

Deutsche Bank  
Chief Investment Office

# PERSPECTIVES

OUTLOOK MACRO E DI MERCATO

4/2024

MACRO  
Su percorsi  
differenti

OBBLIGAZIONARIO  
Ancora rendimento  
potenziale

AZIONARIO  
Prospettive positive per  
il 2025 ma con volatilità





# Macro: Su percorsi differenti

- Crescita economica: robusta in US, più debole in Eurozona
- Inflazione: resiliente in US, tornata al target in Eurozona
- Tagli dei tassi: approccio cauto da parte della Fed, la BCE in soccorso alla crescita

L'economia degli **Stati Uniti** rimane su un percorso di crescita robusto, trainata dalla domanda interna e dai guadagni di produttività. Il mercato del lavoro si è normalizzato senza segnali di recessione, nonostante l'attività industriale sia calata. Prevediamo che il PIL degli Stati Uniti si attesti in media al 2,7% nel 2024 e al 2,0% nel 2025. La vittoria dei Repubblicani rende più probabili dei tagli alle tasse, deregolamentazione, spesa in deficit e dazi all'importazione più elevati. Man mano che le misure fiscali si trasferiranno all'economia, la crescita del PIL dovrebbe migliorare e salire al 2,2% nel 2026.

L'inflazione ha continuato a diminuire nel corso dell'anno. Questo ha permesso alla Fed di iniziare il proprio ciclo di allentamento monetario. Tuttavia, il processo di disinflazione sarà verosimilmente lento. La domanda rimane robusta, il debito pubblico è in aumento e dazi alle importazioni saranno più elevati. Di conseguenza, ci aspettiamo che l'inflazione rimanga stabile, leggermente al di sopra dell'obiettivo della Fed, al 2,4% sia nel 2025 che nel 2026. Questo dovrebbe portare la Fed a proseguire con cautela il ciclo di tagli dei tassi di interesse. Prevediamo altri tre tagli entro la fine del 2025, portando il tasso sui Fed Funds al 3,75-4,00%.

L'economia dell'**Eurozona** si sta riprendendo a ritmo lento, principalmente a causa della produttività bassa che limita la crescita potenziale. Mentre i Paesi periferici come Spagna e Italia stanno evidenziando una crescita superiore alla media, Germania e Francia stanno affrontando il rischio di una stagnazione. Guardando avanti, il mercato del lavoro nel suo complesso solido e l'aumento dei salari reali dovrebbero essere di supporto, ma le tariffe più elevate degli Stati Uniti

e il conflitto commerciale in deterioramento tra gli Stati Uniti e la Cina potrebbero frenare la ripresa. Ci aspettiamo che la crescita del PIL acceleri solo leggermente allo 0,9% nel 2025.

Nel 2024, le pressioni sui prezzi sono diminuite dai livelli elevati precedenti a causa dell'attività economica contenuta e della discesa dei costi dell'energia. Ci aspettiamo che l'inflazione rallenti gradualmente verso l'obiettivo del 2% della BCE nel 2025. La BCE, pertanto, potrebbe intervenire per favorire la crescita. Ci aspettiamo che la BCE continui il suo ciclo di allentamento con cinque tagli, riducendo il tasso di deposito dall'attuale 3,25% al 2,00% entro la fine del 2025.

In **Giappone**, la crescita salariale più forte degli ultimi 30 anni ha stimolato i consumi privati, gettando le basi per un proseguimento della ripresa economica nel 2025, quando ci aspettiamo che la crescita del PIL si attesti in media all'1,2%. La svalutazione della valuta domestica e la solida domanda interna hanno aumentato le pressioni sui prezzi mentre l'economia in ripresa dovrebbe stabilizzare l'inflazione al 2,0% nel 2025. Questo dovrebbe consentire alla BoJ di normalizzare ulteriormente la politica monetaria, aumentando gradualmente il tasso di riferimento dallo 0,25% all'1,00% entro la fine del 2025.

La crescita in **Cina** ha perso slancio durante l'anno, complici la crisi dell'immobiliare in corso e le prospettive incerte sul reddito e occupazione che hanno affievolito il sentiment nel settore privato. È necessario un forte stimolo anticiclico per fornire un impulso duraturo alle dinamiche dei prezzi e alla domanda interna. Inoltre, un'escalation delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti potrebbe pesare sulla dinamica delle esportazioni. Di conseguenza, prevediamo che la crescita del PIL rallenti ulteriormente al 4,2% nel 2025 e che l'inflazione rimanga contenuta all'1,3%.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a novembre 2024.



