

CIO View



Un pezzo dopo l'altro

Verso l'integrazione fiscale europea



Nove posizioni

Le nostre previsioni

L'aumento della crescita del credito denota una ripresa dell'Eurozona.



Piano Juncker per promuovere la convergenza dei tassi di crescita nell'Eurozona.



L'indebolimento della crescita USA sarà un fenomeno temporaneo.



In Giappone il miglioramento della fiducia dei consumatori indica un aumento della crescita.



Mercati azionari cinesi ancora trainati dai nuovi stimoli di politica monetaria.

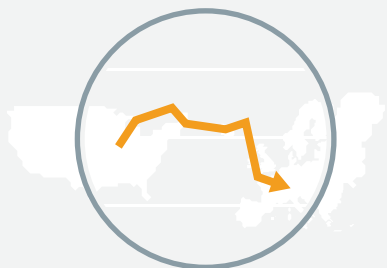


*People's Bank of China

La ripresa del prezzo del petrolio perderà intensità.



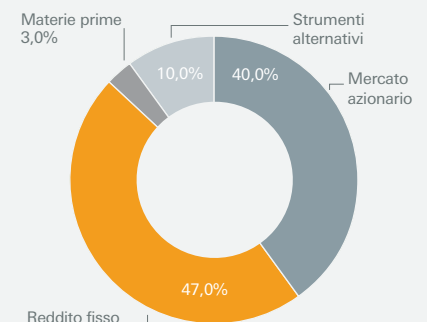
Il riposizionamento degli ETF azionari d'oltreoceano sta perdendo momentum.



Regno Unito: dopo le elezioni è tempo di decidere.



Strategia di allocazione degli asset del nostro portafoglio modello bilanciato:



I termini rilevanti sono definiti nel glossario.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Non ci sono garanzie che le stime, gli obiettivi di investimento e/o i rendimenti attesi vengano raggiunti. Agli investimenti è associato un certo grado di rischio. Il valore degli investimenti è soggetto a variazioni in aumento o in diminuzione e gli investitori potrebbero non riuscire a recuperare in qualsiasi momento il capitale originariamente investito. Il capitale degli investitori può essere a rischio. La strategia di allocazione degli asset è soggetta a variazioni senza preavviso. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati.

Fonte: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, dati al 19/5/15

Lettera agli investitori

Un sospiro di sollievo prima dell'estate

Il mese di maggio ha scosso sia i mercati che il sentiment degli investitori.

A giugno una maggiore chiarezza sull'economia statunitense potrebbe calmare gli animi.

"In questo senso attueremo appieno il nostro programma di acquisti come annunciato e comunque fino a quando non rileveremo una correzione durevole del profilo dell'inflazione."¹ Quando il presidente della BCE Mario Draghi ha pronunciato queste parole, il 14 maggio scorso, i rendimenti obbligazionari erano prossimi a nuovi massimi per quest'anno, solo quattro frenetiche settimane di contrattazione dopo la discesa dei rendimenti dei Bund al minimo assoluto di 0,05%.

Sulle reali cause della turbolenza che ha investito i mercati obbligazionari possiamo fare solo delle ipotesi. Senza dubbio la ripresa dei prezzi del petrolio e le migliori prospettive per l'economia europea hanno creato terreno fertile per un aumento delle aspettative di inflazione e quindi per un rialzo dei rendimenti, ma l'entità di queste correzioni dei prezzi è spiegabile solo chiamando in causa i fattori tecnici, la ristrutturazione dei portafogli e l'improvviso cambiamento di percezione dei mercati e del rischio. È apparso evidente che la BCE non può semplicemente decidere di spingere i prezzi obbligazionari in un'unica direzione e che i suoi avvertimenti sulla deflazione sono stati eccessivi. Senza contare che diverse settimane di posizionamenti di consenso avevano causato una netta contrazione del differenziale tra prezzi di acquisto e di vendita.

Il fatto che i 60 miliardi di euro immessi mensilmente sul mercato si siano prosciugati rappresenta senza dubbio un aspetto peculiare del programma di acquisto della BCE. La liquidità porta all'illiquidità. A fronte di questi mercati così vulcanici, dove continua a mancare un'ancora di valutazione per i titoli obbligazionari, a maggio abbiamo assunto una posizione più difensiva. Sebbene l'impegno di Draghi sia ancora valido, i mercati hanno smesso di ignorare completamente i dati economici dell'Eurozona. Nel Focus di questo mese illustriamo le argomentazioni logiche a favore di un'unione fiscale nell'Eurozona.

¹ Camdessus lecture di Mario Draghi, Presidente della BCE; FMI, Washington D.C., 14 maggio 2015

// Sui mercati obbligazionari la nuova liquidità immessa dalla BCE ha creato una situazione di illiquidità. //

La rapida ripresa del prezzo del petrolio può offrire un ulteriore contributo all'aumento dei rendimenti. Confermiamo la nostra stima di 65 dollari al barile entro fine anno per il West Texas Intermediate (WTI). La produzione dell'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio (OPEC) rimane elevata, inoltre agli attuali livelli di prezzo i produttori di shale oil statunitensi potrebbero essere meno propensi a un consolidamento. A prescindere dalle interruzioni nell'offerta, sarà necessario un inatteso aumento della domanda per stimolare un'ulteriore ripresa dei prezzi.

