



## CIO Week up front

4 novembre 2024

Autore:  
Christian Nolting  
CIO Private Bank

### In ordine d'importanza...

Mentre i principali indici azionari statunitensi passano senza sosta e a velocità vertiginose da un nuovo massimo a un altro, l'annuncio a metà settembre del maxi taglio ai tassi di interesse da parte della Fed ha spinto i rendimenti del Treasury decennale statunitense di 70 punti base al 4,3%. La questione da centinaia di miliardi di dollari è la seguente: "Chi cederà per primo: i tori o gli orsi?" Riteniamo che ci siano ulteriori margini di crescita per i tori rialzisti (azionari) senza, tuttavia, sottovalutare il rischio di volatilità a breve termine (come illustrato di seguito). Finora, i risultati della maggior parte delle società statunitensi hanno ampiamente superato le aspettative per il 3° trimestre, mentre i principali dati economici non mostrano particolari segni di cedimento dell'economia americana. Inoltre, la situazione in Medio Oriente/Iran sembra evolvere in maniera relativamente contenuta, riducendo sia i prezzi del petrolio sia il premio al rischio sulle attività finanziarie. Di conseguenza, gli indicatori anticipatori, come la politica monetaria statunitense, rimangono accomodanti e in allentamento.

La notizia principale di questa settimana sono ovviamente le elezioni presidenziali negli Stati Uniti. Come previsto, i due candidati sono testa a testa negli swing state, gli stati di importanza cruciale. Tuttavia, anche la futura composizione e gli equilibri di potere all'interno del Congresso non sono facilmente prevedibili. Nelle ultime settimane, le previsioni dei mercati sembrano aver scontato un ritorno di Trump alla Casa Bianca piuttosto che una presidenza Harris, ma il posizionamento è tutt'altro che definitivo e lascia quindi spazio a correzioni, in entrambe le direzioni. Come è avvenuto per le ultime due elezioni presidenziali, la determinazione dei risultati ufficiali potrebbe rivelarsi un processo complicato, creando una scia di potenziale incertezza e di volatilità a breve termine delle Borse. Nel frattempo, la Federal Reserve e la Banca d'Inghilterra questa settimana ridurranno in contemporanea i tassi di interesse di riferimento di 25 punti base, passando rispettivamente al 4,50-4,75% e al 4,75%, quale parte della rispettiva politica di bilanciamento monetaria per riflettere il successo della lotta all'inflazione e, al contempo, alleviare il peso degli alti tassi di interesse sull'economia reale.

### Outlook: Argento, il nuovo oro?

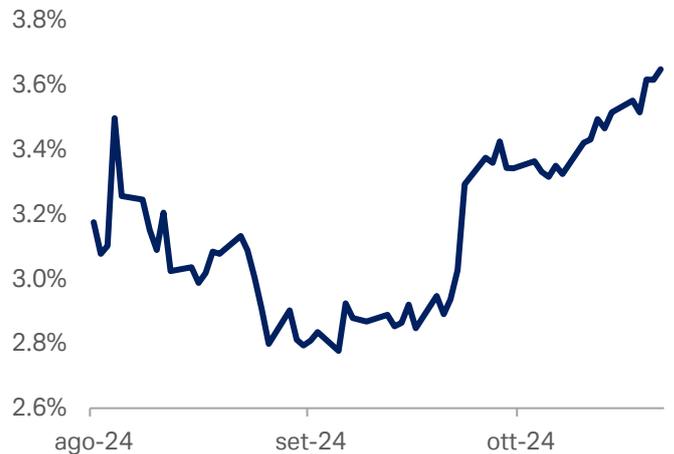
Negli ultimi dodici mesi l'oro ha registrato un'impressionante corsa al rialzo. Sono stati registrati una serie di massimi storici e, nel momento in cui scriviamo, è scambiato attorno ai 2.780 dollari l'oncia, un aumento del 35% circa da inizio 2024. Tuttavia, l'argento ha sovraperformato l'oro di quasi 10 punti percentuali su base annua. Molti investitori che si sono orientati sull'oro hanno finora mostrato una certa cautela a investire nell'argento, considerandolo in definitiva un bene industriale che non gode degli stessi attributi quasi monetari dell'oro.

Nel primo semestre del 2025 prevediamo che il rapporto oro/argento si attesti su valori compresi tra 80 e 85 (rispetto a una media sul lungo periodo inferiore a 70), a causa delle perplessità che permangono sull'economia cinese (e, di conseguenza, sui metalli industriali) e in considerazione del fatto che è proprio l'oro a trarre i maggiori benefici dalla situazione geopolitica e della diversificazione dei portafogli. Ciò premesso, un'eccessiva domanda d'oro derivante dalla riduzione dei tassi d'interesse dovrebbe rivelarsi sufficiente ad accelerare la corsa all'argento.

