sul presente documento, ma solo su quanto è contenuto nella documentazione d'offerta finale relativa all'investimento.

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

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

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

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

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



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"), Grauheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn e Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Francoforte sul Meno (www.bafin.de), e dalla Banca Centrale Tedesca ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14, 60431 Francoforte sul Meno (www.bundesbank.de).

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

Per i residenti negli Emirati Arabi Uniti

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

Per i residenti in Kuwait

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

Per i residenti del Regno dell'Arabia Saudita

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

Per i residenti in Qatar

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

Per i residenti nel Regno del Bahrein

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

Per i residenti in Sudafrica

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

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



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.

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.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Per i residenti in India

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

Per i residenti in Italia

Il presente documento è distribuito in Italia da Deutsche Bank S.p.A., una banca costituita e registrata ai sensi del diritto italiano, soggetta alla vigilanza e al controllo della Banca d'Italia e della CONSOB. Ha sede legale in Piazza del Calendario 3 - 20126 Milano (Italia) ed è iscritta alla Camera di Commercio di Milano, partita IVA e codice fiscale 001340740156, aderisce al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, iscritta all'Albo delle Banche e fa capo al Gruppo Bancario Deutsche Bank, iscritto all'albo dei Gruppi Bancari ai sensi del Decreto Legislativo 1 settembre 1993 n. 385 ed è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Deutsche Bank AG, Francoforte sul Meno (Germania).

Per i residenti in Lussemburgo

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

Per i residenti in Spagna

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal è un istituto di credito regolamentato dalla Banca di Spagna e dalla CNMV e iscritto nei loro registri specifici con il codice 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari ed eseguire le attività bancarie che rientrano nell'ambito della licenza esistente. La sede centrale in Spagna è Paseo de la Castellana 18, 28046 - Madrid. Registrata nel Registro delle Imprese di Madrid, volume 28100, libro 0. Folio 1. Sezione 8. Foglio M506294. Registrazione 2. NIF: A08000614. Le presenti informazioni sono state distribuite da Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal.

Per i residenti in Portogallo

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

Per i residenti in Austria

Il presente documento è distribuito da Deutsche Bank AG Vienna Branch, dalla sua sede legale di Vienna, Austria, iscritta al registro delle imprese presso il Tribunale commerciale di Vienna con il numero FN 140266z. Deutsche Bank AG filiale di Vienna è anche soggetta all'Autorità austriaca per la vigilanza sui mercati finanziari (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Vienna. Il presente documento non è stato presentato né approvato da alcuna delle autorità di vigilanza menzionate in precedenza.

Per i residenti nei Paesi Bassi

Il presente documento è distribuito da Deutsche Bank AG, Filiale di Amsterdam, con sede legale in De entree 195 (1101 HE) ad Amsterdam, Paesi Bassi, e iscritta nel registro delle imprese dei Paesi Bassi con il numero 33304583 e nel registro ai sensi della Sezione 1:107 della legge olandese sulla vigilanza finanziaria (Wet op het financieel toezicht). Il registro può essere consultato all'indirizzo www.dnb.nl.

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.