Appare sempre più improbabile che la Cina o gli Stati Uniti possano innescare questi sviluppi. I leader di Pechino stanno facendo tutto il possibile per arrestare

l'indebolimento della crescita economica attraverso il progressivo allentamento della politica monetaria. Negli Stati Uniti i dati economici sostengono sia gli ottimisti che i pessimisti. Noi rimaniamo ottimisti, anche se un'evidente ripresa della crescita potrebbe farsi aspettare. La performance dell'S&P 500, che ha segnato nuovi massimi nel mese di maggio, dimostra che non siamo gli unici ad aspettarsi un rialzo dell'economia. Oppure, al contrario, questo rally è alimentato dalla speranza che il previsto aumento dei tassi di interesse possa essere rimandato? Le stime di consenso sulla crescita dell'economia statunitense per il 2015 sono state riviste al ribasso, dal 3% di inizio anno all'attuale 2,5%. Questa variazione non può essere considerata positiva, tuttavia in altri tempi la crescita, persino a questi livelli, non sarebbe stata accompagnata da tassi di interesse di riferimento prossimi a zero.

Viviamo tempi diversi, oppure la banca centrale statunitense sa qualcosa che i mercati non sanno?



Asoka Wöhrmann,
Chief Investment
Officer e Membro
del Comitato esecutivo
di Deutsche AWM

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice. Non ci sono garanzie che le stime o gli obiettivi vengano raggiunti. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e analisi o modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. La lettera "F" indica una stima ("Forecast").

Focus

Dall'unione monetaria all'unione fiscale

Nonostante la popolarità dell'euro, i meccanismi di stabilità della moneta unica rimangono controversi. Un'unione fiscale potrebbe contribuire a risolvere le tensioni politiche.

All'inizio del 2015 Alexis Tsipras ha vinto le elezioni greche grazie alla promessa di porre fine all'austerità, creando i presupposti per un nuovo scontro tra il neoeletto governo e i creditori della Grecia. Il sintetico messaggio inviato ad Atene - "niente austerità, niente euro" - ha tuttavia fatto cambiare idea alla popolazione greca. In base a un sondaggio pubblicato dal quotidiano "To Vima" nell'aprile del 2015, la maggior parte dei greci ora spera in un accordo con i creditori del Paese.¹

Un'indagine condotta dall'Università della Macedonia nel maggio 2015 ha inoltre evidenziato che il 66,5% dei greci vuole mantenere l'euro², mentre solo il 27% preferirebbe tornare alla dracma. In realtà la moneta unica gode di ampio supporto in tutta l'Eurozona: secondo un'indagine condotta dalla Commissione europea nel novembre 2014 il 67% di tutti i residenti dell'Eurozona è favorevole all'euro.³

Una situazione politica paradossale

In molti stati membri dell'Eurozona questo connubio tra sostegno all'euro e rifiuto dei necessari adeguamenti economici che ne derivano ha generato una situazione politica paradossale. I partiti che criticano l'Unione europea stanno guadagnando terreno. Una volta al potere, però, difficilmente riescono a minare la posizione dell'euro, e di conseguenza le misure di austerità, perché molti cittadini in Italia, Spagna, Portogallo e Grecia non hanno dimenticato i problemi associati alla debolezza delle rispettive valute nazionali.

Si ricordano ancora di quando le banche centrali stampavano denaro per finanziare i disavanzi fiscali dei rispettivi governi e di una spirale salari-prezzi che faceva impennare l'inflazione e diminuire la competitività economica. Per rivitalizzare la competitività delle loro economie, i Paesi più deboli dovevano ricorrere ripetutamente alla svalutazione, che a sua volta stimolava l'inflazione. Gli aggiustamenti indotti dalla svalutazione riducevano il potere d'acquisto, alimentando di conseguenza la richiesta di salari più elevati e fomentando scioperi e proteste a livello politico. La Commissione europea (CE) e la Banca centrale europea (BCE) possono essere soddisfatte del supporto popolare per l'euro, ma devono preoccuparsi dell'avanzata dei partiti contrari all'UE. L'Eurozona manca di quei meccanismi di correzione che

abbiamo visto all'opera negli Stati Uniti, dove chi perde il lavoro in una regione, per esempio, si trasferisce in un'altra regione che offre maggiori possibilità di impiego. Nell'area euro le barriere linguistiche rappresentano ancora un ostacolo al movimento delle persone tra gli stati membri. Di conseguenza l'Eurozona non è un'area valutaria ottimale, in quanto vi sono regioni più deboli che nel lungo periodo vedono aumentare la disoccupazione, le pressioni salariali al ribasso e l'insoddisfazione politica.

Al tempo stesso, la crescita e il patto di stabilità dell'UE costringono i governi dei Paesi più deboli dell'area euro a tagliare la spesa. Questo accelera il processo di adeguamento del mercato del lavoro, ma è doloroso per la popolazione. Una politica sociale e fiscale comune consentirebbe all'Eurozona di ammortizzare l'impatto sociale degli shock economici in un Paese attraverso un'assicurazione comune contro la disoccupazione, promuovendo al contempo il processo di convergenza con investimenti provenienti da un unico fondo europeo al fine di favorire la stabilità politica all'interno dell'area euro.

