Deutsche Bank
Chief Investment Office

PERSPECTIVES Viewpoint FX

Le Banche Centrali tornano sulla scena dei tassi di cambio

2 ottobre 2026

Autori:

Michael Blumenroth, Senior Investment Strategist
Elena Ahonen, 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.wealth.db.com.

Key takeaways

- Le aspettative di una Fed più restrittiva stanno sostenendo il USD nel breve periodo, ma nel medio termine prevediamo un suo moderato indebolimento. L'EUR dovrebbe invece beneficiare dell'orientamento relativamente restrittivo della BCE e di una crescita economica nell'area dell'euro più solida del previsto.
- Lo JPY ha recentemente recuperato terreno dai minimi degli ultimi 40 anni, sostenuto dagli interventi sul mercato valutario e dal rialzo dei tassi della Banca del Giappone. Perché questo apprezzamento possa proseguire nel tempo, sarà tuttavia probabilmente necessario un ulteriore irrigidimento della politica monetaria.
- Il CNY ha recentemente toccato i massimi degli ultimi quattro anni rispetto al USD. Riteniamo che i presupposti per un graduale apprezzamento della valuta cinese rimangano solidi e che questa tendenza possa proseguire nei prossimi 12 mesi.

EUR/USD: resta intatto il potenziale di rialzo nel medio periodo

EUR: Negli ultimi tre mesi, il cambio EUR/USD si è mosso prevalentemente all'interno di un ampio intervallo, compreso tra circa 1,14 e 1,18, riflettendo il mutevole equilibrio tra le aspettative sulla politica monetaria, gli sviluppi geopolitici e le prospettive di crescita relative. Dopo aver toccato un minimo vicino a 1,1325 alla fine di giugno, il cambio è risalito verso 1,171 ad agosto, per poi arretrare nuovamente a settembre.

All'inizio del periodo, il USD ha beneficiato di dati economici statunitensi superiori alle attese, tra cui la tenuta del mercato del lavoro e la solidità degli indicatori di attività. I mercati hanno progressivamente incorporato un ulteriore inasprimento monetario da parte della Federal Reserve, sostenendo i rendimenti statunitensi e il dollaro. Successivamente, l'EUR ha recuperato terreno, poiché gli investitori hanno iniziato a concentrarsi su una possibile riduzione del divario tra gli orientamenti monetari della Fed e della BCE.

La BCE ha mantenuto un'impostazione relativamente restrittiva in presenza di pressioni inflazionistiche ancora elevate. Dopo la riunione della Fed di fine luglio, invece, i mercati hanno temporaneamente messo in dubbio che la banca centrale statunitense avrebbe dato seguito alla propria retorica restrittiva con ulteriori rialzi dei tassi, nonostante le persistenti pressioni sui prezzi. Le attese di una graduale riduzione dei differenziali di rendimento tra Stati Uniti e area dell'euro hanno sostenuto la moneta unica durante il mese di agosto, finché, in occasione del simposio annuale della Fed a Jackson Hole, il presidente Kevin Warsh ha chiaramente lasciato intendere che un rialzo dei tassi a settembre fosse una possibilità concreta.

Anche gli sviluppi geopolitici hanno svolto un ruolo importante. I prezzi elevati dell'energia e l'incertezza legata alla situazione in Medio Oriente hanno periodicamente favorito il dollaro statunitense, tradizionalmente considerato una valuta rifugio, mentre l'Europa è rimasta maggiormente esposta ai costi dell'energia importata.

Nel complesso, gli ultimi tre mesi sono stati caratterizzati da un equilibrio di forze contrapposte: da un lato, la tenuta della crescita statunitense e il sostegno fornito al dollaro dai rendimenti; dall'altro, le attese di una riduzione del differenziale di politica monetaria e il progressivo venir meno dei premi per il rischio geopolitico.

Riteniamo che diversi fattori depongano a favore di un graduale apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense nei prossimi 12 mesi.

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

Riduzione dei differenziali dei tassi d'interesse

Storicamente, l'orientamento relativo delle politiche monetarie è stato uno dei principali fattori alla base dell'andamento del cambio EUR/USD nel medio periodo. Sebbene i tassi di riferimento della Federal Reserve siano attualmente più elevati di quelli della BCE, i mercati si attendono sempre più una riduzione del differenziale nel medio-lungo termine. La Federal Reserve dispone ancora di margini di allentamento monetario significativamente più ampi rispetto alla BCE, soprattutto se l'inflazione statunitense continuerà a moderarsi e la crescita rallenterà gradualmente. Una riduzione del differenziale tra i tassi della Fed e della BCE attenuerebbe una delle principali fonti di sostegno strutturale al dollaro statunitense.

Rallentamento della crescita statunitense e venir meno dell'eccezionalismo americano

Negli ultimi anni, l'economia statunitense ha continuato a sovraperformare gran parte delle altre economie avanzate. Tuttavia, una politica monetaria restrittiva, condizioni finanziarie più rigide e gli elevati costi per il servizio del debito potrebbero impedire agli Stati Uniti di continuare a crescere a un ritmo nettamente superiore rispetto all'Eurozona. L'economia dell'area euro continua inoltre a beneficiare del graduale miglioramento dell'attività industriale e dell'aumento degli investimenti in settori quali difesa, infrastrutture e digitalizzazione. I mercati stanno già incorporando l'aspettativa che la crescita dell'Eurozona difficilmente supererà in misura significativa quella statunitense.

Valutazioni relative

In un'ottica di più lungo periodo, il dollaro statunitense rimane sopravvalutato rispetto a molte delle principali valute, compreso l'euro. Sebbene le valutazioni offrano indicazioni poco affidabili nel breve termine, tendono ad assumere maggiore rilevanza su orizzonti pluriennali. Un'eventuale normalizzazione rispetto agli attuali livelli estremi favorirebbe probabilmente un apprezzamento dell'euro.

Timori strutturali per le prospettive fiscali statunitensi

Gli investitori stanno diventando sempre più sensibili alle incertezze sulla sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche statunitensi. Il persistere di deficit di bilancio, l'aumento del debito pubblico e le crescenti esigenze di emissione di titoli del Tesoro potrebbero ridurre gradualmente l'attrattiva del dollaro come valuta di riserva. È improbabile che tali timori provochino un aggiustamento improvviso, ma nel tempo potrebbero contribuire a una tendenza di indebolimento della valuta statunitense.

Possibile venir meno della domanda di beni rifugio

Una parte significativa del rafforzamento del USD dall'inizio del 2026 è riconducibile all'incertezza geopolitica e alla domanda di beni rifugio. Un'attenuazione delle tensioni in Medio Oriente e un miglioramento della propensione al rischio a livello globale potrebbero ridurre la domanda di posizioni difensive sul dollaro statunitense.

Il nostro scenario di base prevede un graduale apprezzamento del cambio EUR/USD nei prossimi 12 mesi. Tale prospettiva resta tuttavia soggetta ad alcuni rischi.