# Obbligazionario: Ancora rendimento potenziale

- La tesi di “higher for longer” sui rendimenti rimane intatta in US
- I rendimenti europei non hanno il supporto dell'economia
- Gli spread societari sono ai minimi da decenni

La continua robustezza dell'economia statunitense, insieme alla prospettiva di politiche pro-crescita della prossima amministrazione hanno portato ad un leggero aumento delle aspettative di inflazione. Come risultato, i rendimenti a lungo termine sono aumentati di recente. Una potenziale riaccelerazione della crescita supportata da un'espansione fiscale e l'impatto inflazionistico dei dazi limiterebbero l'allentamento della politica monetaria e potrebbero spingere il premio a termine su valori più elevati. Pertanto, ci aspettiamo che i rendimenti dei **Treasury** rimangano alti, con la possibilità di superare momentaneamente i livelli attuali dal momento che i “bond vigilantes” rimangono attivi (dicembre 2025, obiettivo rendimento a 10 anni: 4,50%; obiettivo rendimento a 2 anni: 4,20%).

Grazie ai progressi significativi nella lotta all'inflazione, la BCE è riuscita a ridurre il tasso sui depositi tre volte finora. Data la crescita economica poco entusiasmante della regione, dovrebbero seguire ulteriori tagli dei tassi, con un ciclo di riduzione previsto molto più intenso rispetto agli Stati Uniti. Tuttavia, la possibilità di un aumento della spesa pubblica all'interno del quadro dell'UE dovrebbe compensare la pressione sui rendimenti dei **Bund** e tenerli su livelli sostenuti (dicembre 2025, obiettivo rendimento a 10 anni: 2,20%; obiettivo rendimento a 2 anni: 1,75%).

Lo **spread dell'Italia** rispetto al Bund rimane compresso. Le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito sono diminuite. Anche la stabilità politica ha contribuito alla sua compressione e l'economia sta andando meglio rispetto ai suoi omologhi dell'Europa occidentale. Ci aspettiamo quindi solo un lieve allargamento dello

spread, dovuto principalmente alle valutazioni attuali elevate.

Il credito **investment grade (IG)** ha goduto di una forte domanda istituzionale e di flussi da parte dei fondi. Sebbene ci aspettiamo che la domanda di credito rimanga forte grazie ai rendimenti complessivi interessanti per gli investitori, non vediamo un ulteriore potenziale di restringimento degli spread. Negli Stati Uniti, sono vicini ai loro livelli più bassi dal 1998, mentre gli spread IG in EUR non sono lontani dai minimi post Grande Crisi Finanziaria. Pertanto, partendo da queste valutazioni elevate è possibile si verifichi un allargamento benigno degli spread.

I livelli di rendimento attraenti, insieme ad una diminuzione dei timori di una recessione, hanno sostenuto la domanda di credito **high yield (HY)**. Gli spread si sono quindi ridotti nonostante l'offerta sia stata consistente. Come nel mercato IG, gli spread HY negli Stati Uniti sono vicini ai loro livelli più bassi degli ultimi 26 anni. Anche gli spread HY in EUR si trovano su livelli molto bassi nonostante la debolezza in settori dell'economia rilevanti a livello regionale come quello automobilistico. Dato che i tassi di default sono ancora a livelli meritevoli di attenzione, gli spread di oggi non riflettono i rischi sottostanti e, quindi, dovrebbero allargarsi durante l'orizzonte di previsione.

Nel corso del 2024, il debito sovrano in valuta forte dei **mercati emergenti (EM)** ha registrato un notevole calo degli spread. Sebbene questi livelli possano persistere grazie allo scenario di Goldilocks per l'economia globale, rimaniamo cauti. Al momento, gli spread offrono pochissimo margine contro eventuali rischi derivanti da un contesto protezionista in materia di commercio internazionale, tassi statunitensi potenzialmente più alti e un USD più forte. Per il **credito dell'Asia Pacifico**, riteniamo che ci sia spazio per un restringimento marginale degli spread, dato che i tassi di default delle imprese rimangono stabili. Il carry rimane un elemento attraente in questi mercati.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a novembre 2024.



# Azionario: Prospettive positive per il 2025 ma con volatilità

- Possibili tagli alle tasse e deregolamentazione: l'azionario degli Stati Uniti dovrebbe beneficiarne
- I settori esposti alla crescita sono quelli posizionati meglio per attrarre flussi dagli investitori
- È possibile si manifesti una certa volatilità considerati i cambiamenti politici

Il 2024 si è rivelato un altro anno solido per le azioni, con i mercati azionari dei paesi sviluppati (MSCI World) che hanno registrato guadagni di quasi il 20% dall'inizio dell'anno. I forti utili hanno fornito la base di questa crescita, mentre le probabilità ridotte di una recessione e i tagli dei tassi di interesse da parte della Fed hanno sostenuto il sentiment per le azioni in generale.

