



PERSPECTIVES Viewpoint Fixed Income

Tra curve più ripide e scelte fiscali

16 dicembre 2025

Autori

Dr. Ulrich Stephan, Chief Investment Officer for Germany

Dr. Dirk Steffen, Chief Investment Officer for EMEA

Ahmed Khalid, Senior Investment Strategist

Kaniz Rupani, Investment Strategist

Usa il QR code per accedere a
una selezione di altri report del Chief
Investment Officer di Deutsche Bank
(www.deutschewealth.com).



Key takeaways

- Le pressioni sulla politica fiscale e i cambiamenti strutturali mantengono le curve dei rendimenti ripide.
- La narrativa di «higher for longer» è sostenuta dai deficit di bilancio e dall'aumento delle emissioni di titoli di Stato che aumentano la pressione soprattutto sui titoli a lunga scadenza.
- In Europa, gli spread governativi riflettono i fondamentali solidi; in Regno Unito e in Giappone i rendimenti riflettono cambiamenti strutturali e nuove politiche economiche.
- Il dibattito sull'indipendenza della politica monetaria negli Stati Uniti e i nuovi livelli dei rendimenti in Giappone sono rischi aggiuntivi.

Treasury USA: il ritorno della curva ripida

Nel 2025 il mercato dei Treasury USA è stato caratterizzato dall'irripidimento della **curva dei rendimenti**, una dinamica che sembra destinata a protrarsi anche nel 2026 e oltre. Diversi fattori strutturali e ciclici stanno convergendo al rafforzamento di questo regime le cui implicazioni per il posizionamento degli investitori e la gestione del rischio sono importanti.

Nel periodo post-pandemia c'è stato un cambiamento nella composizione della **domanda di Treasury**. Una quota sempre più crescente delle emissioni è assorbita oggi da investitori sensibili alla variazione dei prezzi, mentre le istituzioni estere e le banche statunitensi hanno ridotto le loro posizioni negli ultimi anni. Nel 2025 c'è stata un'instabilità di questa dinamica che tuttavia nel complesso ha contribuito ad aumentare i premi a termine, in particolare sulla parte lunga della curva.

In tale contesto, la fine del "quantitative tightening" della Fed, avvenuta l'1 dicembre 2025, è un elemento importante, anche se per il futuro le forze sottostanti che sostengono un livello dei rendimenti più elevati difficilmente si attenueranno. La parte lunga della curva, infatti, non sarà guidata dall'allentamento dei tassi di interesse nel 2026 bensì dai deficit fiscali, dai dubbi sull'indipendenza della Fed e dalla possibilità di un aumento delle emissioni di titoli a cedola (ossia obbligazioni con scadenza pari o superiore a un anno, a

differenza dei T-bill privi di cedola) in vista dell'anno fiscale 2027. Questi elementi sostengono pressioni rialziste sui premi a termine. Finora, nonostante il calo dei tassi ufficiali dal loro picco, i rendimenti dei titoli a 30 anni sono scesi solo marginalmente, confermando una certa rigidità dei tassi sulle lunghe scadenze e una consapevolezza del mercato sui rischi legati all'offerta e alla politica fiscale.

La **politica fiscale** resta un driver centrale. Nonostante l'afflusso di entrate legate ai dazi, il deficit rimarrà elevato: nel 2026 il disavanzo federale è atteso in aumento al 6,6% del PIL dal 6,4% previsto per il 2025. La strategia di emissione da parte del Tesoro, che privilegia i T-bill (titoli a breve termine) e mantiene invariata l'emissione di titoli a cedola nel corso dei prossimi trimestri sembra si stia avvicinando ad un limite, come dimostrato dalla comunicazione del rifinanziamento del debito di novembre: in cui «il Tesoro ha iniziato a considerare preliminarmente futuri aumenti delle dimensioni delle aste di titoli nominali con cedola e di Floating Rate Notes (FRN)». L'ultima indicazione del Treasury Borrowing Advisory Committee sul modello di emissione ottimale ha sottolineato che la riduzione dei costi attesi derivante dall'aumento dei T-bill è avvenuta a scapito di una maggiore volatilità. Di conseguenza, è plausibile che l'emissione di titoli con cedola aumenti in durante l'anno fiscale 2027.

Da un punto di vista ciclico, il mercato del lavoro statunitense sta rallentando gradualmente e prevediamo che l'eventuale debolezza economia nel corso del 2026 sarà riassorbita entro la fine dell'anno. Prevediamo che il tasso sui **Fed Funds** scenda al 3,25% prima di una pausa da parte del FOMC. Su questa premessa, prevediamo il rendimento del Treasury a 2 anni al 3,50% e quello a 10 anni al 4,15% entro la fine del 2026.

È fondamentale considerare i **rischi** associati a queste previsioni. Un errore di politica monetaria da parte della Fed – ad esempio un allentamento più aggressivo del necessario – potrebbe esercitare ulteriori pressioni ribassiste sulla parte a breve scadenza della curva.



Questo scenario non si può escludere a priori, considerata la natura accomodante della Fed sin dall'era Volcker. A tal proposito, un rischio molto importante per la curva dei Treasury sarebbe il cosiddetto "twist steepening", un movimento in cui i rendimenti a breve scendono ulteriormente mentre quelli a lunga scadenza restano elevati o addirittura salgono di riflesso, ad esempio, a delle aspettative di un'inflazione persistente, oppure per i timori fiscali o per pressioni di offerta sulla parte lunga.