Una Fed più restrittiva del previsto

Il principale rischio al ribasso per il cambio EUR/USD è che l'inflazione statunitense si dimostri più persistente di quanto attualmente previsto. Dopo il recente rialzo dei tassi, il FOMC ha segnalato che la maggior parte dei suoi membri si attende almeno un ulteriore aumento, mentre la proiezione mediana dei tassi per la fine del 2026 è stata rivista al rialzo. Il protrarsi di una politica monetaria restrittiva negli Stati Uniti manterrebbe i rendimenti statunitensi interessanti rispetto a quelli dell'area dell'euro, continuando a sostenere il USD.

Nuova sovraperformance degli Stati Uniti e crescita deludente nell'area dell'euro

Negli ultimi anni l'economia statunitense ha ripetutamente superato le attese rispetto a quella europea. Se la crescita della produttività rimanesse particolarmente sostenuta, grazie agli investimenti legati all'IA e alla solidità della spesa in conto capitale, l'economia statunitense potrebbe nuovamente crescere più del previsto.

Allo stesso tempo, le sfide strutturali dell'Europa, tra cui la minore crescita della produttività, le dinamiche demografiche sfavorevoli e i persistenti problemi di competitività, potrebbero frenare la ripresa dell'area dell'euro. Un simile contesto attirerebbe probabilmente capitali internazionali verso le attività statunitensi, sostenendo il USD.

Lo scenario positivo per il cambio EUR/USD presuppone un graduale miglioramento dell'attività manifatturiera e della domanda interna in Europa. Se la ripresa non dovesse concretizzarsi, gli investitori potrebbero tornare a concentrarsi sulle debolezze strutturali della regione, tra cui la debole produzione industriale, il calo dell'occupazione manifatturiera e la modesta crescita della produttività. In tale scenario, le attuali aspettative dei mercati swap riguardo a un inasprimento monetario della BCE potrebbero ridimensionarsi rapidamente, indebolendo il sostegno all'euro.

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

Nuove tensioni geopolitiche

Il USD continua a beneficiare del proprio ruolo di principale valuta rifugio a livello mondiale. Una nuova escalation in Medio Oriente, un deterioramento delle condizioni di sicurezza globali o un significativo aumento della volatilità dei mercati potrebbero innescare un nuovo afflusso verso le attività denominate in dollari statunitensi. L'Europa rimane più vulnerabile degli Stati Uniti agli shock energetici; di conseguenza, il rischio geopolitico tende ad avere un impatto asimmetrico sul cambio EUR/USD.

Maggiore incertezza fiscale e politica in Europa

Un ulteriore rischio al ribasso deriva dalla possibile instabilità politica all'interno dell'Eurozona, ad esempio dopo le elezioni presidenziali francesi dell'aprile 2027. Le difficoltà fiscali di diversi Stati membri, le divergenze sulle regole di bilancio dell'Unione europea o il riemergere di timori sulla sostenibilità del debito potrebbero determinare un nuovo aumento del premio per il rischio sulle attività finanziarie europee.

Nel complesso, pur mantenendo una visione moderatamente positiva sul cambio EUR/USD nel medio periodo, riteniamo improbabile che il percorso verso quota 1,20 sia lineare. Il cambio potrebbe continuare ad attraversare fasi di volatilità, alimentate dalle aspettative sulla politica monetaria e dagli sviluppi geopolitici. Tuttavia, diversi fattori strutturali sembrano sempre più favorevoli a un graduale apprezzamento dell'euro.

La riduzione del differenziale di politica monetaria tra Fed e BCE, il calo della domanda di dollari come bene rifugio e i crescenti timori sulla sostenibilità delle finanze pubbliche statunitensi potrebbero, nel complesso, sostenere un rialzo verso 1,20 entro settembre 2027.

JPY: normalizzazione della politica monetaria e apprezzamento della divisa graduali

JPY: Lo JPY è stato una delle principali valute più volatili nel 2026. Il cambio USD/JPY è salito da circa 156 all'inizio dell'anno a quasi 164 a luglio, portando lo JPY ai minimi degli ultimi 40 anni e inducendo Stati Uniti e Giappone a un raro intervento coordinato sul mercato valutario. I guadagni prodotti dall'intervento si sono tuttavia rapidamente esauriti. Lo JPY ha poi recuperato terreno ad agosto, sostenuto dalle aspettative di una più rapida normalizzazione della politica monetaria della Banca del Giappone. Si è inoltre ipotizzato che il Government Pension Investment Fund (GPIF), il maggiore fondo pensione al mondo, potesse destinare una quota più elevata di capitale alle attività finanziarie giapponesi. Queste aspettative hanno indotto gli investitori a ridurre le posizioni speculative corte sullo JPY.

In prospettiva, il netto recupero della valuta suggerisce che i futuri movimenti dello JPY dipenderanno più dalla normalizzazione della politica monetaria della Banca del Giappone e dai potenziali flussi di rimpatrio dei capitali che dagli interventi sul mercato valutario. I fondamentali interni favoriscono un ulteriore processo di normalizzazione. Nonostante gli elevati costi dell'energia, l'aumento dei redditi reali, la crescita diffusa dei salari, il sostegno fiscale e la domanda di esportazioni connesse all'IA dovrebbero sostenere l'economia.

I sussidi energetici hanno ridotto l'inflazione complessiva ad agosto, ma la misura "core-core" preferita dalla Banca del Giappone, che esclude alimentari ed energia, è rimasta all'1,9%. Nel frattempo, i prezzi alla produzione sono aumentati del 7,6% su base annua, per effetto dei maggiori costi del petrolio e del precedente indebolimento dello JPY. La solidità della domanda, la crescita salariale e il trasferimento dei maggiori costi sui prezzi finali hanno mantenuto l'inflazione in prossimità dell'obiettivo del 2%, con rischi orientati al rialzo.

In questo contesto, a settembre la Banca del Giappone ha aumentato il tasso di riferimento di 25 punti base, portandolo all'1,25%, con sette voti favorevoli e due contrari. La decisione è stata motivata dai rischi al rialzo derivanti dagli sviluppi geopolitici, dalla domanda legata all'IA e dalla debolezza dello JPY. Sebbene il tasso sia ora compreso nell'intervallo di neutralità stimato dalla banca centrale, pari all'1,1–2,5%, le condizioni finanziarie rimangono accomodanti, consentendo un ulteriore e graduale inasprimento. I voti contrari di orientamento accomodante rendono meno probabile un nuovo intervento a ottobre, mentre i mercati scontano un altro rialzo entro gennaio. Prevediamo altri due aumenti, che porterebbero il tasso all'1,75% entro la fine del terzo trimestre del 2027.

Sul fronte fiscale, la politica resta espansiva e incentrata sugli investimenti strategici, sui sussidi energetici e sulla proposta di una riduzione temporanea dell'imposta sui prodotti alimentari. Il governo intende evitare il ricorso a emissioni obbligazionarie per finanziare il disavanzo, ma le modalità di copertura del taglio fiscale non sono ancora chiare. Misure più consistenti prive di copertura o maggiori emissioni di titoli di Stato giapponesi aumenterebbero i premi per il rischio fiscale e peserebbero sullo JPY. Tuttavia, una solida crescita nominale e l'elevata quota di debito detenuta da investitori nazionali dovrebbero mantenere gestibile la dinamica del debito.