Questa straordinaria performance del mercato azionario è stata guidata dagli Stati Uniti, dove l'**S&P 500** ha continuato a segnare un record dopo l'altro. Con possibili tagli fiscali e un allentamento della regolamentazione all'orizzonte, le prospettive per le azioni statunitensi rimangono positive. Le misure di sostegno alla crescita indicate dalla nuova amministrazione statunitense mantengono la nostra preferenza verso i settori che ne beneficiano, come IT, servizi al consumo, beni di consumo discrezionali, finanziari e quello sanitario. Con una crescita degli utili prevista di quasi il 47%, anche le small cap dovrebbero registrare buoni rendimenti, insieme alle loro controparti large cap. Prevediamo che l'S&P 500 raggiunga i 6.500 punti entro la fine del 2025.

In Europa, lo **STOXX Europe 600** ha registrato una crescita degli utili inferiore all'S&P 500. Le preoccupazioni per la crescita cinese, la debolezza del settore automobilistico e l'incertezza politica, soprattutto in Francia e Germania, hanno pesato sulle performance e aumentato lo sconto di valutazione dello STOXX Europe 600 rispetto all'S&P 500 a quasi il 38%. Guardando avanti, ci aspettiamo una crescita degli utili a singola cifra ma elevata che, insieme

a valutazioni basse, dovrebbe offrire prospettive di rendimento discrete. Il settore finanziario, industriale e sanitario sono quelli che preferiamo. Ci aspettiamo che lo STOXX Europe 600 raggiunga i 525 punti entro la fine del 2025.

Nei mercati emergenti, rimaniamo positivi sull'Asia data l'aspettativa di una crescita a doppia cifra degli utili per azione. Sebbene l'India attualmente sembri costosa in termini di valutazioni, la consideriamo la prossima frontiera della crescita. Quindi, tenderemo a comprare nelle fasi di ribasso. Le aziende del Nord Asia offrono anche una esposizione rilevante al tema dell'intelligenza artificiale. Ma un possibile rafforzamento del dollaro USA potrebbe rappresentare un ostacolo per gli utili della regione.

Sebbene ci aspettiamo rendimenti interessanti dai mercati azionari lungo l'orizzonte di previsione, è necessaria una nota di cautela. L'incertezza globale è alta e quindi ci si dovrebbe aspettare volatilità. I dazi, e più importante ancora, la reazione delle nazioni soggette a tali dazi avranno ripercussioni sull'inflazione, sul commercio globale e sulla crescita – e quindi sui mercati azionari. In Europa, anche il contesto politico e le sue implicazioni in materia fiscale saranno attentamente monitorati, specialmente per i mercati azionari europei.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a novembre 2024.



# Materie prime: Un quadro variegato

- 
- Il petrolio nel mirino di geopolitica e incertezza sulla domanda
  - Tre fattori a supporto dell'oro: copertura, investitori al dettaglio e Banche Centrali
  - Il rame ha bisogno di un cambio di sentiment
- 

I prezzi del **petrolio** hanno registrato forti oscillazioni di recente. Le preoccupazioni del mercato spaziano dal conflitto in Medio Oriente al contesto di una domanda debole. I recenti annunci di stimoli da parte della Cina non hanno fermato le preoccupazioni sulla la domanda di petrolio del Paese, mentre la forte offerta non-OPEC+, grazie alla produzione record degli Stati Uniti, ha aumentato l'apprensione. Da parte sua, l'OPEC+ ha posticipato per la seconda volta l'aumento della produzione pianificato nel tentativo di sostenere i prezzi. Ci aspettiamo che l'OPEC+ continui a fornire il suo supporto, almeno periodicamente, per prevenire un calo significativo dei prezzi. Per quanto riguarda l'impatto della prossima amministrazione degli Stati Uniti, ci si dovrebbe aspettare volatilità nei prezzi del greggio. Da un lato, ci sono rischi al ribasso per l'offerta iraniana. Dall'altro, i dazi statunitensi potrebbero pesare sulla crescita della domanda di petrolio non statunitense. Nel complesso, riteniamo che i prezzi del petrolio riflettano adeguatamente questi rischi. Ma le preoccupazioni geopolitiche potrebbero potenzialmente aumentare i prezzi (obiettivo Brent dicembre 2025: 69 USD/barile).

Le emissioni del settore energetico europeo sono diminuite del 17% dall'inizio dell'anno grazie all'aumento della generazione di energia da fonti non fossili. Al contrario, l'offerta di quote è aumentata del 5%. Sebbene i prezzi possano rimanere contenuti nel breve termine, ci aspettiamo che inizino gradualmente a salire quando le compagnie di spedizione inizieranno a cedere le quote per una parte delle loro emissioni a partire dal prossimo anno. Inoltre, gli investitori guardano al 2026, quando terminerà l'allocatione gratuita per l'aviazione e i settori coperti dal meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere

vedranno la loro allocatione gratuita gradualmente eliminata.