La riunificazione tedesca come modello di integrazione

La riunificazione della Germania potrebbe servire da modello per l'Eurozona. A partire dal 1991 il governo tedesco ha finanziato l'enorme deficit di parte corrente degli stati orientali tedeschi attraverso imposte, stanziamenti per la sicurezza sociale e uno schema di equalizzazione finanziaria tra il governo federale e gli stati federali. La creazione di un'unione fiscale tedesca ha portato all'esportazione di ingenti capitali da Ovest verso Est, e di conseguenza gli stati federali orientali sono riusciti a creare il proprio stock di capitale limitando i livelli di indebitamento.

Il programma economico del presidente della Commissione europea Jean-Claude Juncker si pone lo stesso obiettivo. Il piano di investimenti mira a generare 315 miliardi di euro di investimenti privati dal 2015 al 2017; le istituzioni europee forniranno i 16 miliardi di euro iniziali e la Banca europea degli investimenti altri 5 miliardi di euro. Bruxelles userà le garanzie per generare lo sperato effetto moltiplicatore di 15 volte l'investimento iniziale (un euro investito dovrebbe produrre investimenti per 15 euro). Il programma di investimenti, associato alle garanzie, prevede la responsabilità congiunta per i Paesi dell'UE e potrebbe quindi gettare le basi per un'unione fiscale.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Non è possibile investire direttamente in un indice.

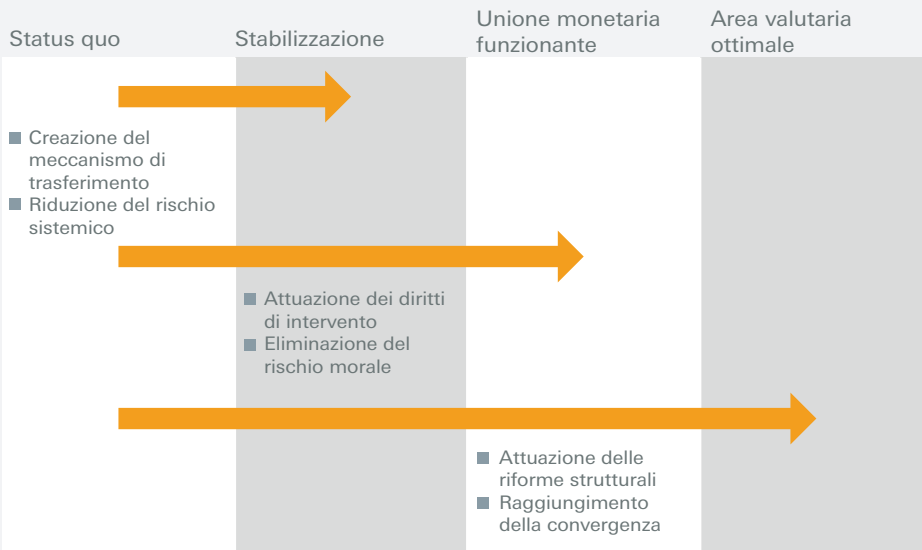
Non ci sono garanzie che le stime o gli obiettivi vengano raggiunti. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e analisi o modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. La lettera "F" indica una stima ("Forecast").

¹ Fonte: Die Welt: Die Mehrheit der Griechen will Einigung mit Gläubigern ("La maggioranza del popolo greco vuole un accordo con i creditori"), 26/4/15

² Fonte: FAZ: Umfrage – Mehrheit der Griechen auch bei neuen Sparzielen für den Euro ("Sondaggio – La maggioranza del popolo greco a favore dell'euro nonostante le nuove misure di austerità"); pubblicato da: dpa-AFX, 5/5/15

³ Fonte: Eurobarometro standard 82: L'opinione pubblica nell'Unione europea; pubblicato da: Commissione europea, autunno 2014.

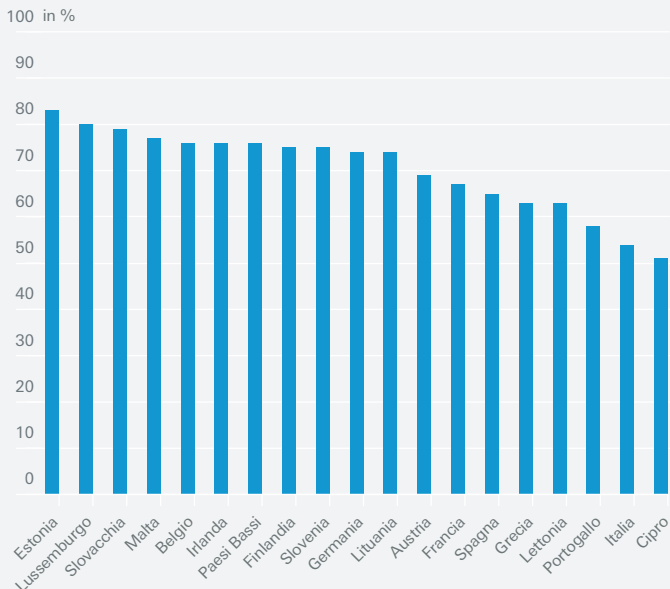
Roadmap dall'unione monetaria all'unione fiscale



Con l'adozione di meccanismi di trasferimento quali un'imposta sul reddito europea e l'assicurazione di disoccupazione si potrebbero finanziare misure di convergenza e ridurre le crisi sistemiche. I Paesi dell'euro dovrebbero tuttavia mantenere il diritto di intervenire per prevenire il rischio morale (ovvero l'utilizzo di fondi UE per scopi nazionali).