Allo stesso tempo, le politiche volte a indirizzare il risparmio interno verso le obbligazioni giapponesi

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

potrebbero compensare in parte queste pressioni. Il sostegno potrebbe provenire da una maggiore allocazione dei fondi pensione verso i titoli di Stato giapponesi e da una più ampia partecipazione degli investitori al dettaglio attraverso il programma Nippon Individual Savings Account. Anche il ribilanciamento dei portafogli dei principali investitori internazionali potrebbe rafforzare gli afflussi di capitale, sostenendo sia le obbligazioni giapponesi sia lo JPY. Questi cambiamenti nelle allocazioni dovrebbero tuttavia avvenire gradualmente.

Nel complesso, le prospettive per lo JPY sono moderatamente positive, ma il percorso difficilmente sarà lineare. La prossima fase dovrebbe dipendere meno dagli interventi valutari e più dai fondamentali. Nel breve periodo, la valuta dovrebbe rimanere volatile, risentendo dell'evoluzione delle aspettative sulla politica monetaria, della dinamica dei tassi statunitensi e degli sviluppi geopolitici. Con il tempo, la graduale normalizzazione della politica monetaria giapponese e una potenziale riallocazione dei capitali verso le attività finanziarie del Paese dovrebbero favorire un apprezzamento misurato dello JPY. In questo contesto, il nostro obiettivo a 12 mesi per il cambio USD/JPY è pari a 150.

EUR/CHF: i differenziali dei tassi penalizzano il CHF

CHF: Dopo aver raggiunto a marzo un massimo degli ultimi 11 anni, con il cambio EUR/CHF intorno a 0,898, il franco svizzero si è indebolito fino a toccare, a metà settembre, il livello più basso dell'ultimo anno. Diversi fattori hanno contribuito a questa dinamica.

In primo luogo, il premio per il rischio geopolitico si è in parte ridimensionato. All'inizio dell'anno, l'intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente aveva generato consistenti flussi verso il CHF in quanto valuta rifugio. Con il temporaneo attenuarsi dei timori di un'escalation regionale più ampia, la domanda di posizioni difensive sul franco svizzero è diminuita, consentendo al cambio EUR/CHF di risalire dai minimi.

In secondo luogo, e soprattutto, le aspettative sulla politica monetaria si sono spostate a favore dell'EUR. Mentre i mercati prevedono sempre più un ulteriore inasprimento da parte della BCE, o quantomeno il mantenimento di un orientamento restrittivo per un periodo prolungato, la Banca nazionale svizzera è condizionata da un'inflazione molto bassa e da un tasso di riferimento pari allo 0,00%. Il conseguente differenziale dei tassi d'interesse continua quindi a favorire l'EUR rispetto al CHF.

In terzo luogo, gli investitori sono consapevoli che un eccessivo rafforzamento del CHF non è auspicabile per la Banca nazionale svizzera. Quest'ultima ha più volte ribadito la propria disponibilità a intervenire sul mercato valutario, se necessario, per contrastare un apprezzamento eccessivo del franco. Anche in assenza di interventi effettivi, questa comunicazione potrebbe aver contribuito a limitarne ulteriori rialzi.

Nel complesso, il cambio EUR/CHF si è gradualmente allontanato dai livelli estremi di forza del franco osservati nel primo trimestre, sostenuto dal miglioramento della propensione al rischio, dall'ampliamento dei differenziali dei tassi e dal ridimensionamento delle aspettative di un ulteriore apprezzamento del CHF.

Il nostro scenario centrale prevede un moderato apprezzamento del CHF rispetto ai livelli attuali, senza tuttavia ipotizzare un ritorno alle eccezionali dinamiche da bene rifugio osservate all'inizio dell'anno. Il franco mantiene il proprio status di una delle principali valute rifugio a livello mondiale. Anche in un contesto di graduale miglioramento della crescita globale, le ricorrenti tensioni geopolitiche, i timori sulla sostenibilità dei conti pubblici delle maggiori economie e le periodiche fasi di volatilità dei mercati dovrebbero continuare ad alimentare la domanda di attività denominate in CHF.

Inoltre, l'inflazione svizzera resta nettamente inferiore a quella dell'area dell'euro. La Svizzera continua pertanto a beneficiare di una dinamica del potere d'acquisto più favorevole rispetto alla maggior parte delle economie avanzate. Storicamente, una bassa inflazione è associata a una valuta strutturalmente forte e riduce la necessità per gli investitori nazionali di trasferire capitali all'estero.

Sebbene la crescita dell'area dell'euro possa migliorare nei prossimi 12 mesi, anche l'economia svizzera ha mostrato una tenuta superiore alle attese. I recenti dati sul PMI e sul PIL indicano che l'attività economica continua a registrare un andamento relativamente solido nonostante la forza del CHF. Di conseguenza, il divario fondamentale tra l'area dell'euro e la Svizzera potrebbe non ampliarsi abbastanza da giustificare un rialzo duraturo del cambio significativamente al di sopra di 0,95. D'altra parte, un calo sensibilmente sotto quota 0,90 richiederebbe probabilmente un marcato deterioramento della propensione al rischio globale. A tali livelli aumenterebbe in misura significativa la probabilità di una retorica più decisa da parte della Banca nazionale svizzera e di un possibile intervento sul mercato valutario. Sia i fondamentali sia le considerazioni di politica monetaria rendono quindi improbabile un apprezzamento duraturo del CHF molto oltre i livelli attuali.

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

La nostra valutazione di medio periodo sul cambio EUR/CHF resta sostanzialmente neutrale, con una lieve preferenza per un rafforzamento del CHF. Sebbene l'attenuarsi delle tensioni geopolitiche e il differenziale favorevole dei tassi abbiano recentemente sostenuto l'EUR, il CHF continua a beneficiare del proprio status di valuta rifugio, della bassa inflazione e della solida posizione finanziaria sull'estero della Svizzera. Al tempo stesso, la disponibilità della Banca nazionale svizzera a contrastare un'eccessiva forza del franco dovrebbe limitarne il potenziale di apprezzamento. Nel complesso, questi fattori suggeriscono una graduale convergenza del cambio EUR/CHF verso il nostro obiettivo a 12 mesi di 0,92 entro la fine di settembre 2027.

GBP: una tenuta tutta britannica

Negli ultimi tre mesi, il cambio GBP/USD si è mosso all'interno di un intervallo relativamente ampio. Attualmente si attesta intorno a 1,32-1,33, dopo aver perso terreno a settembre in seguito al primo rialzo dei tassi della Fed dal 2023 e alla segnalazione di possibili ulteriori interventi restrittivi. Finora, la Bank of England ha invece mantenuto invariati i tassi.

Il principale fattore è stato il cambiamento delle aspettative sulla politica monetaria statunitense. A settembre, la Fed ha aumentato i tassi, segnalando che la maggioranza dei membri del FOMC prevede ancora almeno un ulteriore rialzo. Ciò ha ampliato la divergenza rispetto alla Bank of England, che ha mantenuto il tasso di riferimento invariato al 3,75%.