Un altro fattore di rischio è dato dalle conseguenze dell'**aumento dei rendimenti dei titoli di stato giapponesi** sui mercati globali del reddito fisso e, di conseguenza, sui Treasury USA. Infatti, il loro aumento potrebbe, in teoria, portare gli investitori giapponesi a ridurre le loro posizioni in Treasury USA. Non va dimenticato che gli investitori giapponesi sono i maggiori detentori esteri di Treasury (circa USD1,9 trilioni, di cui USD1,06 trilioni in scadenze lunghe). Al momento, però, i dati non mostrano segnali concreti di una riduzione dell'appetito verso i Treasury USA: le loro posizioni in scadenze lunghe sono aumentate in 8 dei primi 9 mesi del 2025.

Nel 2026 ci saranno anche dei cambiamenti nella **leadership della Federal Reserve**, oltre alla sostituzione del presidente Jerome Powell. La rotazione annuale farà sì che i presidenti della Fed di Cleveland, Dallas, Philadelphia e Minneapolis diventeranno membri votanti. Di recente, quest'ultimi sono stati tutti orientati verso posizioni più restrittive. Infine, la Corte Suprema dovrebbe pronunciarsi sulla possibilità che il presidente Trump sostituisca la governatrice Lisa Cook. La direzione futura del FOMC è meno prevedibile che in passato.

Non tutti questi rischi implicano un rialzo dei rendimenti. I policymaker dispongono di strumenti per **contenere un possibile aumento dei tassi**, qualora decidessero di utilizzarli. Il rafforzamento del Supplementary Leverage Ratio (SLR), approvato dai regolatori bancari per consentire alle banche di detenere più Treasury sui propri bilanci (già utilizzato durante la pandemia), è stato ampiamente prezzato dai mercati. Altre strategie per stimolare la domanda di Treasury potrebbero essere il cosiddetto "Pennsylvania Plan", termine coniato dai nostri colleghi di Deutsche Bank FX Research, che prevede misure quali un vantaggio fiscale per detenere i Treasury a lunga scadenza piuttosto che l'obbligo di una maggiore allocazione da parte dei piani pensionistici. In uno scenario estremo potrebbe persino essere considerato uno strumento utilizzato dal modello giapponese, ossia il controllo della curva dei rendimenti (Yield Curve Control), che mira a stabilizzare i tassi a lungo termine attraverso acquisti/vendite di titoli. L'adozione di misure così radicali non è prevedibile e difficilmente verranno implementate, tuttavia, il 2026 non sarà un anno in cui si potranno ignorare i rischi con leggerezza.

Bund: rendimenti alti ma solidità intatta

Per il prossimo anno, per i titoli di Stato tedeschi saranno probabilmente chiave tre fattori: la stabilità della politica monetaria, lo slittamento fiscale e la **domanda strutturale e persistente** di Bund. La BCE dovrebbe mantenere i tassi invariati, senza ulteriori tagli all'orizzonte, pertanto l'attenzione del mercato si sposterà sull'evoluzione della curva dei rendimenti e sulla traiettoria della politica fiscale della Germania. Noi prevediamo che il rendimento del Bund decennale si aggiri intorno al 2,7% entro i prossimi dodici mesi, mentre il rendimento del titolo a 2 anni dovrebbe restare ancorato intorno al 2%. Se confermate, le nostre previsioni indicano che verrà mantenuta l'attuale inclinazione della curva dei rendimenti.

Questa pendenza dipenderà da diversi fattori. La decisione della **BCE** di mantenere invariati i tassi esclude la prospettiva di possibili pressioni ribassiste sulla parte corta della curva, che dovrebbe quindi rimanere stabile. Nel frattempo, la parte lunga resta sensibile alle dinamiche di offerta, sia globali che domestiche. Gli aumenti programmati di spesa pubblica dovrebbero peggiorare il **saldo fiscale** della Germania dal -2,5% del PIL nel 2025 al -3,6% nel 2026. Questo deterioramento fiscale si tradurrà in un aumento dell'emissione di Bund, in particolare sulle scadenze più lunghe e che dovrebbe esercitare una pressione al rialzo sui premi a scadenza. Per dare un'idea dell'entità, il bilancio tedesco che è stato recentemente approvato prevede EUR180 miliardi di nuovo indebitamento per il 2026 – oltre tre volte i circa EUR50 miliardi del 2024. Tuttavia, nonostante tale incremento, è improbabile assistere ad una correzione disordinata: i parametri di debito della Germania sono solidi rispetto agli standard internazionali e i Bund continuano a rappresentare l'asset sicuro di riferimento nell'area euro.

La domanda di Bund, infatti, è molto resiliente ed è sostenuta dagli investitori che sono alla ricerca di collaterale con rating AAA e dalle istituzioni che hanno requisiti regolamentari o di gestione del rischio. I Bund tedeschi rappresentano quasi il 20% dell'universo AAA e costituiscono il mercato più liquido in questo segmento, rendendoli molto richiesti nei momenti di elevata incertezza globale. Dall'annuncio del pacchetto fiscale tedesco a marzo 2025, la domanda estera è rimasta forte: i dati mostrano che il 61% dell'offerta netta da inizio anno è stata assorbita da investitori dell'area euro al di fuori della Germania. Anche gli investitori giapponesi hanno mantenuto un interesse costante, salvo una breve pausa ad aprile. Gli investitori esteri, in particolare le banche, svolgono un ruolo cruciale nell'assorbire l'offerta, soprattutto mentre la BCE sta riducendo i reinvestimenti sui titoli in scadenza. Questa domanda persistente da parte di più categorie di investitori agisce come freno sui rendimenti dei Bund, evitando vendite massicce anche in presenza di maggiori emissioni. Tuttavia, i rendimenti non torneranno ai minimi del decennio precedente: il nuovo equilibrio sarà caratterizzato da rendimenti più alti ma stabili e da una curva più inclinata.