Fonte: Bräuninger, M.; Straubhaar, T.; Vöpel, H.; Wilke, C.; Winkeljohann, N.: Der Weg in eine europäische Fiskalunion ("La strada verso un'unione fiscale europea"); pubblicato da: PWC in collaborazione con HWWI, Francoforte, febbraio 2013

Accettazione dell'euro



Fonte: Eurobarometro standard 82: L'opinione pubblica nell'Unione europea, pubblicato da: Commissione europea, autunno 2014.

La popolarità della moneta unica

In un'indagine condotta nell'autunno del 2014 la maggioranza della popolazione degli stati membri dell'euro si è espressa a favore della moneta unica, con una risposta positiva pari complessivamente al 67%. Il supporto all'euro è generalmente inferiore nei Paesi in crisi, dove si attesta comunque al di sopra del 50%.



Eurozona (crescita del PIL in %)

Il contesto economico continua a migliorare. Ci aspettiamo che la crescita acceleri ulteriormente all'1,6% nel 2016*.

1,3 %* (2015)

*Stime Deutsche AWM al 12/3/15

// Bisognerebbe approfondire se sia stato sufficiente ciò che abbiamo fatto nell'area dell'euro per salvaguardare la possibilità di utilizzare la politica di bilancio in modo anticiclico. È anche evidente tuttavia che ciò potrà avvenire solo nell'ambito di un cammino risoluto verso una più stretta unione di bilancio.//



Dal discorso pronunciato da **Mario Draghi**, presidente della Banca centrale europea, all'Università di Helsinki il 27/11/14.



Eurozona (posizione di bilancio in % del PIL)

I Paesi dell'euro sono riusciti a ridurre sensibilmente i propri disavanzi fiscali rispetto agli anni precedenti. Questo trend sembra destinato a proseguire.

-2,2 %* (2015)

*Stime Deutsche AWM al 12/3/15

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice. Non ci sono garanzie che le stime o gli obiettivi vengano raggiunti. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e analisi o modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. La lettera "F" indica una stima ("Forecast").

Intervista

Il quadro d'insieme

In Europa la crisi finanziaria ha scatenato pericolose forze centrifughe. È compito dei politici riaccendere l'interesse degli europei per l'idea di Europa.

// L'Europa non ha bisogno di nascondersi, ma deve continuare a progredire. //

Nell'Eurozona e in Giappone la ripresa dalla crisi finanziaria sta richiedendo più tempo che altrove. Nel 2014 il prodotto interno lordo (PIL) dell'area euro non era ancora tornato ai livelli del 2008. L'Europa è diventata obsoleta?

Assolutamente no. Senza dubbio l'economia europea è tornata indietro di diversi anni e la crisi ha messo in luce i problemi connaturati all'Eurozona fin dalla sua creazione, ma c'è anche un aspetto positivo: la crisi ha spinto i leader politici ad agire, portando con sé l'unione bancaria, l'adozione di norme comuni, i meccanismi di salvataggio istituzionalizzati e da ultimo, ma non meno importante, l'apertura di un dibattito da lungo atteso sulle necessarie riforme strutturali.

Per fortuna, su questo fronte siamo andati oltre la fase di confronto. Gli stati baltici, l'Irlanda, il Portogallo e la Spagna, per esempio, hanno già compiuto notevoli progressi e anche dall'Italia arrivano segnali incoraggianti. Le nostre stime per il 2015 indicano una crescita dell'1,3% per l'Eurozona, quindi siamo usciti dalla modalità di crisi.

Perché è ancora presto per abbassare la guardia?

Col senno di poi, dobbiamo riconoscere che l'Eurozona ha sottostimato la gravità della situazione e la necessità di interventi decisivi, perdendo un'infinità di tempo che la Bce ha poi dovuto recuperare con una serie di misure di politica monetaria. Sebbene questi interventi siano stati ampiamente criticati, non dimentichiamoci che non sappiamo quali contorni avrebbe

assunto l'Europa senza di essi. Come più volte ripetuto dalla Bce, una ripresa sostenuta dell'Eurozona presuppone un intenso lavoro politico. Ma senza la disciplina imposta da rendimenti governativi adeguati al rischio, tutti gli stati membri sono tentati di moderare il proprio zelo per le riforme. E qui la colpa non è solo delle economie in difficoltà. Persino il governo tedesco, "primo della classe" in Europa, sta nuovamente distribuendo regali che di sicuro non aiuteranno a superare le prossime sfide.

Quali altri problemi politici si profilano all'orizzonte?

Il problema maggiore sono le forze centrifughe scatenate dalla crisi, che tendono a disgregare entità fondate sulla fiducia quali l'Eurozona e l'UE. Gli arraffatori di voti politici, sempre più numerosi, non fanno che amplificare tali forze. Trovo molto preoccupanti i recenti successi dei partiti populistici. Che siano di destra o di sinistra, questi partiti sono accomunati da un atteggiamento distruttivo nei confronti dell'Europa. I cittadini frustrati si lasciano coinvolgere più facilmente dai movimenti che combattono contro qualcosa, piuttosto che contro qualcuno. Purtroppo, l'esperienza della Grecia dimostra che non possiamo sperare che una volta al potere questi partiti populistici agiscano in maniera più sensata.

Vede altri parallelismi tra la Grecia e l'Eurozona?