Inoltre, l'inflazione britannica è recentemente risalita oltre il 3%, principalmente a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia. Allo stesso tempo, il mercato del lavoro sta gradualmente perdendo vigore e la crescita dei salari reali nel settore privato si è indebolita. Sebbene l'economia britannica abbia mostrato una tenuta sorprendente, le prospettive di crescita appaiono meno dinamiche rispetto a quelle statunitensi.

D'altra parte, la sterlina ha beneficiato della maggiore stabilità politica seguita alla nomina di Andy Burnham a primo ministro e di John Healey a Cancelliere dello Scacchiere. Questi cambiamenti hanno contribuito a stabilizzare il clima di mercato nei confronti delle attività finanziarie britanniche. L'attenzione degli investitori è ora sempre più concentrata sull'imminente legge di bilancio autunnale, prevista per mercoledì 28 ottobre 2026, e sulla strategia fiscale del governo. Al momento, i mercati guardano all'appuntamento con relativa tranquillità: le opzioni sulla sterlina incorporano un rischio legato all'evento nettamente inferiore rispetto agli anni precedenti.

In una prospettiva di medio periodo, è inoltre significativo e positivo il recente aumento degli investimenti diretti esteri e dell'attività di fusione e acquisizione, che sostiene i flussi di capitale verso il Regno Unito. A settembre, la Bank of England ha anche interrotto le vendite di Gilt a lunga scadenza, riducendo l'offerta di duration sul mercato e fornendo sostegno ai titoli di Stato britannici a lungo termine.

Vi sono anche altri motivi per cui prevediamo un apprezzamento della sterlina rispetto al dollaro statunitense nei prossimi 12 mesi. L'argomentazione principale non è necessariamente una forza eccezionale della valuta britannica, quanto piuttosto un moderato indebolimento del dollaro. Inoltre, se l'economia del Regno Unito si dimostrasse più resiliente di quanto attualmente previsto da molti investitori, la sterlina potrebbe apprezzarsi ulteriormente.

I mercati degli swap incorporano attualmente rialzi dei tassi della BoE per complessivi 100 punti base nei prossimi 12 mesi. I rendimenti reali britannici potrebbero quindi rimanere interessanti rispetto a quelli di molti altri mercati avanzati. A differenza di precedenti fasi di tensione, gli investitori percepiscono inoltre un rischio fiscale sensibilmente più contenuto nel Regno Unito. Ciò dovrebbe continuare ad attrarre operazioni di fusione e acquisizione dall'estero, investimenti infrastrutturali e afflussi verso il settore finanziario. Sebbene questi flussi difficilmente possano determinare da soli l'andamento del cambio, potrebbero creare un contesto favorevole all'apprezzamento della sterlina.

I principali rischi per questo scenario sono rappresentati da un nuovo aumento dell'avversione al rischio a livello globale e della domanda di dollari come bene rifugio, nonché dal riemergere di timori sui deficit di bilancio e delle partite correnti del Regno Unito. Prevediamo comunque che il cambio GBP/USD salga verso 1,42 entro settembre 2027.

AUD: materie prime e tassi elevati sostengono la valuta

AUD: Il dollaro australiano ha continuato a beneficiare di fondamentali interni relativamente solidi, prezzi elevati delle materie prime e un orientamento ancora restrittivo della Reserve Bank of Australia (RBA). L'Australia continua a trarre vantaggio dal proprio ruolo di grande esportatore di minerale di ferro, gas naturale liquefatto (GNL) e metalli industriali. Al tempo stesso, la tenuta del mercato del lavoro e un'inflazione ancora superiore all'obiettivo hanno mantenuto la banca centrale fermamente concentrata sulla stabilità dei prezzi.

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

Negli ultimi mesi la RBA ha mantenuto il tasso di riferimento al 4,35%, continuando tuttavia a segnalare rischi al rialzo per l'inflazione. I mercati si attendono un ulteriore inasprimento monetario, dopo quello arrivato alla riunione della RBA del 29 settembre. I responsabili della politica monetaria hanno inoltre ribadito più volte che l'inflazione di fondo rimane troppo elevata e che potrebbe essere necessario mantenere un orientamento restrittivo più a lungo.

In prospettiva, un contesto favorevole per le materie prime, la tenuta della domanda cinese di esportazioni australiane, tassi d'interesse relativamente elevati e la solida posizione finanziaria sull'estero dell'Australia dovrebbero continuare a sostenere la valuta. A differenza di molte economie avanzate, l'Australia beneficia di un solido settore delle esportazioni di materie prime, di conti pubblici relativamente solidi e di un saldo positivo delle partite correnti. Questi fattori contribuiscono a ridurre la vulnerabilità agli shock di finanziamento esterno e sostengono le valutazioni del dollaro australiano nel medio periodo.

Sebbene appaia improbabile un apprezzamento significativo, la combinazione di un carry elevato, ragioni di scambio favorevoli e un atteso moderato indebolimento del USD nel medio periodo lascia intravedere un potenziale di rialzo per il dollaro australiano. Il cambio AUD/USD potrebbe quindi raggiungere quota 0,75 entro la fine di settembre 2027.

CAD: divisa guidata dai prezzi dell'energia e dalle relazioni commerciali

L'economia canadese continua a essere caratterizzata da una crescita contenuta, ma da un quadro macroeconomico nel complesso stabile. Sebbene l'attività economica risenta ancora dell'incertezza legata al commercio e della debolezza degli investimenti, il Canada continua a beneficiare del proprio ruolo di importante esportatore di petrolio greggio, gas naturale e altre materie prime. I prezzi elevati dell'energia hanno continuato a sostenere le ragioni di scambio e i conti con l'estero del Paese.

Negli ultimi tre mesi, la Bank of Canada ha mantenuto un orientamento prudente. L'inflazione è sostanzialmente rientrata verso l'obiettivo, mentre la crescita rimane modesta e il mercato del lavoro si è indebolito rispetto agli anni precedenti. Di conseguenza, le autorità monetarie non hanno mostrato particolare urgenza di inasprire ulteriormente la politica monetaria, preferendo mantenere un orientamento sostanzialmente neutrale e monitorare l'andamento dell'inflazione e dell'attività economica. Tuttavia, la curva OIS incorpora ora una probabilità del 50% di un rialzo dei tassi il 28 ottobre, seguito da un massimo di altri quattro aumenti entro settembre 2027. Si tratta di un grado di restrizione monetaria che potrebbe apparire piuttosto aggressivo.

In prospettiva, riteniamo vi sia spazio per un moderato apprezzamento del dollaro canadese. I prezzi elevati dell'energia, le condizioni di scambio relativamente favorevoli del Canada e un quadro di politica monetaria stabile dovrebbero continuare a sostenere il CAD. Un graduale indebolimento del dollaro statunitense, potenzialmente legato al persistere dei timori sulla sostenibilità dei conti pubblici degli Stati Uniti, potrebbe fornire un ulteriore impulso alla valuta canadese.