Il prezzo dell'**oro** era salito da un record all'altro prima della fine di ottobre. Gli investitori istituzionali l'avevano acquistato in vista delle elezioni statunitensi come bene rifugio. Tuttavia, con il risultato elettorale chiarito rapidamente e i rendimenti statunitensi e il dollaro USA in aumento, c'è stata una forte presa di profitto sul metallo prezioso. La prospettiva di una politica fiscale espansiva negli Stati Uniti e un aumento dei dazi sulle importazioni negli Stati Uniti lasciano trasparire dei rischi di inflazione crescenti. Di recente, molti investitori istituzionali e al dettaglio hanno acquistato l'oro anche in vista di debiti governativi in rapido aumento. È probabile che le Banche Centrali continuino ad acquistare oro per le proprie riserve supportate da motivi di diversificazione. Questo dovrebbe più che compensare il calo delle vendite nell'industria della gioielleria. Il contesto attuale suggerisce un possibile aumento dei prezzi nel medio termine (obiettivo oro dicembre 2025: 2.800 USD/oncia).

Il sentiment sulla domanda cinese rimane un ostacolo per i prezzi del **rame**. Ma gli indicatori della domanda fisica sottostante rimangono forti dato che la spesa per la rete elettrica è superiore al consueto trend. Le installazioni di capacità solare ed eolica sono aumentate rispettivamente del 45% e del 18% su base annua a settembre. La domanda "apparente" di rame (la produzione raffinata più importazioni nette meno variazione delle scorte) è anch'essa migliorata da giugno. Un flusso continuo di misure di stimolo dovrebbe proteggere la domanda fisica. D'altra parte, l'offerta è probabilmente sotto pressione a causa del calo della qualità del minerale (obiettivo rame dicembre 2025: 9.850 USD/tonnellata).

---

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a novembre 2024.



# Tassi di cambio: La forza del dollaro

- L'esito delle elezioni statunitensi ha prodotto un rafforzamento del USD
- Il JPY dovrebbe apprezzarsi marginalmente grazie al differenziale sui tassi di interesse più favorevole
- Il CNY potrebbe soffrire se le tensioni commerciali con gli USA si intensificano

Se alla fine di settembre l'EUR era salito ad un massimo di 13 mesi contro il **USD**, la situazione è cambiata notevolmente nel mese di ottobre in contemporanea con l'aumento delle aspettative di una nuova presidenza di Donald Trump e soprattutto dopo l'esito delle elezioni di inizio novembre. Le dichiarazioni durante la campagna elettorale di Trump riguardo ai tagli fiscali e ad un futuro inasprimento della politica di dazi degli Stati Uniti, se attuate, comporterebbero il rischio di un nuovo aumento dell'inflazione. Nei mercati swap, quindi, alcuni tagli dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve sono stati rimossi, e i rendimenti dei titoli di stato statunitensi hanno continuato a salire.

I paesi dell'area euro, d'altra parte, soffrirebbero di un regime di dazi statunitense più severo, e difficilmente riuscirebbero a tenere il passo con il dinamismo economico degli Stati Uniti in futuro. Nuovi potenziali aumenti nel differenziale di tasso di interesse e rendimento dovrebbero rappresentare un ostacolo per l'**EUR**, motivo per cui ci aspettiamo che arrivi a EUR/USD 1,02 a dicembre 2025.

Il ciclo di tagli dei tassi della BoE potrebbe essere più lento rispetto a quello della Fed. L'inflazione headline è già scesa sotto il 2%, ma si prevede che aumenti di nuovo nei mesi invernali, quanto meno a causa degli aggiustamenti ai tetti dei prezzi dell'energia di OFGEM. L'inflazione core, nei servizi e la crescita media dei salari rimangono elevate. È improbabile che il Regno Unito sia direttamente influenzato dalla politica tariffaria degli Stati Uniti come la zona euro. Pertanto, è probabile che la **GBP** affronti una fase laterale caratterizzata comunque da una certa volatilità rispetto all'USD. Prevediamo il GBP/USD a 1,25 alla fine del 2025.

La crescita del Giappone dovrebbe essere forte, sostenuta da consumi privati robusti. Gli aumenti salariali hanno alimentato l'ottimismo per un ciclo virtuoso tra salari e inflazione, rafforzando la fiducia della BoJ nella normalizzazione della politica monetaria. Prevediamo che la BoJ riprenda la sua graduale normalizzazione politica con aumenti dei tassi nel 2025. Questo, insieme al ritmo dei tagli dei tassi della Federal Reserve, probabilmente influenzerà l'apprezzamento dello **JPY**. In caso di una rivalutazione dei tagli dei tassi della Fed verso un ciclo di allentamento monetario contenuto è probabile che il divario tra i tassi di interesse statunitensi e giapponesi rimanga ampio, limitando lo spazio di apprezzamento dello JPY. Ma i percorsi divergenti della Fed e della BoJ dovrebbero ridurre i differenziali di tasso di interesse attuali tra gli Stati Uniti e il Giappone, portando a un graduale apprezzamento dello JPY rispetto all'USD. Prevediamo quindi un tasso USD/JPY di 145 alla fine del 2025.