Le sfide dell'Europa si concentrano essenzialmente in Grecia. Vorrei illustrare

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Non ci sono garanzie che le stime, gli obiettivi di investimento e/o i rendimenti attesi vengano raggiunti. La strategia di allocazione degli asset è soggetta a variazioni senza preavviso. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Agli investimenti è associato un certo grado di rischio. Il valore degli investimenti è soggetto a variazioni in aumento o in diminuzione e anche il capitale potrebbe essere a rischio. Gli investitori potrebbero non riuscire a recuperare in qualsiasi momento il capitale originariamente investito.

questo punto con tre brevi esempi. Il successo dei partiti populistici in tutta Europa dimostra che i greci non sono i soli a cedere alla tentazione di attribuire i problemi del Paese non alle proprie azioni, bensì a circostanze esterne. Né sono gli unici che preferirebbero trovare una scorciatoia, piuttosto che percorrere una strada lunga e irta di ostacoli. Un altro aspetto in comune e, secondo me, una delle maggiori sfide per la Grecia e per l'Europa, è il fatto che entrambe sono giunte a un punto in cui hanno bisogno di politici coraggiosi con un orizzonte di ampio respiro, pronti a rischiare la propria carriera per l'imperativo di lungo termine. Politici che lottino affinché i cittadini tornino a sostenere il progetto di un'Europa unita, invece di sacrificare questa idea per una manciata di facili voti. E che non temano di rivelare ai propri elettori gli ostacoli che dovranno superare lungo questo percorso. Considerati i gravi problemi di liquidità del Paese, il governo greco adesso deve essere franco con i propri cittadini. Qualsiasi pacchetto di salvataggio sarà inutile se la Grecia non farà tabula rasa, accettando le proprie responsabilità per la situazione in cui versa e adottando misure adeguate. D'altro canto, anche l'ex Troika deve imparare dai propri errori. Dare priorità alle misure di austerità rispetto alle riforme strutturali è stato uno di questi errori. Non ci stancheremo mai di ripeterlo: il debito della Grecia è il minore dei mali, il vero problema è la situazione strutturale del Paese e il suo impatto sulla competitività economica. Per migliorare i livelli di competitività, queste istituzioni devono presentare un piano di sviluppo chiaro, con misure che consentano ai greci di risolvere i propri problemi, e seguirne rigorosamente l'attuazione. Le istituzioni devono acquisire maggiore consapevolezza della dimensione politica della propria missione.

Quali saranno i prossimi sviluppi nell'area euro?

L'Eurozona ha reagito alla crisi, ma in sostanza siamo ancora di fronte a un

coacervo di misure ad hoc prive di un approccio organico. I Paesi dell'euro beneficiano di un tasso di interesse quasi univoco e ormai siamo vicini a una situazione di responsabilità congiunta per il debito pubblico, ma finora senza un quadro di riferimento ufficiale e in un regime di autonomia fiscale dei singoli Paesi. Questa soluzione non può durare: nel lungo periodo l'unione fiscale è praticamente inevitabile.

Su quali altri aspetti deve lavorare l'Unione europea?

Pur godendo ogni giorno dei vantaggi offerti dall'Unione europea, i cittadini non hanno legami razionali, né tantomeno emotivi, con l'Europa. Le istituzioni europee sono considerate anonimi mostri di burocrazia. Ciò che manca è un forte organismo centrale, guidato da un leader di spicco rispettato a livello internazionale che possa dare legittimità a queste istituzioni. In questo momento, il presidente della BCE Mario Draghi è il personaggio più vicino a riempire questo vuoto. Ma il fatto che debba assumersi responsabilità politiche senza un preciso mandato non è sostenibile nel lungo periodo.

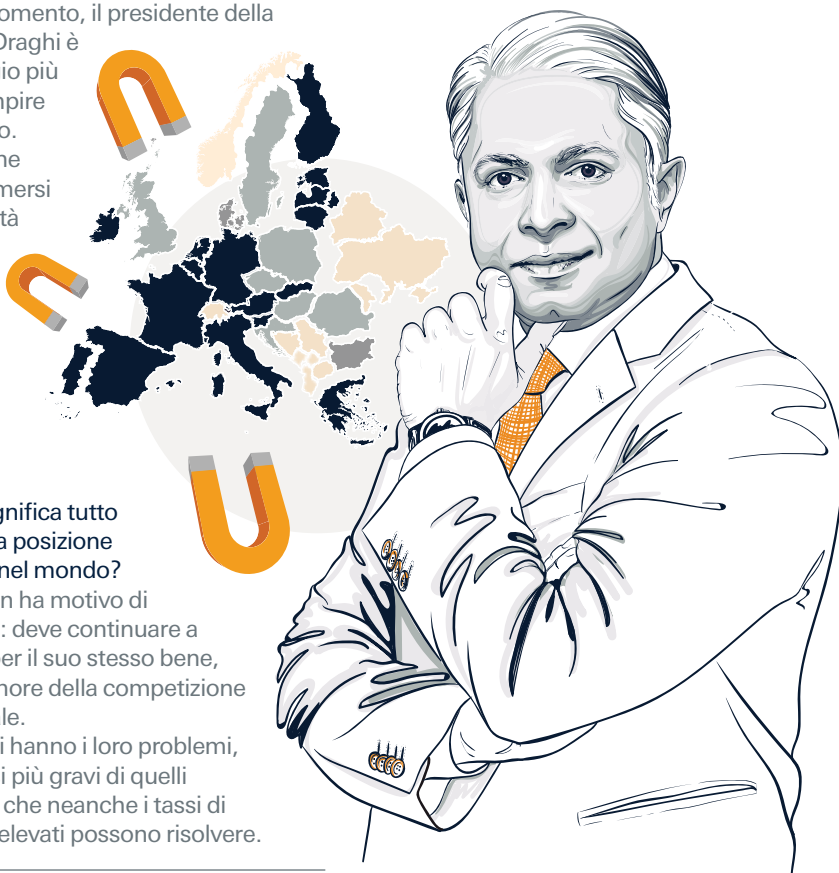
Che cosa significa tutto questo per la posizione dell'Europa nel mondo?