Ulteriori **fattori tecnici e regolamentari** contribuiranno a modellare le prospettive. La transizione dei principali fondi pensione olandesi verso sistemi a contribuzione stabilità per l'inizio del 2026 – un cambiamento che coinvolge circa EUR600 miliardi di asset – avrà implicazioni significative per i mercati obbligazionari europei. Le scadenze ultra-lunghe, come i Bund trentennali, dovrebbero di più le pressioni, rafforzando la pendenza della curva e amplificando il rischio di duration sulla parte lunga. Questi sviluppi ricordano che, sebbene il mercato dei Bund resti ancorato a solidi fondamentali e a una domanda strutturale, il prossimo anno sarà comunque caratterizzato da emissioni elevate, dinamiche di domanda in evoluzione e un'inclinazione maggiore.

Mercati europei: spread resilienti anche al di fuori di Paesi core

Le prospettive per i titoli di Stato europei nel 2026 saranno sempre più caratterizzate da elementi nazionali. La convergenza degli spread sovrani nell'area euro a cui abbiamo assistito finora crea un contesto più dettagliato. D'ora in avanti, gli investitori dovranno concentrarsi sulle specifiche misure fiscali, politiche e macroeconomiche di ciascun emittente. Sotto questa lente, Francia, Italia e Spagna presentano profili differenti. Con la BCE attesa mantenere il tasso sui depositi al 2%, l'interazione tra disciplina fiscale nazionale, il rischio politico e le prospettive di crescita strutturale sarà determinante nel definire il profilo di rischio-rendimento di questi mercati.

La **Francia** entra nel 2026 con degli ostacoli fiscali e politici che probabilmente manterranno elevato lo spread dei suoi titoli di Stato. Il differenziale OAT-Bund a 10 anni è atteso ancora tra i 70 e gli 80 pb a fine 2026, un livello che riflette sia le sfide fiscali del Paese sia il premio per il rischio politico. Gli obiettivi del governo francese di ridurre il deficit di bilancio al -5% sembrano difficili da raggiungere: la Francia è rimasta indietro rispetto agli altri Paesi nell'attuazione di misure credibili di riduzione del deficit. Le agenzie di rating hanno incorporato queste difficoltà e indicato outlook negativi. Il contesto politico aggiunge l'ulteriore rischio delle elezioni anticipate data la situazione di stallo nelle due camere legislative e l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali nel 2027 pesa già sul sentimento di mercato. Nonostante queste difficoltà, gli investitori domestici e dell'area euro hanno continuato ad acquistare gli OAT, ma gli investitori internazionali stanno avendo un atteggiamento di maggior prudenza. Alla luce di questi ostacoli, è difficile prevedere un restringimento duraturo dello spread francese nel corso del 2026. Al contrario, ulteriori downgrade o shock politici potrebbero portare ad un allargamento. Ma il contagio agli altri spread dell'area euro dovrebbe rimanere limitato dal momento che il mercato sta differenziando sempre di più i titoli di Stato dei vari Paesi in base alle dinamiche fiscali e politiche specifiche di ogni Paese.

Per l'**Italia** l'outlook per il 2026 è improntato dovrebbe essere all'insegna della stabilità e portare ad un costante restringimento con i Paesi core dell'area euro.

Quest'anno i rendimenti dei BTP a 10 anni sono scesi al di sotto di quelli degli OAT per la prima volta anche se lo spazio per ulteriori compressioni è limitato. I titoli di Stato italiani dovrebbero mantenere uno spread contenuto rispetto ai Bund tedeschi in area 80 pb entro la fine 2026. Tale livello riflette i progressi nel consolidamento fiscale e la stabilità politica interna. L'impegno del governo Meloni a riportare il deficit pubblico al di sotto del -3% del PIL nel 2026 è un pilastro fondamentale per la tenuta della stabilità e l'approccio favorevole all'UE fornisce una rassicurazione agli investitori. La domanda non domestica per i titoli italiani, in particolare dagli investitori al di fuori dell'area euro, è ancora robusta ed è sostenuta dal carry attraente e dai flussi che parzialmente sono stati dirottati al di fuori della Francia a causa delle sue difficoltà. Tuttavia, il rapporto **debito/PIL** italiano, previsto stabile intorno al 138%, è un limite ad ulteriori restringimenti degli spread. La conclusione del programma NextGenerationEU (NGEU) nel 2026, che ha fornito un importante sostegno politico ed economico, rimuove inoltre un elemento chiave di supporto. Sebbene il carry aggiustato per il rischio sui titoli italiani resti favorevole, l'attuale restringimento dello spread rispetto al Bund riflette già l'ottimismo corrente e il mercato diventerà probabilmente più sensibile ai livelli elevati di debito o al rumore politico con l'avvicinarsi delle negoziazioni del bilancio per il 2027. L'era della rapida convergenza è ormai conclusa e ulteriori compressioni saranno incremental e difficili da ottenere.