Le problematiche strutturali, soprattutto nel settore immobiliare, continuano a pesare sull'economia cinese. La Cina ha quindi annunciato una serie di misure di politica monetaria e fiscale nelle ultime settimane, volte a garantire maggior dinamismo allo sviluppo economico. Tuttavia, recentemente i mercati finanziari sono stati alquanto disillusi, il che si è riflesso in una moderata svalutazione del **CNY**. La pressione sul CNY è stata inoltre aumentata dai risultati delle elezioni statunitensi. La minaccia dei dazi statunitensi potrebbe contrastare l'effetto degli stimoli sopra menzionati. Inoltre, i differenziali di rendimento sono recentemente aumentati di nuovo e l'inflazione rimane una questione irrilevante in Cina. Ci aspettiamo venti contrari per il CNY e che il tasso USD/CNY si attesti a 7,45 a dicembre 2025.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a novembre 2024.



# Previsioni Macroeconomiche

	2024	2025	Consensus 2025 (BBG*)
<b>Crescita del PIL (%)</b>			
Stati Uniti <sup>1</sup>	2,7	2,0	1,9
Eurozona	0,7	0,9	1,2
Germania	-0,1	0,6	0,8
Francia	1,2	0,8	1,0
Italia	0,4	0,5	1,0
Spagna	3,0	1,7	2,1
Giappone	-0,1	1,2	1,2
Cina	4,9	4,2	4,5
Mondo	3,1	3,1	3,1
<b>Inflazione (%)</b>			
Stati Uniti	2,9	2,4	2,3
Eurozona	2,3	2,0	2,0
Germania	2,5	2,3	2,1
Giappone	2,5	2,0	2,0
Cina	0,5	1,3	1,3
<b>Tasso di disoccupazione (%)</b>			
Stati Uniti	4,1	4,2	4,3
Eurozona	6,4	6,3	6,5
Germania	6,0	6,1	6,1
Giappone	2,5	2,4	2,5
Cina <sup>2</sup>	5,1	5,0	5,1
<b>Saldo di Bilancio (in % del PIL)</b>			
Stati Uniti	-6,6	-7,3	-6,5
Eurozona	-2,8	-3,0	-2,7
Germania	-2,1	-1,8	-1,5
Giappone	-6,0	-4,0	-3,5
Cina <sup>3</sup>	-13,2	-13,1	-5,0

\*Consensus di Bloomberg. 1 Per gli USA, la crescita del PIL Q4/Q4 % è pari a 1,5% nel 2024 e a 2,1% nel 2025. 2 Tasso di disoccupazione urbana (fine periodo), non confrontabile con i dati di consenso. 3 Il deficit fiscale cinese di riferimento al saldo di bilancio aumentato (definizione più ampia) del FMI. Non confrontabile con i dati di consenso.

**Fonte:** Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Dati al 15 novembre 2024.



## Appendice

# Previsioni per le asset class per dicembre 2025

## Rendimenti di mercato (obbligazioni governative) in percentuale

Stati Uniti (Treasury a 2 anni)	4,20
Stati Uniti (Treasury a 10 anni)	4,50
Stati Uniti (Treasury a 30 anni)	4,65
Germania (Schatz a 2 anni)	1,75
Germania (Bund a 10 anni)	2,20
Germania (Bund a 30 anni)	2,50
Regno Unito (Gilt a 10 anni)	4,00
Giappone (JGB a 2 anni)	0,80
Giappone (JGB a 10 anni)	1,40

## Tassi di riferimento in percentuale

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

## Tassi di cambio

EUR vs. USD	1,02
USD vs. JPY	145
EUR vs. JPY	148
EUR vs. CHF	0,94
EUR vs. GBP	0,82
GBP vs. USD	1,25
USD vs. CNY	7,45

## Indici azionari

Stati Uniti (S&P 500)	6.500
Germania (DAX)	20.500
Eurozona (EURO STOXX 50)	4.950
Europa (STOXX Europe 600)	525
Giappone (MSCI Japan)	1.770
Svizzera (SMI)	12.050
Regno Unito (FTSE 100)	8.150
Mercati emergenti (MSCI EM)	1.150
Asia escluso Giappone (MSCI Asia ex. Japan)	750
Australia (MSCI Australia)	1.650

## Materie prime in USD

Oro (oncia)	2.800
Petrolio (Brent spot, al barile)	69
Rame (tonnellata)	9.850
Quote di carbonio Eurozona (Carbonio spot)	75

## Spread (Obbligazioni societarie e emergenti) in pb

EUR IG Corp	95
EUR HY	400
USD IG Corp	85
USD HY	325
Credito Asia	125
Titoli sovrani mercati emergenti	390

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati al 15 novembre 2024.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a novembre 2024.