L'Europa non ha motivo di nascondersi: deve continuare a progredire per il suo stesso bene, non per il timore della competizione internazionale.

Gli altri Paesi hanno i loro problemi, in alcuni casi più gravi di quelli dell'Europa, che neanche i tassi di crescita più elevati possono risolvere.

L'Europa non può semplicemente reagire, deve fare qualcosa di più.

La crisi finanziaria ha costretto l'Europa, e in particolare i Paesi dell'Eurozona, ad attuare una serie di riforme. Nonostante tali progressi, i leader politici europei non possono fare affidamento solo sull'attuale generosità della BCE, bensì devono riuscire a riaccendere l'entusiasmo per l'idea europea, contrastando le forze centrifughe che portano al successo dei partiti populistici. Questo significa anche dire la verità ai cittadini, in Grecia come nel resto d'Europa.



Asoka Wöhrmann

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Non ci sono garanzie che le stime, gli obiettivi di investimento e/o i rendimenti attesi vengano raggiunti. La strategia di allocazione degli asset è soggetta a variazioni senza preavviso. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Agli investimenti è associato un certo grado di rischio. Il valore degli investimenti è soggetto a variazioni in aumento o in diminuzione e anche il capitale potrebbe essere a rischio. Gli investitori potrebbero non riuscire a recuperare in qualsiasi momento il capitale originariamente investito.

Il semaforo degli investimenti

La nostra view tattica e strategica

● Stati Uniti (azioni)



Confermiamo la nostra posizione neutrale sulle azioni statunitensi. Le elevate valutazioni storiche, associate ai livelli record raggiunti dai margini, ci inducono alla cautela. I dati macroeconomici USA hanno inoltre offerto un quadro contrastante, alimentando le incertezze sulla crescita del PIL nel secondo trimestre.

● Europa (azioni)



In un'ottica di medio termine il quadro appare ancora favorevole per le azioni europee, tuttavia in una prospettiva tattica rimaniamo neutrali a causa delle valutazioni elevate e delle condizioni avverse nel breve periodo rilevate dall'indicatore di sorpresa¹, diventato negativo. Nel Regno Unito i mercati hanno già scontato la vittoria del partito conservatore.

● Giappone (azioni)



Dopo che per due anni il Giappone è stato l'unico, tra i mercati azionari principali, a evidenziare revisioni al rialzo degli utili, questo trend ha iniziato a perdere vigore. Attualmente le stime di utili delle società sono piuttosto prudenti. In una prospettiva tattica confermiamo la nostra posizione neutrale.

● Asia ex Japan (azioni)



Confermiamo la nostra view positiva su questa regione. Dopo un rally iniziale le azioni indiane hanno evidenziato un movimento laterale durato diversi mesi, tuttavia riteniamo che in questo segmento di mercato le fasi di debolezza offrano potenziali opportunità di acquisto. Il rallentamento dell'economia cinese viene gestito da Pechino attraverso stimoli monetari e fiscali.

● Telecomunicazioni (azioni)



Sebbene siamo neutrali su questo settore, osserviamo alcuni segnali incoraggianti, soprattutto in Europa, di crescita moderata e di una ritrovata capacità di distribuzione dei dividendi. Il continuo consolidamento del settore e la crescente monetizzazione del traffico dati mobile dovrebbero sostenere i margini e i volumi di vendita.

¹ Citi Economic Surprise Indicator (CESI) Europe

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Non ci sono garanzie che le stime, gli obiettivi di investimento e/o i rendimenti attesi vengano raggiunti. La strategia di allocazione degli asset è soggetta a variazioni senza preavviso. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Agli investimenti è associato un certo grado di rischio. Il valore degli investimenti è soggetto a variazioni in aumento o in diminuzione e anche il capitale potrebbe essere a rischio. Gli investitori potrebbero non riuscire a recuperare in qualsiasi momento il capitale originariamente investito.

Azioni*		
Aree geografiche		
Stati Uniti	●	↗
Europa	●	↗
Eurozona	●	↗
Germania	●	↗
Regno Unito	●	→
Giappone	●	↗
Mercati Emergenti	●	→
Asia ex Giappone	●	↗
America Latina	●	↘
Settori		
Beni di prima necessità	●	
Salute	●	
Telecomunicazioni	●	
Utility	●	
Beni voluttuari	●	
Energia	●	
Finanziari	●	
Industriali	●	
Informatica	●	
Materiali	●	
Capitalizzazione		
Small and mid cap	●	

* Fonte: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, dati al 7/5/15

● U.S. Treasuries (10 anni)



Dopo il sell-off sui titoli sovrani a partire da metà aprile, attualmente questo mercato offre interessanti livelli di ingresso in una prospettiva tattica. Gli elevati volumi di offerta osservati di recente dovrebbero ridursi nel mese di giugno, a sostegno dei prezzi. I segnali economici contrastanti e le revisioni al ribasso delle aspettative di consenso per il secondo trimestre rendono improbabile un rialzo anticipato dei tassi.