La **Spagna**, invece, si distingue per la sua resilienza e sovrapreformance. Lo spread SPGB-Bund a 10 anni è atteso su livelli contenuti, sostenuto da solidi fondamentali macroeconomici salsi, un rating stabile e la domanda degli investitori robusta. La crescita del PIL spagnolo è prevista al 2,1% nel 2026, sopra la media dell'area euro, e con un deficit di bilancio atteso in aumento solo marginale, il rating A con outlook stabile delle principali agenzie continuerà a rafforzare la fiducia degli investitori. Gli investitori extra-area euro sono stati particolarmente attivi sui titoli spagnoli, assorbendo il 56% dell'offerta netta nel 2025, la quota più alta tra i quattro principali emittenti dell'area euro. Sebbene la frammentazione politica e la ridotta adesione ai prestiti NGEU possano rappresentare sfide, queste non dovrebbero influire in modo significativo sugli spread nel 2026. Il carry aggiustato per il rischio sui titoli spagnoli resta interessante e, in questo contesto, la forza relativa della Spagna è destinata a persistere, con spread che hanno raggiunto i minimi storici e il Paese che continua a beneficiare di un circolo virtuoso di crescita, prudenza fiscale e domanda degli investitori.



Gilt: rendimenti attraenti ma rischi latenti

Per quanto riguarda i titoli di Stato britannici (Gilt), nel 2026 questi sentiranno l'influenza di un allentamento monetario, di pressioni fiscali ancora presenti e di alcuni cambiamenti strutturali nel settore pensionistico. Prevediamo che la **Bank of England** effettui due ulteriori tagli dei tassi entro la fine del 2026 a causa di un indebolimento del mercato del lavoro e di un'inflazione in lenta discesa. Questo dovrebbe sostenere i Gilt, soprattutto sulla parte breve della curva. La nostra previsione per il rendimento del Gilt decennale a fine 2026 è del 4,2%.

Tuttavia, anche per i Gilt esistono rischi al rialzo sui rendimenti. Le esigenze di finanziamento del governo sono alte e l'offerta di Gilt dovrà essere assorbita dal mercato mentre sullo sfondo la Bank of England proseguirà il "quantitative tightening" e ridurrà il proprio stock di debito aumentando l'offerta netta. Nel Paese, inoltre, è in corso un **cambiamento strutturale** sui fondi pensione a prestazione definita (in ingl. defined benefit, o DB), che sono stati storicamente dei grandi acquirenti di Gilt. Nel corso dei prossimi decenni, questi fondi sono destinati a diminuire in rapporto al PIL e secondo l'Office for Budget Responsibility (OBR) gli attivi dei fondi DB dovrebbero scendere da quasi il 30% del PIL nel 2025 a solo l'11% entro il 2074, man mano che gli schemi DB del settore privato si estinguono e venderanno Gilt. Sebbene i fondi a contribuzione definita (ingl. Defined contribution, o DC) cresceranno, è improbabile che compensino pienamente questo calo della domanda.

L'incertezza politica, che include anche continue voci di cambiamenti nella leadership del Paese, potrebbe inoltre aumentare il premio al rischio e spingere i rendimenti più in alto. La nostra previsione potrebbe anche essere superata nel caso in cui l'inflazione si dimostrasse più persistente del previsto o i mercati obbligazionari globali subissero nuove pressioni.

JGB: un nuovo contesto dei rendimenti

Dal 2024, il mercato dei titoli di Stato giapponesi (ingl. Japanese Government Bond, o **JGB**) sta registrando un cambiamento storico dopo decenni di rendimenti praticamente piatti grazie alla politica di controllo della curva dei rendimenti (YCC). I rendimenti dei JGB a 2 e 10 anni sono saliti rispettivamente all'1,05% e all'1,92% – i livelli più alti dal 2007 – mentre il rendimento a 30 anni ha raggiunto il 3,37%, massimo storico dalla sua introduzione nel 1999. Questo rialzo dei rendimenti è stato accompagnato da un marcato irripidimento della curva e lo spread tra le scadenze a 2 e 30 anni supera i 230 pb, un livello che non si vedeva da decenni. I rendimenti a breve sono saliti a causa della normalizzazione della politica monetaria dopo 17 anni di politica a tassi zero da parte della Bank of Japan, mentre i rendimenti a lunga scadenza sono stati spinti al rialzo dagli stimoli fiscali e dall'aumento del debito pubblico.

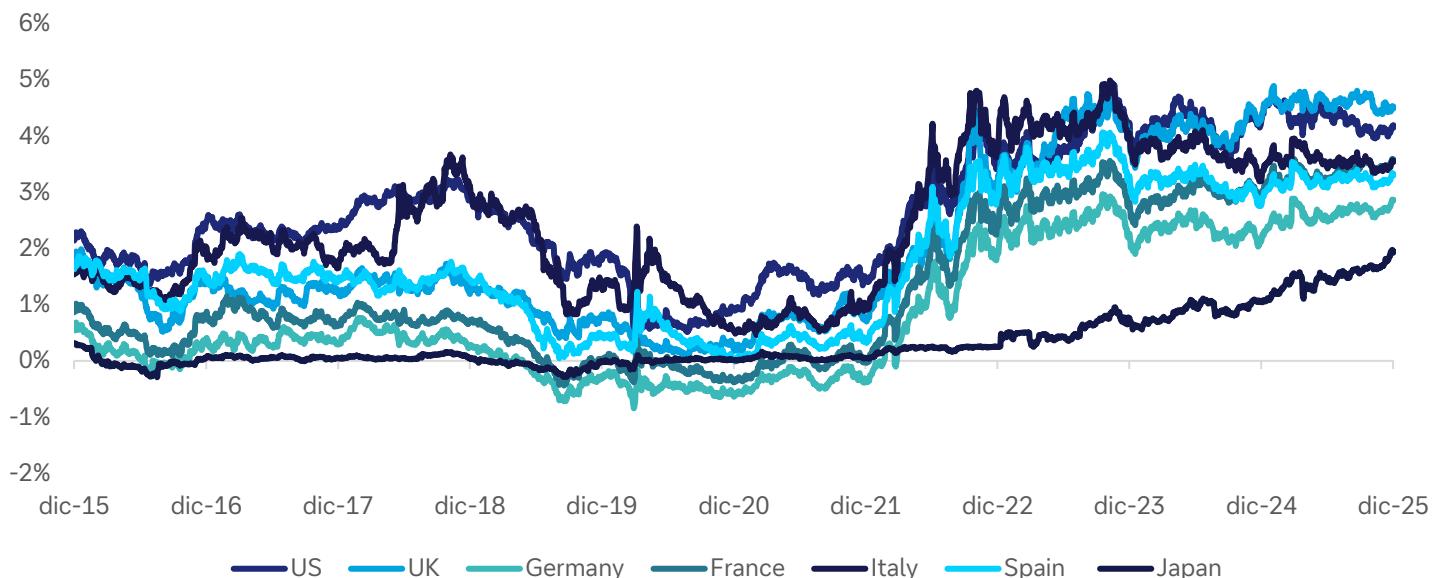
I mercati scontano che la Bank of Japan porti i tassi