Prevediamo che il cambio USD/CAD scenda verso 1,35 entro settembre 2027. Le prospettive restano tuttavia strettamente legate all'andamento dei prezzi dell'energia e all'evoluzione dei rapporti commerciali tra Stati Uniti e Canada.

SEK: destinato ad attenuarsi l'effetto negativo dei prezzi energetici

SEK: I prezzi elevati di petrolio e gas e la maggiore incertezza sull'offerta energetica globale, legata al conflitto in Medio Oriente, hanno continuato a pesare sulla corona svedese anche nel terzo trimestre, nonostante il miglioramento del quadro macroeconomico. Inoltre, il tasso di riferimento della Riksbank, attualmente pari all'1,75%, è relativamente basso rispetto a quelli delle altre banche centrali del G10 e ha quindi ridotto l'attrattiva della SEK come valuta da carry trade. Di recente, la corona svedese si è indebolita rispetto all'euro, con il cambio EUR/SEK salito intorno a 11,30. I movimenti della SEK, valuta di natura prociclica, rispetto all'EUR sono stati influenzati dalla crescita globale e dalla dinamica del settore manifatturiero, a loro volta strettamente legate alle prospettive dei prezzi energetici mondiali. Dall'inizio di luglio, la volatilità del cambio EUR/SEK ha rispecchiato l'andamento delle quotazioni petrolifere globali, con la SEK che si è indebolita in concomitanza con il rialzo del petrolio. Non sorprende quindi che, dall'inizio dell'anno, la corona svedese sia stata la valuta del G10 con la performance peggiore.

Nonostante la debolezza registrata quest'anno, il quadro macroeconomico svedese rimane favorevole. Ad agosto, l'inflazione complessiva ha continuato a rallentare, attestandosi allo 0,3% su base annua. La misura dell'inflazione di fondo preferita dalla Riksbank, il CPIF, è cresciuta dello 0,7% su base annua, ben al di sotto dell'obiettivo della banca centrale. Nello stesso mese, la produzione del settore privato è aumentata del 3,6% su base annua, mentre i consumi delle famiglie sono rimasti solidi, con una crescita del 4% su base annua, invariata rispetto a luglio. Questi dati segnalano il perdurare dello slancio economico, dopo che le rilevazioni più recenti avevano indicato un'espansione dell'economia dell'1,6% su base trimestrale. Il tasso di disoccupazione è tuttavia rimasto elevato, attestandosi all'8,5% ad agosto.

Il favorevole andamento dell'inflazione e l'elevata disoccupazione hanno contribuito alla decisione della Riksbank di mantenere il tasso di riferimento all'1,75% nella riunione di agosto. Nonostante il rallentamento dell'inflazione, la banca centrale ha rilevato rischi al rialzo legati al rafforzamento della crescita economica e all'incertezza sulla prosecuzione del conflitto. Nelle proiezioni di giugno 2026, la Riksbank prevedeva due

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

rialzi di 25 punti base entro il 2027. Attualmente, i mercati swap attribuiscono una probabilità di circa il 90% a un aumento di 25 punti base entro novembre.

La solidità dei fondamentali macroeconomici, l'attenuarsi delle tensioni sui mercati globali del petrolio e del gas con la normalizzazione dell'offerta e la ripresa della domanda mondiale dovrebbero sostenere la SEK nel 2027. Il principale rischio al ribasso per questa previsione è rappresentato dall'incertezza sulle prospettive dell'economia globale, dovuta alle interruzioni dell'offerta energetica. Su un orizzonte di 12 mesi, prevediamo che il cambio EUR/SEK scenda a 10,80.

NOK: i prezzi elevati dell'energia sostengono la valuta

NOK: La solida performance della corona norvegese è proseguita anche nel terzo trimestre, rendendola la valuta del G10 con il miglior andamento dall'inizio dell'anno. In quanto esportatore netto di petrolio e gas, la Norvegia ha beneficiato dell'aumento dei prezzi globali dell'energia e della ricerca, da parte di altri Paesi, di fornitori alternativi al Medio Oriente. La corona norvegese ha inoltre tratto vantaggio da un carry interessante, sostenuto dal tasso di riferimento relativamente elevato della Norges Bank. A settembre, il cambio EUR/NOK è temporaneamente sceso a 11,75.

Al di là del volatile settore petrolifero, la corona norvegese è sostenuta anche da solidi fondamentali macroeconomici. Nel secondo trimestre, il PIL della Norvegia continentale è cresciuto dello 0,3%, rispetto allo 0,1% rivisto del primo trimestre, grazie alla ripresa degli investimenti. Il PIL complessivo, incluso il settore petrolifero, è aumentato dello 0,7%, rispetto allo 0,4% del primo trimestre. Ad agosto, l'inflazione complessiva annua ha accelerato al 3,3%, dal 3,0% di luglio. L'indicatore dell'inflazione di fondo preferito dalla Norges Bank, il CPI-ATE, è salito del 3,0% su base annua, rispetto al 2,7% di luglio. Il dato rimane superiore all'obiettivo del 2% della banca centrale, pur collocandosi ancora al di sotto delle sue previsioni.

Il 24 settembre, la Norges Bank ha aumentato il tasso di riferimento di 25 punti base, portandolo al 4,50%, e ha mantenuto un orientamento restrittivo, sottolineando che l'inflazione resta troppo elevata e che non si possono escludere ulteriori rialzi. I mercati degli swap incorporano attualmente una probabilità dell'80% di un altro aumento di 25 punti base nel primo trimestre del 2027.

Nel medio periodo, prevediamo un moderato indebolimento della corona norvegese rispetto all'euro. Il principale rischio al ribasso per questo scenario è rappresentato dal persistere della volatilità dei prezzi globali di petrolio e gas. Il nostro obiettivo per il cambio EUR/NOK è pari a 11,00 per settembre 2027.

Mercati emergenti: rendimenti USA ed energia riducono l'attrattiva del carry trade

CNY: ripresa interna disomogenea, ma valuta più forte

CNY: Gli ultimi dati economici cinesi continuano a delineare un'economia a due velocità. La produzione industriale si è mantenuta relativamente solida, accelerando dal 4,5% di luglio al 5,2% su base annua ad agosto, grazie alla tenuta delle esportazioni e alla continua espansione del comparto manifatturiero ad alta tecnologia. La produzione di beni strumentali e i settori tecnologici continuano a registrare risultati superiori alla media, riflettendo l'attenzione di Pechino per la modernizzazione dell'industria e lo sviluppo dei settori strategici.

La domanda interna rimane invece debole. Ad agosto, la crescita delle vendite al dettaglio ha rallentato ad appena lo 0,4% su base annua, evidenziando una fiducia dei consumatori ancora fragile e una spesa delle famiglie contenuta. Il settore immobiliare continua a rappresentare il principale elemento di debolezza dell'economia. Nei primi otto mesi dell'anno, gli investimenti fissi sono diminuiti del 7,2%, mentre le vendite immobiliari, l'avvio di nuovi cantieri residenziali e i prezzi delle abitazioni restano sotto pressione. Nonostante le misure di sostegno mirate, la crisi immobiliare continua a pesare sulla ricchezza delle famiglie, sull'occupazione e, più in generale, sul clima economico.