● German bunds (10 anni)



La nostra cautela sui Bund è aumentata da quando è iniziato il sell-off a metà aprile e stiamo riducendo queste obbligazioni a una posizione neutrale.

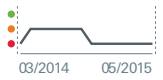
Data la mancanza di chiare ancora di valutazione, in questa fase di riaggiustamento è ancora difficile prevedere dove stiano andando i prezzi. La fiducia nell'onnipotenza della BCE inizia a vacillare, ma durante l'estate il differenziale tra prezzi di acquisto e di vendita potrebbe nuovamente ridursi.

● High yield USA



Se in una prospettiva strategica favoriamo ancora le obbligazioni ad alto rendimento, su base tattica stiamo invece riducendo a neutrale la posizione nell'high yield USA. La maggiore volatilità su diversi mercati dei capitali potrebbe avere effetti negativi anche sull'high yield a causa dell'aumento dei premi al rischio.

1-3 mesi
Fino a marzo 2016



Reddito fisso**		
Tassi		
U.S. Treasuries (2 anni)	●	↗
U.S. Treasuries (10 anni)	⊙	→
U.S. Treasuries (30 anni)	●	↘
U.K. Gilts (10 anni)	●	→
Periferici Eurozona	●	↘
Bund Tedeschi (2 anni)	●	→
Bund Tedeschi (10 anni)	⊙	↘
Obbligazioni Governative Giapponesi (2 anni)	●	→
Obbligazioni Governative Giapponesi (10 anni)	●	→
Titoli Corporate		
U.S. investment grade	●	↘
U.S. high yield	⊙	↘
EUR investment grade	●	↘
EUR high yield	●	↘
Asia credit	●	↗
Emerging-market credit	●	↗
Titoli Cartolarizzati speciali		
Covered bonds	●	↘
U.S. municipal bonds	●	↘
U.S. mortgage-backed securities	●	→
Valute		
EUR vs. USD	●	↘
USD vs. JPY	●	↗
EUR vs. GBP	⊙	↘
EUR vs. JPY	●	↘
GBP vs. USD	●	↘
Mercati emergenti		
Titoli sovrani mercati emergenti	●	↘
Strumenti Alternativi**		
Infrastrutture	●	↗
Materie Prime	⊙	→
Real estate (quotati)	●	↗
Real estate (non quotati)	●	↗
Hedge fund	●	↗

**Fonte: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, dati al 19/5/15

⊙ EUR vs GBP



Il nervosismo sulla sterlina si è drasticamente ridotto dopo il risultato delle elezioni del 7 maggio, di conseguenza stiamo nuovamente neutralizzando questa coppia valutaria. La netta vittoria del partito conservatore ha risollevato la sterlina, mentre l'euro continuerà a essere sotto pressione a causa della situazione greca e degli ulteriori acquisti di obbligazioni da parte della BCE.

⊙ Materie prime

Nel settore delle materie prime continuiamo a ravvisare più rischi che opportunità. Questo vale anche per il petrolio, anche se il prezzo del greggio si sta avvicinando al nostro obiettivo a 12 mesi più velocemente del previsto. L'OPEC sta producendo oltre la sua quota, il processo di riduzione delle piattaforme petrolifere negli Stati Uniti è quasi giunto al termine e il dollaro USA probabilmente tornerà a rafforzarsi: tutti questi fattori ostacoleranno un'ulteriore impennata dei prezzi del petrolio.

La view tattica (1-3 mesi)

Indici azionari:

- view positiva
- view neutrale
- view negativa

Reddito fisso e tassi di cambio:

- Si prevedono buone performance per il comparto del reddito fisso o i tassi di cambio
- Si prevede un trend laterale
- Si prevede una flessione dei prezzi nel comparto del reddito fisso o nei tassi di cambio

I semafori precedenti sono riportati nei grafici piccoli.

⊙ Un semaforo cerchiato indica la presenza di un commento sull'argomento.

View strategica fino a marzo 2016

Indici azionari, tassi di cambio e investimenti alternativi:

le frecce indicano se ci aspettiamo un trend rialzista (↗), un trend laterale (→) o un trend ribassista (↘) per l'indice azionario, il tasso di cambio o l'asset class alternativa indicati.

Reddito fisso:

Per i titoli sovrani, ↗ indica un aumento dei rendimenti, → rendimenti invariati e ↘ una diminuzione dei rendimenti. Per le obbligazioni societarie, i titoli cartolarizzati/speciali e le obbligazioni dei mercati emergenti, le frecce indicano, rispettivamente, lo spread rettificato per le opzioni (option-adjusted) rispetto ai titoli sovrani per ciascuna regione. ↗ indica un atteso ampliamento dello spread, → un trend laterale dello spread e ↘ una contrazione dello spread.

I colori delle frecce segnalano le opportunità di rendimento a disposizione degli investitori long-only.

- ↗ potenziale di rendimento positivo per gli investitori long-only
- opportunità di rendimento limitate e rischio di ribasso
- ↘ elevato rischio di ribasso per gli investitori long-only

Per maggiori spiegazioni si rimanda al glossario.

Fonte: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Non ci sono garanzie che le stime, gli obiettivi di investimento e/o i rendimenti attesi vengano raggiunti. La strategia di allocazione degli asset è soggetta a variazioni senza preavviso. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Agli investimenti è associato un certo grado di rischio. Il valore degli investimenti è soggetto a variazioni in aumento o in diminuzione e anche il capitale potrebbe essere a rischio. Gli investitori potrebbero non riuscire a recuperare in qualsiasi momento il capitale originariamente investito.