## Appendice

# Performance storica

	18.11.2019- 18.11.2020	18.11.2020- 18.11.2021	18.11.2021- 18.11.2022	18.11.2022- 18.11.2023	18.11.2023- 18.11.2024
<b>Performance</b>					
S&P 500	14,3%	31,9%	-15,7%	13,8%	30,1%
STOXX Europe 600	-3,8%	24,9%	-11,1%	5,2%	10,2%
MSCI EM	14,8%	5,5%	-26,0%	3,6%	11,1%
EURO STOXX 50	-6,0%	25,9%	-10,5%	10,6%	10,1%
SMI	2,1%	18,8%	-12,0%	-2,8%	8,4%
DAX	0,0%	22,9%	-11,0%	10,3%	20,8%
FTSE 100	-12,6%	13,6%	1,8%	1,6%	7,7%
MSCI Japan	2,2%	19,9%	-4,2%	22,0%	13,7%
MSCI Australia	-6,1%	11,7%	-0,9%	-0,3%	17,8%
MSCI Asia ex. Japan	21,4%	3,3%	-26,6%	2,3%	14,6%
Stati Uniti (Treasury a 2 anni)	3,1%	-0,2%	-4,9%	2,6%	4,9%
Stati Uniti (Treasury a 10 anni)	10,2%	-4,8%	-15,9%	-1,5%	4,0%
Stati Uniti (Treasury a 30 anni)	17,8%	-7,0%	-32,3%	-7,6%	3,7%
Germania (Schatz a 2 anni)	-0,5%	-0,6%	-5,2%	1,0%	3,7%
Germania (Bund a 10 anni)	2,1%	-1,6%	-15,5%	-4,0%	2,4%
Germania (Bund a 30 anni)	9,8%	-4,6%	-41,7%	-19,1%	7,5%
Regno Unito (Gilt a 10 anni)	3,5%	-3,4%	-15,1%	-1,9%	1,6%
Giappone (JGB a 2 anni)	-0,2%	-0,1%	-0,2%	0,0%	-0,5%
Giappone (JGB a 10 anni)	-0,8%	-0,2%	-1,0%	-1,0%	-1,7%
EUR vs. USD	7,1%	-4,2%	-9,1%	5,4%	-3,1%
USD vs. JPY	-4,4%	10,0%	22,8%	6,7%	3,4%
EUR vs. JPY	2,4%	5,4%	11,6%	12,5%	0,2%
EUR vs. CHF	-1,4%	-2,5%	-6,4%	-2,0%	-3,1%
EUR vs. GBP	4,5%	-5,7%	3,3%	0,7%	-4,6%
GBP vs. USD	2,5%	1,6%	-12,0%	4,7%	1,5%
USD vs. CNY	-6,6%	-2,7%	11,5%	1,3%	0,4%
Oro (oncia)	27,4%	-0,8%	-5,9%	13,1%	30,5%
Petrolio (Brent spot, al barile)	-29,0%	83,2%	7,9%	-8,0%	-11,6%
Rame (tonnellata)	22,1%	34,6%	-15,6%	2,9%	9,5%

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream. Dati al 18 novembre 2024.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a novembre 2024.



## Glossario

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

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

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

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

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

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

**EM (ingl.: emerging market)** fa riferimento ad un paese emergente, ossia un paese che presenta alcune caratteristiche di un mercato sviluppato in termini di efficienza del mercato, liquidità e altri fattori, ma non soddisfa tutti i criteri dei mercati sviluppati.

**EUR** è la sigla identificativa dell'euro, la valuta in circolazione nell'Eurozona.

L'indice **EURO STOXX 50** replica la performance delle azioni blue-chip nell'Eurozona; lo STOXX Europe 600 ha una portata più ampia, comprendendo 600 società in 17 paesi dell'Unione Europea.

L'**Eurozona** è formata da 20 Stati membri dell'Unione Europea che hanno adottato l'euro come loro valuta comune e unico mezzo legale di pagamento.

La **Federal Reserve** è la Banca centrale degli Stati Uniti. Il suo **Federal Open Market Committee (FOMC)** si riunisce per stabilire la politica dei tassi d'interesse.

Il **FTSE 100** replica la performance delle 100 principali società quotate alla borsa di Londra.

**GBP** è la sigla identificativa per la sterlina britannica.

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

**JPY** è la sigla che identifica lo yen giapponese, la valuta con corso legale in Giappone.

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

Un **mercato sviluppato** (ingl.: developed market, DM) è un paese economicamente avanzato, con mercati dei capitali sviluppati e alti livelli di reddito pro capite.