Nonostante il difficile quadro interno, il CNY si è apprezzato sensibilmente rispetto al dollaro statunitense, raggiungendo di recente i livelli più elevati degli ultimi quattro anni circa. Il rafforzamento riflette diversi fattori favorevoli: l'ampio e persistente avanzo delle partite correnti della Cina, la resilienza delle esportazioni, le consistenti conversioni valutarie e i rimpatri di capitali da parte degli esportatori, l'attenuarsi dei timori sul commercio e sui dazi dopo i recenti contatti tra Stati Uniti e Cina, l'obiettivo strategico di Pechino di promuovere l'internazionalizzazione del renminbi e la crescente diversificazione rispetto alle attività denominate in USD.

È importante sottolineare che la Banca Popolare Cinese ha sostanzialmente tollerato il graduale apprezzamento della valuta, pur continuando a considerare prioritaria la stabilità del cambio.

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

Il CNY appare tuttavia ancora sottovalutato sulla base di diversi modelli di valutazione comunemente utilizzati.

Manteniamo una valutazione positiva sul CNY per i prossimi 12 mesi. La posizione finanziaria sull'estero della Cina rimane eccezionalmente solida. In primo luogo, la robustezza delle esportazioni e gli ampi avanzi delle partite correnti continuano a generare una domanda strutturale di renminbi. In secondo luogo, l'internazionalizzazione della valuta resta una chiara priorità politica. Pechino ne promuove attivamente l'utilizzo nel regolamento degli scambi commerciali, nei pagamenti transfrontalieri e nella diversificazione delle riserve, fattori che dovrebbero incrementare gradualmente la domanda globale di attività denominate nella valuta cinese.

In terzo luogo, anche i flussi di capitale potrebbero diventare più favorevoli. Con la stabilizzazione della fiducia nell'economia cinese e il graduale aumento della partecipazione degli investitori esteri ai mercati finanziari nazionali, gli afflussi di capitale potrebbero fornire ulteriore sostegno alla valuta. Infine, il nostro scenario complessivo sui mercati valutari prevede una moderazione della forza del USD nel medio periodo, poiché potrebbero persistere i timori sulla sostenibilità dei conti pubblici statunitensi. In questo contesto, anche un ulteriore e moderato apprezzamento del CNY potrebbe essere sufficiente a portare il cambio USD/CNY verso 6,60 entro la fine di settembre 2027.

ZAR: rendimenti reali elevati e carry ancora resiliente

ZAR: L'economia sudafricana continua a confrontarsi con un contesto di crescita difficile: nel secondo trimestre il PIL si è contratto dello 0,2% su base trimestrale e, nel medio periodo, dovrebbe mantenere un andamento debole. Il ZAR ha tuttavia mostrato una tenuta relativamente buona, sostenuto da rendimenti reali elevati, da un carry interessante e dalla persistente domanda di obbligazioni locali.

Di recente l'inflazione è tornata ad aumentare, principalmente a causa del rialzo dei prezzi dei carburanti, mentre l'inflazione alimentare è rimasta contenuta. In questo contesto, il 23 settembre la South African Reserve Bank ha aumentato il tasso di riferimento di 25 punti base, portandolo al 7,25%, e ha adottato un tono restrittivo. La banca centrale ha sottolineato che i rischi per l'inflazione restano orientati al rialzo e che potrebbe essere necessario mantenere una politica restrittiva ancora per qualche tempo, ribadendo il proprio impegno a ricondurre l'inflazione verso l'obiettivo del 3%.

Nei prossimi 12 mesi prevediamo un moderato apprezzamento del ZAR rispetto al USD. La valuta sudafricana dovrebbe continuare a beneficiare di tassi d'interesse reali relativamente elevati, di un carry interessante e dei persistenti afflussi di portafoglio verso i titoli di Stato sudafricani. Un graduale ridimensionamento della forza del dollaro statunitense potrebbe fornire ulteriore sostegno. I persistenti vincoli strutturali, tra cui la debole crescita, l'elevata disoccupazione e le difficoltà dei conti pubblici, dovrebbero tuttavia limitare il potenziale di rafforzamento del ZAR, suggerendo un apprezzamento soltanto moderato nel medio periodo.

Il principale rischio al ribasso è rappresentato da un deterioramento della propensione al rischio a livello globale. Un ulteriore rischio deriverebbe da un calo prolungato dei prezzi delle materie prime. Nel complesso, questi fattori delineano prospettive di relativa tenuta per il ZAR, ma anche un potenziale di apprezzamento contenuto nel medio periodo.

Il nostro obiettivo per la fine di settembre 2027 è un cambio USD/ZAR pari a 15,80.

BRL: il carry rimane un potente fattore di sostegno

Nel 2026, il real brasiliano è stato una delle valute dei principali mercati emergenti con la migliore performance: si è apprezzato di quasi il 4,5% rispetto al dollaro statunitense, raggiungendo di recente i massimi degli ultimi 30 mesi. I principali fattori di sostegno sono stati i tassi d'interesse reali eccezionalmente elevati, la tenuta delle esportazioni di materie prime e la persistente domanda degli investitori globali orientati alle strategie di *carry trade*.

A settembre, il Banco Central do Brasil (BCB) ha ridotto il tasso Selic di 25 punti base, portandolo al 13,75%. Si è trattato del quinto taglio consecutivo. Le autorità monetarie continuano tuttavia a sottolineare la necessità di procedere con cautela, alla luce di aspettative d'inflazione ancora elevate e dell'incertezza fiscale. Nonostante il ciclo di allentamento monetario, il Brasile continua a offrire alcuni dei tassi d'interesse reali più elevati tra le principali economie. Recentemente, anche l'inflazione ha mostrato segnali di moderazione: ad agosto, l'indice IPCA complessivo è sceso al 4,22% su base annua, dal 4,44% di luglio, mentre l'attività economica evidenzia un graduale rallentamento. La crescita del PIL rimane positiva, il mercato del lavoro continua a mostrare una relativa tenuta e il Brasile beneficia del proprio ruolo di importante esportatore di energia, prodotti agricoli e materie prime industriali.

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

In prospettiva, le elezioni presidenziali si terranno il 4 ottobre 2026, con un eventuale ballottaggio previsto per il 25 ottobre. Gli attuali sondaggi indicano una competizione molto serrata tra il presidente uscente Luiz Inácio Lula da Silva e il senatore Flávio Bolsonaro. Come già avvenuto nei precedenti cicli elettorali, gli sviluppi politici potrebbero determinare fasi di elevata volatilità del real, soprattutto in relazione alla politica fiscale e alle aspettative sulle riforme.