allo 0,75% a dicembre, sostenuta da una domanda interna resiliente, da uno yen debole, da un'inflazione rimasta sopra il 2% per 43 mesi consecutivi, dalla crescita salariale e da cinque trimestri di espansione del PIL (prima di un recente rallentamento). I mercati hanno prezzato una probabilità del 90% per tale rialzo e di recente hanno spinto i rendimenti a breve termine ai massimi pluriennali. Oltre a quello scontato dal mercato, prevediamo un ulteriore rialzo di 25 pb entro la fine del 2026 che porterà il tasso di riferimento all'1%. Nel frattempo, i rendimenti a lungo termine dei JGB sono aumentati a causa delle preoccupazioni fiscali. Il Primo Ministro Takaichi ha annunciato il più grande pacchetto di stimolo da periodo della pandemia – JPY11,7 trilioni (circa USD75 miliardi) di nuovo indebitamento – che spingerà il rapporto debito/PIL, già il più alto al mondo, oltre il 220%.

I rendimenti dei JGB più alti del passato stanno rimodellando i mercati obbligazionari globali. Per decenni, lo yen è stato la valuta di finanziamento preferita per i **carry trade**, ma l'aumento dei rendimenti dei JGB e l'orientamento restrittivo della BoJ hanno accresciuto il rischio di un possibile smontamento di queste posizioni. Un assaggio di questo scenario si è visto già nell'agosto 2024, quando un cambio di rotta della BoJ e i dati deboli sul mercato del lavoro USA hanno innescato volatilità globale: i rendimenti dei Treasury USA sono saliti di 10 pb, quelli del Bund di 7 pb, lo yen si è rafforzato e le valute emergenti sono crollate. Detto ciò, i mercati hanno già prezzato un ulteriore rialzo dei tassi da parte della BoJ nel terzo trimestre 2026, portando il tasso di riferimento a circa l'1% dall'attuale 0,5%. Una sorpresa in stile 2024, quindi, appare improbabile. Sia il governo giapponese sia la BoJ hanno ribadito la loro disponibilità a intervenire sul mercato valutario per attenuare movimenti bruschi dello yen, fornendo un cuscinetto ad eventuali movimenti rapidi della divisa. In questo contesto, i rendimenti giapponesi sembrano destinati a rimanere più alti a lungo: prevediamo che il rendimento a 2 anni raggiunga l'1,2% e quello a 10 anni resti vicino all'1,9% entro fine 2026.