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.

## Rialzisti (azionari) vs ribassisti (bond)

### Fed - Tasso implicito, dicembre 2025



— Fed - December 2025 implied rate

Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati all'1 novembre 2024.

### Gli argomenti della settimana

- 01 Stati Uniti: Una difficile decisione per la Fed
- 02 Eurozona e Germania: Una situazione eterogenea
- 03 Regno Unito: riflettori sull'annuncio del tasso d'interesse della BoE
- 04 Cina: Misure fiscali in vista

che l'argento viene scambiato ben al di sotto dei massimi storici, mentre l'oro raggiunge costantemente nuovi livelli record.

Mentre in futuro il ciclo al ribasso segnerà una battuta d'arresto, un numero crescente di investitori potrebbe mostrarsi interessato al deficit strutturale dell'argento. Questo risultato per i fondamentali si basa sulla continua e sostenuta domanda del settore industriale, che secondo le previsioni degli analisti crescerà del 3% il prossimo anno. Questi risultati derivano in parte da settori chiave della domanda, come la produzione di pannelli fotovoltaici e di batterie per auto elettriche, anche se si prevedono incrementi per la maggior parte dei segmenti. L'anno prossimo si potrebbe inoltre assistere a una leggera ripresa degli investimenti fisici. Per contro, la domanda di gioielli e argenteria potrebbe diminuire, esclusivamente in caso di aumento dei prezzi.

In sintesi, si può affermare che, per la maggiore, i prezzi dell'argento continueranno a seguire quelli dell'oro e questo trend potrebbe inizialmente portare a ulteriori incrementi.



## 1. Stati Uniti: Una difficile decisione per la Fed

Negli Stati Uniti, tutti gli occhi sono indubbiamente puntati sull'esito delle elezioni presidenziali che si terranno martedì prossimo. Bisogna tuttavia non distogliere l'attenzione dalla prossima riunione della Federal Reserve né da un grande numero di dati economici importanti. Per quanto riguarda la Fed, la pubblicazione nelle scorse settimane di molteplici indicatori positivi che confermano la forza dell'economia statunitense esclude un'ulteriore riduzione dei tassi da 50 punti base, mettendo potenzialmente in dubbio perfino un taglio da 25 punti base. Anche i mercati dei contratti swap hanno incrementato significativamente il tasso massimo previsto, già molto prossimo al 3,5%, entro la fine del prossimo anno. L'economia è in forte crescita, ancora trainata dai consumi delle famiglie. Si prevede pertanto una conferma di questo andamento sia dall'indagine ISM servizi (prevista per martedì), che dovrebbe rimanere nettamente al di sopra della soglia dei 50 punti, sia da quella sulla fiducia dei consumatori della University of Michigan (prevista per venerdì) a livelli di 70 punti.

**Take away:** I dati economici confermano la crescita e rendono difficile la decisione della Federal Reserve.

## 3. Regno Unito: riflettori sull'annuncio del tasso d'interesse della BoE

In preparazione all'annuncio del bilancio da parte del ministro delle finanze Rachel Reeves la settimana scorsa, il governo aveva avvertito della necessità di prendere una serie di decisioni "dolorose". Tuttavia, il governo ha sottolineato la volontà di dare priorità agli investimenti orientati alla crescita. Le previsioni di emissione di ulteriori obbligazioni hanno contribuito all'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato nelle scorse settimane. Informazioni su previsti incrementi fiscali e tagli alla spesa erano già trapelate prima dell'annuncio, quindi la pubblicazione ufficiale del budget ha avuto un impatto piuttosto contenuto sui mercati finanziari. La BoE rimarrà concentrata sulle prospettive a più lungo termine e proseguirà, al contempo, la "graduale riduzione" della politica monetaria restrittiva. I mercati scontano con una probabilità di oltre il 90% che la BoE ridurrà i tassi di 25 punti base giovedì prossimo.

**Take away:** Con l'inflazione scesa all'1,7% a settembre, la BoE potrebbe avvalersi del suo margine di manovra per abbassare il tasso di riferimento questa settimana.

## 2. Eurozona e Germania: Una situazione eterogenea

Questa settimana tutti i riflettori resteranno ovviamente puntati sulle elezioni presidenziali negli Stati Uniti e sulla riunione della Federal Reserve. La grande varietà di dati pubblicati nell'Eurozona non dovrebbe tuttavia essere ignorata: lunedì saranno diffusi i dati Sentix sulla fiducia degli investitori nell'Eurozona per il mese di novembre, mentre mercoledì saranno pubblicati i prezzi alla produzione nell'Eurozona (PPI) per settembre - dopo tre mesi consecutivi di crescita su base mensile. Le vendite al dettaglio di settembre sono attese per giovedì. Tra lunedì e mercoledì saranno inoltre diffusi gli indici PMI definitivi di ottobre per l'Eurozona, successivi a un aumento più lento del previsto dell'indice flash Composite a 49,7, con un'attività economica dell'Eurozona che permane in contrazione a causa della riduzione della domanda sia interna che estera, nonostante l'aumento quasi impercettibile dei prezzi praticato dalle aziende. Dalla Germania riceveremo mercoledì i dati relativi agli ordinativi alle fabbriche per settembre, mentre i dati sulla produzione industriale e sulla bilancia commerciale sempre di settembre sono previsti per giovedì.