Nel medio periodo, continuiamo a ravvisare margini per un ulteriore apprezzamento del real. Nonostante l'incertezza legata alle elezioni, il differenziale dei tassi eccezionalmente favorevole, una politica monetaria relativamente restrittiva, la tenuta delle esportazioni di materie prime e i persistenti afflussi di capitale dovrebbero continuare a sostenere la valuta brasiliana. Inoltre, la graduale attuazione dell'accordo UE-Mercosur potrebbe offrire ulteriore impulso alle esportazioni del Brasile, mentre un'eventuale attenuazione della forza del dollaro rappresenterebbe un altro fattore favorevole.

Nel complesso, questi elementi depongono a favore di un ulteriore apprezzamento del real nel medio periodo, seppure più moderato. Il principale rischio per questo scenario è rappresentato dal possibile riemergere di timori fiscali dopo le elezioni. Una traiettoria di bilancio meno favorevole ai mercati, l'aumento del debito pubblico o una maggiore incertezza politica potrebbero indebolire la fiducia degli investitori e penalizzare il real. Ulteriori rischi al ribasso includono un brusco calo dei prezzi delle materie prime, l'indebolimento della domanda cinese, un nuovo rafforzamento del dollaro o una repentina chiusura delle affollate posizioni di *carry trade*. Manteniamo comunque una visione positiva sul real e prevediamo che il cambio USD/BRL si attesti intorno a 4,80 tra 12 mesi.

MXN: resiliente nonostante i tagli dei tassi

MXN: Nel 2026 il peso messicano ha continuato a registrare un andamento relativamente positivo, apprezzandosi di circa l'1% rispetto al USD, nonostante le persistenti tensioni commerciali e l'incertezza legata alla rinegoziazione dell'accordo USMCA. Gli elevati rendimenti reali e il perdurare della domanda di operazioni di *carry trade* hanno continuato a sostenere la valuta. Sul fronte interno, l'attività economica è rimasta relativamente debole, risentendo della minore domanda estera e dell'elevata incertezza sui rapporti commerciali con gli Stati Uniti. La stabilità macroeconomica e gli interessanti differenziali dei tassi d'interesse continuano tuttavia ad alimentare la domanda degli investitori per le attività finanziarie messicane.

Negli ultimi tre mesi, il Banco de México (Banxico) ha proseguito il ciclo di allentamento monetario, riducendo il tasso di riferimento dal 7,00% al 6,50% nelle ultime due riunioni. Sebbene questi interventi abbiano parzialmente ridotto il vantaggio del peso in termini di carry, i tassi messicani restano elevati nel confronto internazionale e continuano ad attrarre gli investitori alla ricerca di rendimento.

Su un orizzonte di 12 mesi, vediamo un moderato potenziale di apprezzamento per il MXN. Da un punto di vista strutturale, il Messico continua a beneficiare della stretta integrazione nelle catene di approvvigionamento nordamericane e del processo di *nearshoring*, che sostiene gli investimenti diretti esteri e le esportazioni. Sebbene l'incertezza sui negoziati relativi all'USMCA rimanga elevata, l'importanza strategica dell'industria manifatturiera messicana per l'economia statunitense dovrebbe limitare il rischio di un deterioramento duraturo delle relazioni commerciali.

Ipotizzando un graduale ridimensionamento della forza del USD e l'assenza di un significativo peggioramento dei rapporti commerciali tra Stati Uniti e Messico, il vantaggio di carry del MXN e il suo favorevole posizionamento strutturale dovrebbero sostenerne un ulteriore apprezzamento nel medio periodo.

I principali rischi al ribasso derivano dalla geopolitica e dalla politica commerciale. Un fallimento dei negoziati sull'USMCA, nuove misure tariffarie statunitensi o un marcato deterioramento dei rapporti tra Stati Uniti e Messico potrebbero pesare significativamente sulla fiducia degli investitori e sulle esportazioni messicane. Ulteriori rischi includono tagli dei tassi da parte di Banxico più rapidi del previsto, una crescita statunitense più debole e un generale aumento dell'avversione al rischio, che potrebbe determinare un'inversione dei flussi di carry trade.

Riteniamo tuttavia che i fattori strutturali favorevoli al MXN rimarranno intatti, consentendo alla valuta di apprezzarsi fino a portare il cambio USD/MXN a 16,50 entro settembre 2027.

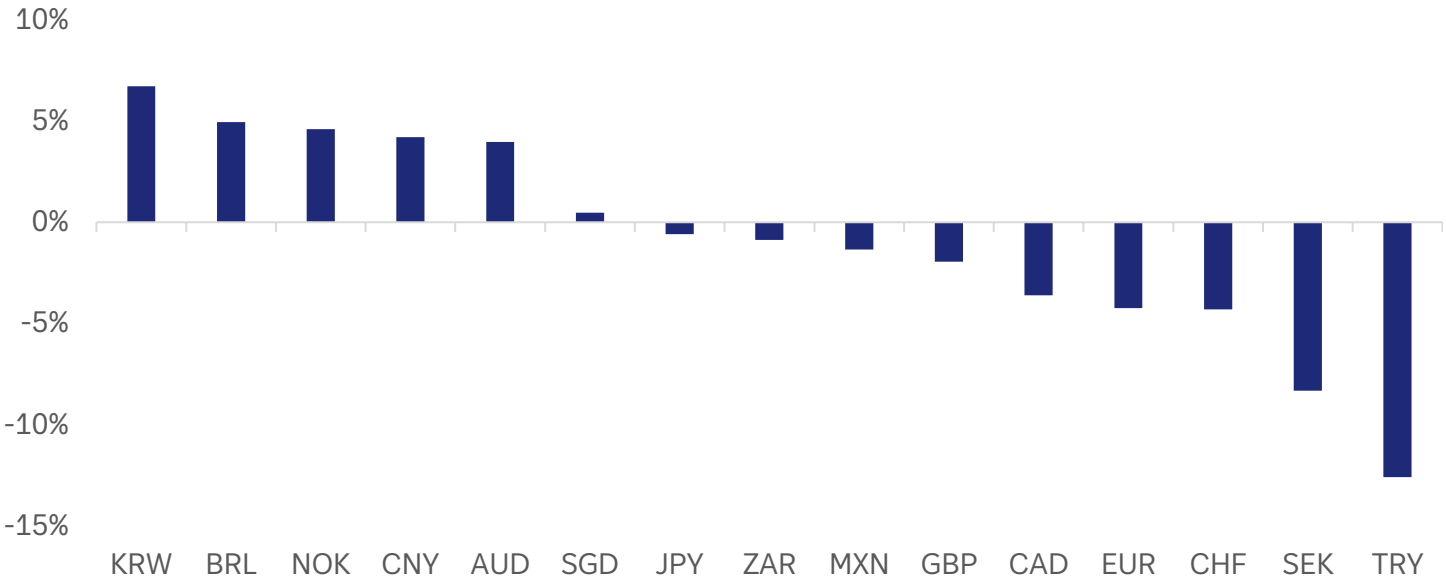
In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli 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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

Figura 1: Cambio EUR/USD e differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali tedeschi e statunitensi



Fonte: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Dati all'1 Ottobre 2026.

Figura 2: Performance vs. USD YTD (%)



Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati all'1 ottobre 2026.