L'indice **MSCI Asia ex. Japan** è rappresentato dalle società ad alta e media capitalizzazione di 2 dei 3 paesi dei mercati sviluppati (Giappone escluso) e 8 paesi emergenti dell'Asia.

L'indice **MSCI EM** è rappresentato dalle società ad alta e media capitalizzazione di 24 paesi dei mercati emergenti.

L'indice **MSCI Japan** misura la performance di circa 320 titoli azionari ad alta e media capitalizzazione, che rappresentano circa l'85% della capitalizzazione di mercato giapponese.

**NTM (ingl.: Next twelve months)** significa per i "prossimi dodici mesi successivi" e fa riferimento agli utili aziendali e quindi al rapporto tra prezzo e utili aziendali.

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

L'**Office of Gas and Electricity Markets (OFGEM)** è un'autorità indipendente di regolamentazione dell'energia nel Regno Unito.

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



## Glossario

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

**Repubblicani** è l'abbreviazione del Partito Repubblicano, uno dei due principali partiti politici negli Stati Uniti.

L'Indice **S&P 500**, comprendente le 500 principali società USA, rappresenta circa l'80% della capitalizzazione di mercato della borsa statunitense.

Lo **STOXX Europe 600** comprende 600 società in 17 paesi dell'Unione Europea.

Lo **Swiss Market Index (SMI)** comprende 20 titoli azionari ad alta e media capitalizzazione.

Il **tasso sui Fed funds** è il tasso di interesse al quale le istituzioni depositarie prestano denaro overnight ad altre istituzioni depositarie.

I **Treasury** sono i titoli obbligazionari emessi dal Governo degli Stati Uniti.

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

**USD** è la sigla identificativa del dollaro statunitense.

L'**utile per azione (ingl.: Earning per share, or EPS)** viene calcolato come il reddito netto di un'azienda meno i dividendi delle azioni privilegiate, il tutto diviso per il numero totale di azioni in circolazione.

La **volatilità** è il grado di variazione di una serie di prezzi di uno strumento finanziario nel tempo.

La **YCC (ingl.: Yield Curve Control)** è la politica di controllo della Bank of Japan sia sui rendimenti a breve termine che per il rendimento del titolo di Stato governativo a 10 anni per raggiungere l'obiettivo del 2% di inflazione.



## Informazioni importanti

### General

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

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

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

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

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

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

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

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a novembre 2024.



## Informazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

### Per i residenti negli Emirati Arabi Uniti

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

### Per i residenti in Kuwait

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

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a novembre 2024.



## Informazioni importanti

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

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

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

### Per i residenti in Qatar

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

### Per i residenti nel Regno del Bahrein

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

### Per i residenti in Sudafrica

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

### Per i residenti in Belgio

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

### Per i residenti nel Regno Unito

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

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

### Per i residenti a Hong Kong

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

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

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a novembre 2024.



## Informazioni importanti

consiglia di esercitare cautela in relazione agli investimenti contenuti nel presente documento (se presenti). In caso di dubbi sui contenuti del presente documento, si consiglia di richiedere una consulenza professionale indipendente.

Il presente documento non è stato approvato dalla Securities and Futures Commission di Hong Kong (la "SFC") né una copia di questo documento è stata registrata presso il Registro delle Imprese di Hong Kong, se non diversamente specificato. Gli investimenti contenuti nel presente documento possono essere autorizzati o meno dalla SFC. Tali investimenti non possono essere offerti o venduti a Hong Kong, per mezzo di qualsiasi documento, se non (i) a "investitori professionali" come definiti nella Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 delle leggi di Hong Kong) ("SFO") e qualsiasi regolamento emanato ai sensi della SFO, o (ii) in altre circostanze che non fanno sì che il documento sia un "prospetto" come definito nella Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Cap. 32 delle leggi di Hong Kong) (la "C(WUMP)O") o che non costituiscono un'offerta al pubblico ai sensi della C(WUMP)O. Nessuna persona è autorizzata a emettere o possedere ai fini della pubblicazione, sia a Hong Kong che altrove, qualsiasi pubblicità, invito o documento relativo agli investimenti che sia diretto al pubblico di Hong Kong o il cui contenuto sia suscettibile di essere consultato o letto dal pubblico di Hong Kong (salvo se consentito dalle norme sugli strumenti finanziari di Hong Kong) ad eccezione degli investimenti che saranno o sono destinati ad essere ceduti solo a persone al di fuori di Hong Kong o solo ad "investitori professionali" come definiti nella SFO e nelle norme emanate ai sensi della SFO.

### Per i residenti a Singapore

Il presente documento è destinato a: Investitori Accreditati/Investitori Istituzionali a Singapore. Inoltre, questo documento è fornito solo al destinatario, l'ulteriore distribuzione di questo materiale è strettamente proibita.