**Take away:** Improbabile miglioramento a breve termine della difficile situazione economica nell'Eurozona

## 4. Cina: Misure fiscali in vista

La sessione del Comitato permanente del Congresso Nazionale del Popolo (NPC), il massimo organo legislativo cinese, avviata oggi si concluderà l'8 novembre e i mercati prevedono che l'NPC approverà l'emissione di ulteriori obbligazioni per finanziare gli interventi di stimolo di bilancio. I dati ufficiali registrano un incremento della spesa fiscale al 12,6% anno su anno a settembre, rispetto a un calo dell'8,8% anno su anno in agosto. L'aumento è in linea con il raggiungimento dell'obiettivo di crescita del 5,0% per il 2024 fissato dal governo cinese. A ottobre, gli indici Caixin PMI sono rimasti in contrazione, anche se a un ritmo più lento rispetto al mese scorso. Domani si prevede un'espansione moderata nel settore servizi. Giovedì, i dati sugli scambi commerciali chiariranno lo stato della domanda interna, con i consumi interni che suscitano ancora molte perplessità.

**Take away:** Ulteriori stimoli di bilancio in vista e notizie dalla giornata di chiusura della sessione NPC. L'impatto sull'economia reale, tuttavia, potrebbe farsi aspettare.



## Principali eventi e pubblicazioni di dati

Lunedì		Ordinativi di beni durevoli (settembre, dati definitivi)
		Indice HCOB PMI manifatturiero Eurozona (ottobre, dati definitivi)
Martedì		Indice ISM servizi (ottobre)
		Indice S&P Global PMI composito e servizi Regno Unito (ottobre, dati definitivi)
		Indice Caixin PMI composito e servizi in Cina (ottobre)
Mercoledì		PMI composito e servizi Stati Uniti (ottobre, dati definitivi)
		Indice HCOB PMI composito e servizi Eurozona (ottobre, dati definitivi), indice dei prezzi alla produzione (settembre)
		Indice Jibun Bank PMI composito e servizi in Giappone (ottobre, dati definitivi)
Giovedì		Annuncio tasso di interesse Federal Reserve, richieste di sussidi di disoccupazione iniziali e continue
		Indice HCOB PMI settore edile Germania
		Annuncio tasso di interesse BoE
Venerdì		Clima economico di novembre (preliminare) rilevato dalla University of Michigan 1/5-10 anni Inflazione (novembre, preliminare)

## Principali dati di mercato e rendimenti al 31 ottobre

	Valore attuale	Variazione 1 settimana	Variazione 1 mese	Variazione da inizio anno
Bund decennale tedesco	2,40%	-0,91%	-2,86%	-0,85%
Treasury decennale statunitense	4,37%	-0,98%	-4,62%	-0,69%
USA (S&P 500)	5,728,80	-1,37%	0,35%	20,10%
Eurozona (Euro Stoxx 50)	4,877,75	-1,32%	-1,54%	7,88%
Giappone (TOPIX)	2,644,26	0,99%	-1,73%	11,74%
Asia ex Giappone (MSCI)	592,23	-1,23%	-4,55%	11,98%
Cina (CSI 300)	3,890,02	-1,68%	-3,18%	13,37%
Brent (USD)	73,10	-3,88%	-0,63%	-5,11%
Oro (USD)	2,734,00	-0,40%	2,78%	39,56%
EUR/USD	1,0835	0,37%	-2,11%	-1,83%
EUR/GBP	1,1933	-0,62%	-0,58%	3,45%
EUR/JPY	165,95	0,77%	4,33%	6,56%



## Glossario

---

Il **Brent** è un tipo di petrolio greggio utilizzato come punto di riferimento nel prezzo del petrolio,

I **Bund** sono obbligazioni a lungo termine emesse dal Governo tedesco.

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

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

L'**indice dei prezzi al consumo (CPI)** misura il prezzo di un paniere di prodotti e servizi basato sul consumo tipico di una famiglia.

L'**inflazione core o sottostante** si riferisce a una misura dell'inflazione che esclude alcune componenti volatili (ad esempio l'energia). Questi componenti esclusi possono variare da paese a paese.

L'**indice CSI 300** è composto da 300 azioni A negoziate sui mercati azionari di Shanghai e Shenzhen.