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

Figura 3: Previsioni a fine settembre 2027

Valuta	Target a fine settembre 2027
EUR vs. USD	1,20
USD vs. JPY	150
EUR vs. JPY	180
EUR vs. GBP	0,85
GBP vs. USD	1,42
EUR vs. CHF	0,92
AUD vs. USD	0,75
USD vs. CAD	1,35
EUR vs. NOK	11,00
EUR vs. SEK	10,80
USD vs. CNY	6,60
USD vs. IDR	18.000
NZD vs. USD	0,64
USD vs. ZAR	15,80
USD vs. MXN	16,50
USD vs. BRL	4,80

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati all'1 ottobre 2026.

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

Appendice

Glossario

AUD è il codice valutario internazionale del dollaro australiano.

La **Banca centrale australiana** (ingl., *Reserve Bank of Australia*, RBA) è la banca centrale dell'Australia.

La **Banca centrale brasiliana** (port., *Banco Central do Brasil*, BCB) è la banca centrale del Brasile.

La **Banca centrale canadese** (ingl., *Bank of Canada*, BoC) è la banca centrale del Canada.

La **Banca centrale norvegese** (norv., *Norges Bank*) è la banca centrale della Norvegia.

La **Banca centrale sudafricana** (ingl., *South African Reserve Bank*, SARB) è la banca centrale del Sudafrica. Il suo obiettivo principale è preservare il valore della valuta, contribuendo a una crescita equilibrata e sostenibile.

La **Banca d'Inghilterra** (ingl., *Bank of England*, BoE) è la banca centrale del Regno Unito.

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

La **Banca Popolare Cinese** (ingl., *People's Bank of China*, PBoC) è la banca centrale della Repubblica Popolare Cinese.

La **bilancia delle partite correnti** è il saldo risultante dall'interscambio commerciale, dai redditi primari netti, detti anche redditi dei fattori, e dai trasferimenti monetari netti.

BRL è il codice valutario internazionale del real brasiliano.

CAD è il codice valutario internazionale del dollaro canadese.

CHF è il codice valutario internazionale del franco svizzero.

CNY è il codice valutario internazionale dello yuan cinese.

EUR è il codice valutario internazionale dell'euro, la valuta dell'area dell'euro.

La **Federal Reserve** (Fed) è la banca centrale degli Stati Uniti. Il Federal Open Market Committee (FOMC) ne definisce la politica dei tassi d'interesse.

Il **foreign exchange** (FX) indica le valute e le relative operazioni di cambio. Il tasso di cambio esprime il prezzo di una valuta in termini di un'altra.

GBP è il codice valutario internazionale della sterlina britannica.

L'**indice dei prezzi al consumo** (ingl., *Consumer Price Index*, CPI) misura il prezzo di un paniere di beni e servizi rappresentativo dei consumi tipici di una famiglia.

Gli **indici dei responsabili degli acquisti** (ingl., *Purchasing Managers' Indices*, PMI) forniscono indicazioni sullo stato di salute del settore manifatturiero sulla base di nuovi ordini, scorte, produzione, tempi di consegna dei fornitori e occupazione.

Gli **investimenti diretti esteri** (ingl., *Foreign Direct Investment*, FDI) sono investimenti effettuati nelle attività finanziarie di un Paese estero che conferiscono all'acquirente un controllo diretto.

JGB è l'acronimo di *Japan Government Bond*, un titolo di Stato emesso dal governo giapponese.

JPY è il codice valutario internazionale dello yen giapponese.

Le **operazioni di fusione e acquisizione** (ingl., *Mergers and Acquisitions*, M&A) sono forme di consolidamento societario: una fusione combina più società, mentre un'acquisizione consiste nell'acquisto di una società da parte di un'altra.

MXN è il codice valutario internazionale del peso messicano.

NOK è il codice valutario internazionale della corona norvegese.

L'**Overnight Index Swap** (OIS) è un contratto che prevede lo scambio di un tasso overnight con un tasso fisso.

Il **punto base** (ingl., *basis point*, bps) corrisponde a un centesimo di punto percentuale.

Il **prodotto interno lordo** (PIL; ingl., *Gross Domestic Product*, GDP) è il valore monetario dei beni e dei servizi finali prodotti all'interno di un Paese in un determinato periodo.

SEK è il codice valutario internazionale della corona svedese.

Il **tasso Selic** è il tasso overnight di riferimento della Banca centrale brasiliana.

ZAR è il codice valutario internazionale del rand sudafricano.

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

Appendice

Performance storica

	1.10.21 – 1.10.22	1.10.22 – 1.10.23	1.10.23 – 1.10.24	1.10.24 – 1.10.25	1.10.25 – 1.10.26
EUR vs. USD	-15,5%	8,1%	4,6%	6,0%	-3,3%
USD vs. JPY	30,3%	3,2%	-3,9%	2,4%	7,0%
EUR vs. JPY	10,2%	11,4%	0,7%	8,4%	3,5%
EUR vs. CHF	-10,6%	0,5%	-3,3%	0,0%	1,3%
EUR vs. GBP	2,6%	-1,3%	-3,9%	4,5%	-1,9%
GBP vs. USD	-17,6%	9,3%	8,9%	1,4%	-1,6%
USD vs. CNY	11,0%	2,2%	-3,7%	1,4%	-5,9%
AUD vs. USD	13,3%	-0,5%	-6,5%	4,1%	-4,8%
USD vs. CAD	9,3%	-1,8%	-0,6%	3,3%	2,1%
EUR vs. NOK	6,7%	5,8%	4,0%	-0,9%	-6,3%
EUR vs. SEK	7,0%	6,3%	-1,6%	-3,1%	3,1%
NZD vs. USD	-19,4%	7,2%	4,7%	-7,4%	-3,2%
USD vs. IDR	6,4%	1,5%	-1,6%	9,2%	7,6%
USD vs. ZAR	22,0%	4,3%	-8,1%	-1,0%	-4,7%
USD vs. MXN	-1,5%	-13,5%	12,6%	-6,3%	-1,7%
USD vs. BRL	1,0%	-7,1%	8,0%	-2,0%	-2,9%
10-Year US Treasury	-17,0%	-2,6%	11,2%	1,5%	-4,4%
30-Year US Treasury	-30,0%	-12,0%	15,1%	-6,0%	-8,7%
10-Year German Bund	-18,3%	-3,2%	9,6%	-2,8%	-3,6%
30-Year German Bund	-40,2%	-20,4%	19,2%	-14,6%	-8,2%
10-Year UK Government	-21,5%	-0,3%	9,5%	-1,1%	0,4%
10-Year Japan Government	-1,0%	-1,2%	0,6%	-4,7%	-8,3%
10-Year South African Government	18,1%	-0,7%	-17,1%	2,3%	-2,3%

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream. Dati all'1 ottobre 2026.

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

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 accrescersi 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

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

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 an 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

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

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

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.

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 Controle 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.

© 2026 Deutsche Bank AG. Tutti i diritti riservati.

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 prodotto nel mese di ottobre 2026.