### Per i residenti negli Stati Uniti d'America

Negli Stati Uniti i servizi di intermediazione finanziaria sono offerti da Deutsche Bank Securities Inc., una società di intermediazione e consulenza finanziaria registrata, che esegue attività di negoziazione di titoli negli Stati Uniti. Deutsche Bank Securities Inc. fa parte di FINRA, NYSE e SIPC. I servizi bancari e di finanziamento sono offerti tramite Deutsche Bank Trust Company Americas, membro FDIC, e altre società del Gruppo Deutsche Bank. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, vi invitiamo a consultare le precedenti dichiarazioni presenti nel documento. Deutsche Bank non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione in merito all'appropriatezza e alla disponibilità delle informazioni contenute nel presente documento al di fuori degli Stati Uniti o in merito all'appropriatezza e alla disponibilità per la vendita o l'uso dei servizi trattati nel presente documento in tutte le giurisdizioni o per tutte le controparti. Salvo specifica registrazione, licenza o in tutti gli altri casi in cui ciò sia ammissibile ai sensi della legge applicabile, né Deutsche Bank né le sue affiliate offrono servizi destinati agli Stati Uniti o che interessino cittadini statunitensi (come definito nel Regolamento S dello United States Securities Act (Atto sui titoli statunitense) del 1933 e successive modifiche).

Il disclaimer specifico per gli Stati Uniti sarà disciplinato e interpretato in conformità con le leggi dello Stato del Delaware, indipendentemente da eventuali conflitti di legge che imporrebbero l'applicazione della legge di un'altra giurisdizione.

### Per i residenti in Germania

Queste informazioni sono di carattere pubblicitario. I contenuti non soddisfano tutti i requisiti legali per garantire l'imparzialità delle raccomandazioni di investimento e di strategia d'investimento o delle analisi finanziarie. Non vi è alcun divieto per il redattore o per la società responsabile della redazione di negoziare con i rispettivi strumenti finanziari prima o dopo la pubblicazione di questi documenti. Informazioni generali sugli strumenti finanziari sono contenute negli opuscoli "Informazioni di base sui titoli e altri investimenti", "Informazioni di base sugli strumenti finanziari derivati", "Informazioni di base sulle operazioni a termine" e nel foglio informativo "Rischi nelle operazioni a termine", che il cliente può richiedere gratuitamente alla Banca. La performance passata o simulata non è un indicatore affidabile della performance futura.

### Per i residenti in India

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

### Per i residenti in Italia

Il presente documento è distribuito in Italia da Deutsche Bank S.p.A., una banca costituita e registrata ai sensi del diritto italiano, soggetta alla vigilanza e al controllo della Banca d'Italia e della CONSOB. Ha sede legale in Piazza del

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a novembre 2024.



## Informazioni importanti

Calendario 3 - 20126 Milano (Italia) ed è iscritta alla Camera di Commercio di Milano, partita IVA e codice fiscale 001340740156, aderisce al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, iscritta all'Albo delle Banche e fa capo al Gruppo Bancario Deutsche Bank, iscritto all'albo dei Gruppi Bancari ai sensi del Decreto Legislativo 1 settembre 1993 n. 385 ed è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Deutsche Bank AG, Francoforte sul Meno (Germania).

### Per i residenti in Lussemburgo

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

### Per i residenti in Spagna

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

### Per i residenti in Portogallo

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

### Per i residenti in Austria

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

### Per i residenti nei Paesi Bassi

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

### Per i residenti in Francia

Deutsche Bank AG è un istituto di credito autorizzato, soggetto alla supervisione generale della Banca Centrale Europea e della BaFin, l'Autorità Federale di Vigilanza Finanziaria Tedesca. Le sue varie filiali sono vigilate localmente, per alcune attività, dalle autorità bancarie competenti, come l'Autorità di controllo e risoluzione prudenziale (Autorité de Contrôle Prudentiel de Résolution, "ACPR") e l'Autorità dei mercati finanziari (Autorité des Marchés Financiers, "AMF") in Francia.

È vietata la riproduzione, la rappresentazione, la distribuzione o la ridistribuzione, totale o parziale, del contenuto del presente documento su qualsiasi supporto o con qualsiasi procedimento, nonché la vendita, la rivendita, la ritrasmissione o la messa a disposizione di terzi in qualsiasi modo. Questo documento non può essere riprodotto o distribuito senza il nostro permesso scritto.

© 2024 Deutsche Bank AG. Tutti i diritti riservati.

Data di pubblicazione: 20 novembre 2024.

Crediti immagini: eyetronic (Adobe Stock)

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo materiale è considerato materiale commerciale. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance fanno riferimento a un valore nominale basato su rialzi/ribassi di prezzo, senza tenere conto dell'inflazione. L'inflazione ha un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda del livello di inflazione corrente, questo può comportare una perdita di valore reale, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare originariamente investito. Il capitale investito può essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a novembre 2024.