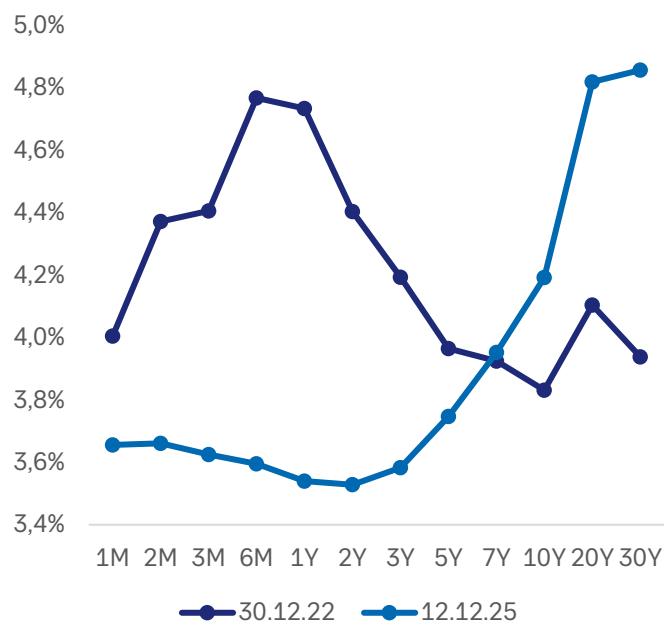


**Lo scenario globale dei tassi di interesse –
Rendimenti titoli di stato a 10 anni**



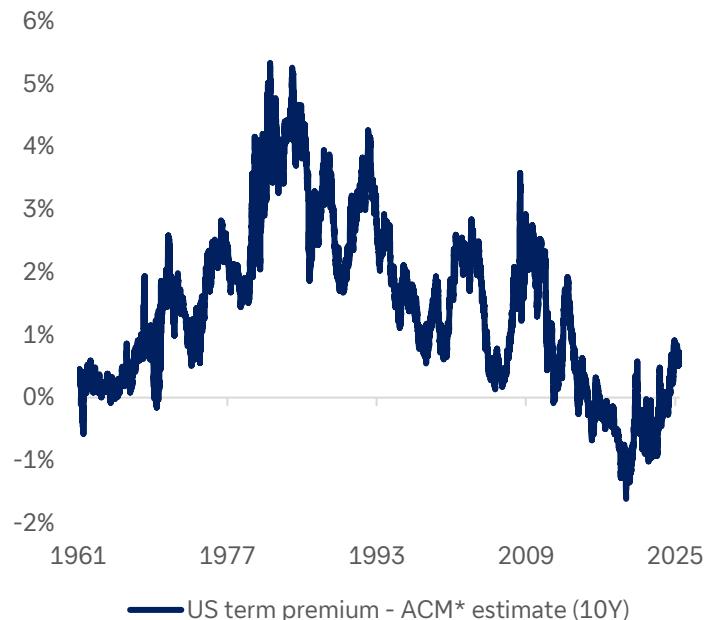
Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 15 dicembre 2025.

Il Twist Steepening della curva USA dal 2022



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 15 dicembre 2025.

Il Premio a termine ha margine per aumentare



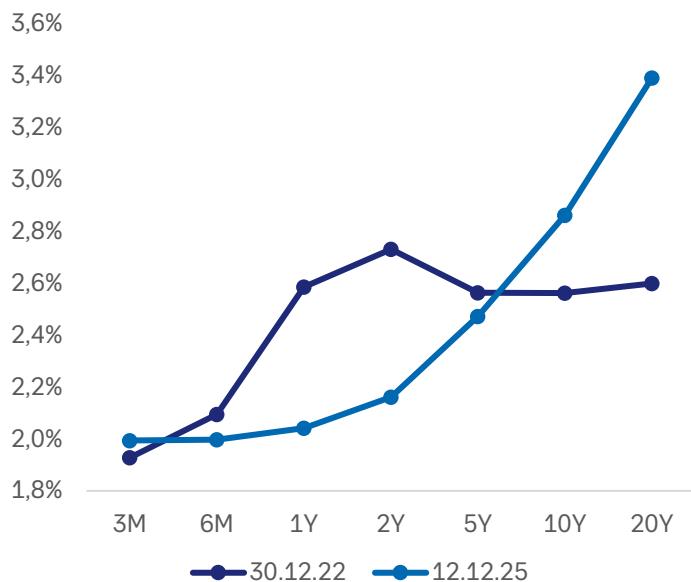
*Modello di Adrian, Crump, and Moench (ACM) della Fed di New York.

Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 15 dicembre 2025.

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. Questo documento è stato elaborato a dicembre 2025.

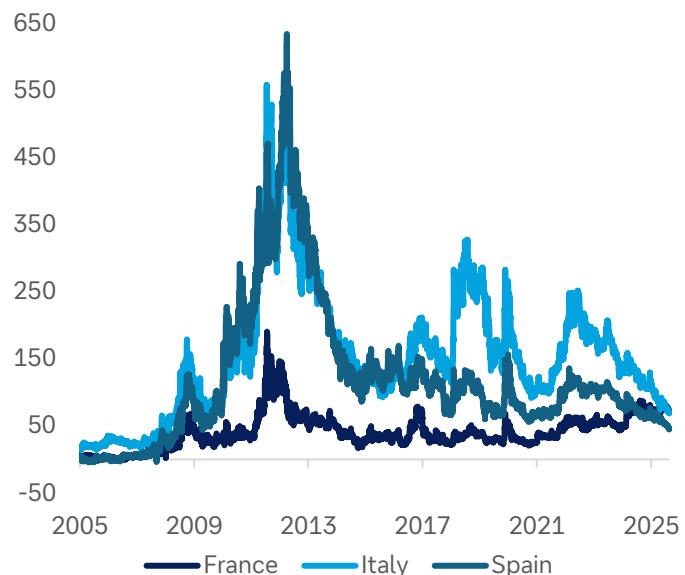


Anche la curva tedesca è diventata più ripida



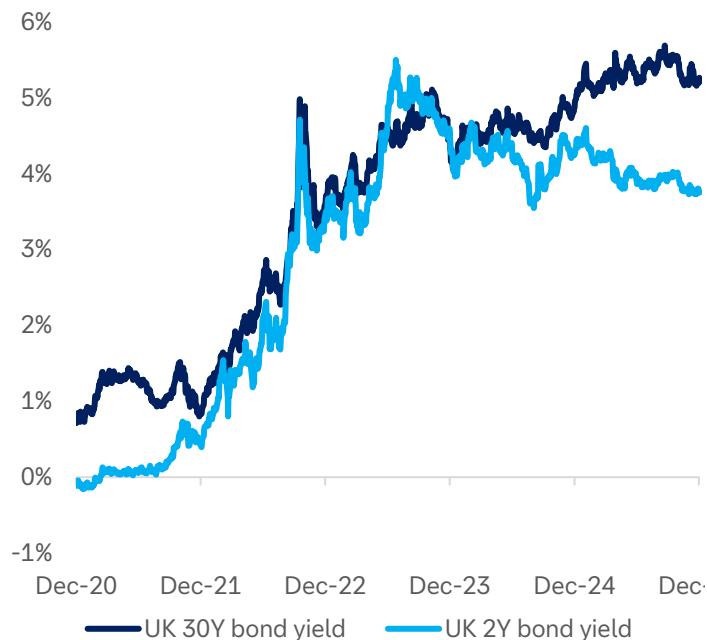
Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 15 dicembre 2025.