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

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

L'**indice EuroStoxx 50** replica la performance delle azioni blue-chip nell'Eurozona; lo Stoxx Europe 600 ha una portata più ampia, comprendendo 600 società in 18 paesi dell'Unione Europea.

L'**utile per azione (EPS)** è calcolato come l'utile netto di una società meno i dividendi delle azioni privilegiate, tutti divisi per il numero totale di azioni in circolazione.

Il **Fed funds rate** è il tasso di interesse al quale gli istituti di deposito prestano overnight ad altri istituti di deposito negli USA.

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.

**GBP** è il codice valuta per la sterlina britannica.

Il **Prodotto Interno Lordo (PIL)** riassume il valore monetario di tutti i prodotti finiti e dei servizi prestati in un Paese in un determinato periodo.

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

L'indice **MSCI Asia ex Japan** cattura la rappresentazione delle società a grande e media capitalizzazione in 2 dei 3 paesi dei mercati sviluppati (escluso il Giappone) e 8 paesi dei mercati emergenti in Asia.

L'indice **MSCI China** comprende vari tipi di azioni (azioni H, azioni B, red chips, ADR ecc.) quotate sugli indici di Shanghai o Shenzhen, con particolare attenzione alle large e mid cap.

Il **Nikkei 225**, o **Nikkei Stock Average**, è un indice del mercato azionario per la Borsa di Tokyo (TSE).

Il **Purchasing Manager Index (PMI)** (Indice dei Responsabili agli Acquisti) fornisce i dati relativi alla salute economica del settore manifatturiero e si basa su cinque indicatori principali: nuovi ordinativi, livello dell'inventario, produzione, consegne dei fornitori e occupazione. Il PMI composito comprende sia il settore manifatturiero sia quello dei servizi. La pubblicazione può avvenire a cura di operatori del settore pubblico o privato (ad es. Caixin, Nikkei).

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

**TOPIX** si riferisce all'indice Tokyo Stock Price.

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

**USD** è la sigla che identifica il dollaro statunitense.

**West Texas Intermediate (WTI)** è un tipo di petrolio greggio utilizzato come punto di riferimento nel prezzo del petrolio.



## Performance storica

Performance	01.11.2019 – 01.11.2020	01.11.2020 – 01.11.2021	01.11.2021 – 01.11.2022	01.11.2022 – 01.11.2023	01.11.2023 – 01.11.2024
S&P 500	6,6%	41,1%	-16,4%	9,9%	35,2%
STOXX Europe 600	-14,3%	39,9%	-13,4%	5,3%	17,0%
MSCI World	2,3%	35,8%	-21,5%	9,4%	30,0%
MSCI EM	5,2%	14,6%	-31,4%	5,6%	22,5%
Eurostoxx 50	-18,4%	44,7%	-14,7%	12,1%	19,2%
SMI	-6,5%	27,4%	-11,7%	-2,6%	13,9%
DAX	-10,8%	36,8%	-15,6%	11,9%	29,0%
FTSE 100	-23,6%	30,7%	-1,4%	2,2%	11,4%
MSCI Japan	-5,0%	31,3%	-5,5%	19,1%	15,2%
MSCI LatAm	-36,0%	17,4%	9,2%	-3,7%	-6,3%
CSI 300	18,8%	4,2%	-25,7%	-1,7%	8,9%
TOPIX	-5,2%	29,5%	-5,2%	19,2%	14,4%
MSCI Asia ex. Japan	8,7%	13,6%	-31,4%	6,2%	25,4%
10-Year U.S. Treasury	11,2%	-3,8%	-17,7%	-2,0%	7,2%
10-Year German Bund	2,7%	-4,5%	-17,3%	-2,3%	5,5%
Brent	-39,3%	126,1%	11,7%	-10,6%	-13,6%
WTI	-36,3%	134,8%	5,1%	-9,0%	-13,6%
Gold	24,1%	-4,6%	0,0%	11,7%	37,9%
Silver	30,3%	2,0%	-18,0%	15,6%	43,8%

Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati all'1 novembre 2024.

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.



## 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 si dovessero concretizzare, gli investitori potrebbero subire perdite, inclusa (a titolo esemplificativo) la perdita totale del capitale investito. Il valore degli investimenti può accrescersi ma anche ridursi e l'investitore potrebbe non recuperare, in qualsiasi momento futuro, l'importo investito originariamente. Il presente documento non identifica tutti i rischi (diretti o indiretti) o altre considerazioni che potrebbero essere sostanziali per un investitore nel momento in cui prende una decisione d'investimento.

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

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

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

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

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

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

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

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.



## Informazioni importanti

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"), Grauehndorfer 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 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 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.

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.



## Informazioni importanti

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 statunitensi) 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 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.

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.



## Informazioni importanti

---

### 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 redistribuzione, 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.