Spread periferia dell'area euro in calo – 10 anni (pbs)



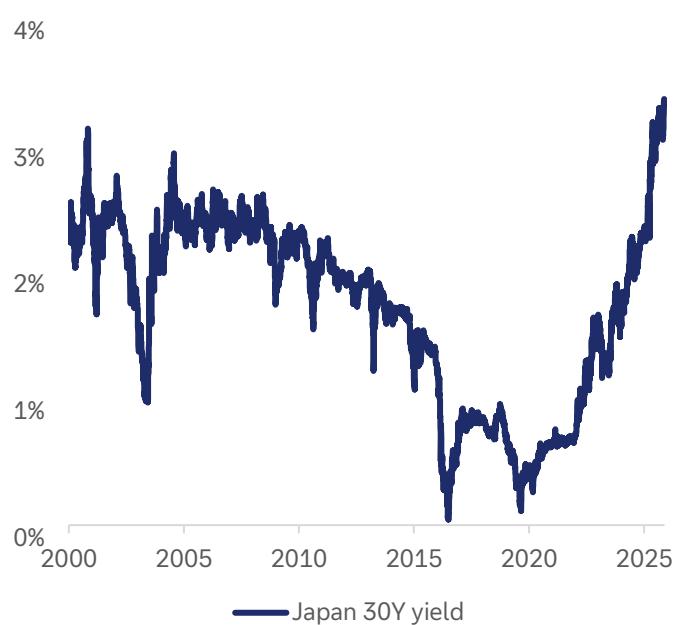
Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 15 dicembre 2025.

Regno Unito: rendimenti a lunga più rigidi



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 15 dicembre 2025.

Giappone – Il ritorno dei rendimenti



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 15 dicembre 2025.

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. Questo documento è stato elaborato a dicembre 2025.



Appendice

Glossario

- Curva dei Rendimenti:** Grafico che mostra la relazione tra i rendimenti obbligazionari e le loro scadenze.
- Duration:** Misura della sensibilità di un'obbligazione alle variazioni dei tassi di interesse, espressa in anni.
- Forward Rate:** Tasso di interesse concordato per un prestito o investimento che avrà luogo in futuro.
- Inflazione:** Tasso con cui il livello generale dei prezzi di beni e servizi aumenta, erodendo il potere d'acquisto.
- Liquidità:** Facilità con cui un'attività può essere convertita in contanti senza influenzarne il prezzo.
- Premio per il Rischio:** Rendimento in eccesso rispetto al tasso privo di rischio che gli investitori richiedono per assumere un rischio aggiuntivo.
- Rendimento Benchmark:** Tasso di interesse su un titolo di Stato standard utilizzato come riferimento per altri strumenti di debito.
- Rendimento Reale:** Rendimento di un investimento rettificato per l'inflazione.
- Rendimento dei Treasury: Rendimento dei titoli di Stato statunitensi, spesso utilizzato come riferimento per altri tassi di interesse.
- Spread di credito:** Differenza di rendimento tra un'obbligazione societaria e un titolo di Stato con scadenza simile, che riflette il rischio di credito.
- Rendimento a Scadenza:** Rendimento totale atteso su un'obbligazione se detenuta fino alla scadenza.
- Scadenza:** Data in cui il capitale di un'obbligazione viene rimborsato all'investitore.
- Tasso cedolare:** Tasso di interesse annuale pagato dall'emittente dell'obbligazione al detentore.
- Term Structure (Struttura a Termine dei tassi di interesse):** Relazione tra i tassi di interesse e le diverse scadenze degli strumenti di debito.



Appendice

Performance storica

	16.12.2020 - 16.12.2021	16.12.2021 - 16.12.2022	16.12.2022 - 16.12.2023	16.12.2023 - 16.12.2024	16.12.2024 - 16.12.2025
2Y US government bonds	-0,5%	-5,4%	-1,2%	-0,1%	1,0%
10Y US government bonds	-3,2%	-17,1%	-3,4%	-3,9%	2,1%
30Y US government bonds	-5,1%	-31,7%	-8,2%	-9,6%	-4,1%
2Y German government bonds	-0,8%	-4,0%	-0,1%	-0,3%	-0,6%
10Y German government bonds	-1,6%	-19,7%	1,8%	-1,7%	-4,6%
30Y German government bonds	-3,8%	-42,1%	-5,0%	-8,2%	-18,1%
2Y Japanese government bonds	-0,2%	-0,2%	0,0%	-0,7%	-0,6%
10Y Japanese government bonds	0,1%	-1,3%	-1,1%	-2,2%	-6,7%
30Y Japanese government bonds	-0,4%	-17,8%	-4,4%	-12,2%	-20,0%
2Y UK government bonds	-0,3%	-4,2%	0,7%	1,1%	1,7%
10Y UK government bonds	-3,4%	-19,7%	-1,8%	-5,2%	-0,1%
30Y UK government bonds	-2,8%	-42,3%	-4,3%	-14,2%	-4,6%
2Y French government bonds	-2,7%	-5,4%	1,2%	3,1%	0,6%
10Y French government bonds	-3,4%	-19,4%	2,3%	-3,5%	-3,0%
30Y French government bonds	-7,7%	-41,2%	-4,3%	-9,3%	-14,2%
2Y Italian government bonds	-1,4%	-5,4%	2,1%	1,3%	-0,6%
10Y Italian government bonds	-3,5%	-23,5%	7,2%	3,2%	-0,3%
30Y Italian government bonds	-7,9%	-38,7%	2,3%	4,2%	-5,8%
2Y Spanish government bonds	-0,8%	-7,1%	0,2%	1,2%	-0,5%
10Y Spanish government bonds	-2,1%	-21,3%	3,1%	1,2%	-2,1%
30Y Spanish government bonds	-7,6%	-40,8%	-0,9%	2,8%	-9,3%

Fonte: LSEG Datastream Deutsche Bank AG. Dati al 16 dicembre 2025.



Appendice

Informazioni importanti

General

Il presente documento non deve essere distribuito in Canada o in Giappone. 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 documento 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. Le informazioni ivi contenute non sostituiscono la consulenza personalizzata in base alle circostanze individuali dell'investitore.

Tutti i contenuti presenti nella presente documento 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 accrescere ma anche ridursi e un 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 o emesse insieme a 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, Deutsche Bank non rilascia 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 del presente documento o qualsiasi informazione in esso contenuta e declina esplicitamente qualsiasi responsabilità per errori od omissioni (laddove presenti). Le dichiarazioni previsionali comportano elementi significativi che attengono a valutazioni e analisi soggettive e le modifiche ad esse apportate e/o l'inclusione di fattori diversi o aggiuntivi potrebbero esercitare un impatto sostanziale sui risultati indicati. Pertanto, i risultati effettivi potrebbero discostarsi, anche in modo sostanziale, dai risultati qui contenuti.

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

Secondo quanto consentito dalle leggi e dai regolamenti applicabili, questo documento è solo a scopo informativo e non è inteso a creare obblighi giuridicamente vincolanti per Deutsche Bank, e Deutsche Bank non agisce come consulente finanziario o in qualità di fiduciario per l'investitore, a meno che non sia espressamente concordato per iscritto da Deutsche Bank. Prima di prendere una decisione d'investimento, gli investitori devono considerare, con o senza l'assistenza di un professionista finanziario, se gli investimenti e le strategie descritti o forniti da Deutsche Bank siano appropriati alla luce delle esigenze dell'investitore, degli obiettivi, della situazione finanziaria, o 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



Appendice

effettivi e potenziali. La linea di condotta di Deutsche Bank consiste nell'adottare tutte le misure che appaiano appropriate per mantenere e attuare soluzioni a livello organizzativo 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 documento 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, o utilizzo sarebbe contrario alla legge o ai regolamenti o che assoggetterebbe Deutsche Bank a requisiti di registrazione o licenza non attualmente soddisfatti in tale giurisdizione. Chiunque entri in possesso del presente documento è tenuto a informarsi in merito a tali restrizioni.

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

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. L'autorità di vigilanza a cui è soggetta Deutsche Bank AG è 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.

Questo documento è stato generato o modificato con il supporto dell'intelligenza artificiale (IA). È stato revisionato da dipendenti responsabili del Chief Investment Office di Deutsche Bank.

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. Gli investimenti descritti al suo interno non sono stati autorizzati per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da qualsiasi altra agenzia governativa kuwaitiana competente. L'offerta di qualsiasi investimento 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



Appendice

offerta privata o pubblica di tali investimenti viene effettuata in Kuwait e nessun accordo relativo alla vendita degli investimenti verrà conclusa in Kuwait. Non sono previste attività di marketing o di sollecitazione o di inducement per offrire o commercializzare investimenti 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 degli investimenti descritto all'interno del documento dovrebbero condurre la propria due diligence sull'accuratezza di qualsiasi informazione relativa ai contenuti. 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 nel Libano

Accettando questa documentazione, il Cliente dichiara che: (i) tale documentazione gli è stata inviata da Deutsche Bank in risposta a una richiesta non sollecitata da parte sua; (ii) ha eseguito o eseguirà qualsiasi documento relativo a una transazione descritta in questo documento (una "Transazione") al di fuori della Repubblica Libanese, in una giurisdizione in cui sia lecito farlo; (iii) qualsiasi Transazione stipulata sarà considerata conclusa e registrata al di fuori della Repubblica Libanese, in una giurisdizione in cui sia lecito farlo; (iv) ha stipulato o stipulerà qualsiasi Transazione per uno scopo commerciale legittimo e come parte di una sana politica di investimento o di gestione finanziaria, ossia per gestire i propri prestiti o investimenti, coprire i propri attivi o passività sottostanti o in relazione alla propria attività, e non per scopi speculativi o illegali.

Deutsche Bank non ha ottenuto l'autorizzazione del Consiglio Centrale della Banca Centrale del Libano per commercializzare, promuovere, offrire o vendere ("offrire") alcun prodotto relativo a qualsiasi Transazione in Libano e nessun prodotto viene offerto in Libano tramite il presente documento.

Per i residenti in Sudafrica

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

Per i residenti in Belgio

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

Per i residenti nel Regno Unito

Questo documento è considerato promozione finanziaria come definito nella Sezione 21 del Financial Services and Markets Act 2000 ed è approvato e comunicato all'utente da DB UK Bank Limited. DB UK Bank Limited è membro del gruppo Deutsche Bank AG 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



Appendice

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 documento è destinato a: Investitori Professionali di Hong Kong. Inoltre, questo documento è fornito solo al destinatario, l'ulteriore distribuzione di questo documento 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 descritti nel presente documento possono essere autorizzati o meno dalla SFC. Qualsiasi di 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 descritti al suo interno 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

Le informazioni contenute in questo documento sono di carattere pubblicitario. Il testo non soddisfa 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" che il cliente può richiedere gratuitamente alla Banca.

Per i residenti in India

Gli investimenti citati nel presente documento non sono offerti al pubblico indiano per la vendita e la



Appendice

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

Questo documento è distribuito da Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal è un istituto di credito regolamentato dalla Banca di Spagna (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. L'ufficio registrato in Spagna è presso 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.

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 sua 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.