Joe Benevento e
Joern Wasmund,
Global Co-Heads of
Fixed Income / Cash

Prospettive per i mercati del reddito fisso

Dopo la grande ondata di chiusure quale sarà la prossima mossa di Draghi?

Nelle ultime tre settimane i mercati sviluppati hanno evidenziato le più ampie oscillazioni dei tassi da quando, nel maggio 2013, l'allora presidente della Fed Ben Bernanke annunciò la fine dell'allentamento quantitativo (QE). In un contesto che era all'epoca (e rimane tuttora) altamente influenzato dai programmi di acquisto di obbligazioni delle banche centrali, i mercati reagiscono in modo molto razionale, dimostrando come sarebbe stato difficile per le banche centrali tornare a un regime di politica monetaria più normale senza causare turbative di mercato di forte impatto ed economicamente costose.

Questa volta il sell-off è stato innescato dai rendimenti dei Bund decennali, passati da circa 5 punti base (bp)¹ a metà aprile a 78 pb² a metà maggio. Il rialzo ha contagiato i mercati statunitensi e britannici: i Treasury decennali USA, per esempio, sono saliti al 2,3%. Tutto ciò è accaduto senza alcuna dichiarazione o accenno della BCE a un possibile cambio di direzione.

Senza dubbio i dati macroeconomici europei hanno creato condizioni avverse, delineando un quadro di lenta ripresa, e i timori sulla Grecia si stanno attenuando, ma questi fattori non bastano a spiegare un rialzo così netto dei tassi di interesse e, in particolare, perché la BCE non sia intervenuta rapidamente per tenere bassi i tassi.

Altri fattori, quali il posizionamento estremamente lungo sia in obbligazioni governative tedesche che sul dollaro USA (rispetto all'euro), la chiusura di quelle posizioni per proteggere i guadagni realizzati da inizio anno, la mancanza di domanda da parte degli investitori di capitali a livelli così bassi e la carenza di liquidità hanno probabilmente rafforzato il movimento al rialzo. Ma, ancora una volta, non giustificano il mancato intervento della BCE.

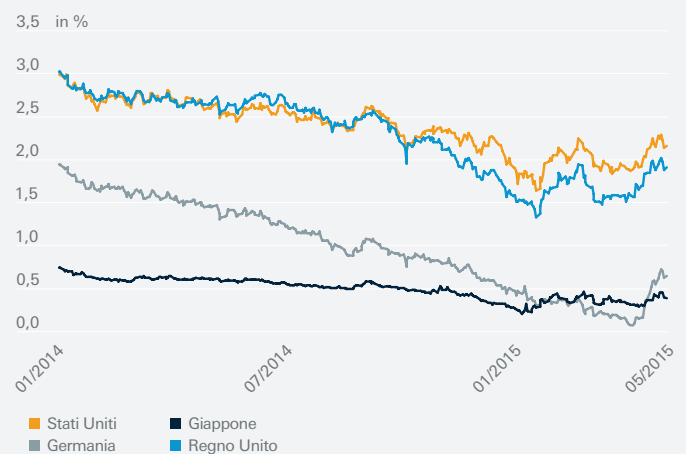
Una possibilità, tra le tante, è che la BCE voglia attenuare gli effetti dell'allentamento quantitativo, ma non possa ammetterlo. Il QE sta causando diversi problemi, non da ultimo agli istituti previdenziali, mentre crescono i timori di future bolle speculative.

Di conseguenza, i minimi dei tassi di interesse europei potrebbero essere ormai superati. Tuttavia il QE, la bassa inflazione e la crescita anemica dovrebbero sostenere i tassi correnti o riportarli leggermente più in basso rispetto agli attuali livelli post-aggiustamento, almeno finché la BCE non cambierà ufficialmente il proprio corso. Questo si conferma il maggiore fattore di rischio per i mercati.

Per quanto riguarda i tassi statunitensi, il prossimo mese il loro andamento dovrebbe dipendere soprattutto da fattori domestici (crescita USA, inflazione e prezzi del petrolio) e dalla conseguente reazione della Fed. Riteniamo che la ripresa economica statunitense sia ancora in corso, sebbene meno vigorosa del previsto. Anche le azioni della banca centrale cinese meritano comunque particolare attenzione, in quanto potrebbero rappresentare un altro driver determinante per i tassi USA. Sul fronte dei tassi a più lungo termine abbiamo un bias verso le posizioni lunghe. Per i mercati dei cambi (FX) ci aspettiamo un consolidamento ai livelli attuali e un ulteriore rafforzamento del dollaro USA rispetto all'euro e allo yen verso la fine del 2015.

In un orizzonte di medio periodo il quadro rimane favorevole per le obbligazioni societarie (investment grade e high yield).

Rendimenti delle obbligazioni governative decennali, 2014-2015



Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati al 18/5/15

Nel mese di maggio i rendimenti dei mercati sviluppati dei Paesi centrali sono tornati a salire. Particolarmente netta l'inversione di tendenza dei titoli tedeschi.

¹ Dati al 17/4/15

² Dati al 14/5/15

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Non ci sono garanzie che le stime, gli obiettivi di investimento e/o i rendimenti attesi vengano raggiunti. La strategia di allocazione degli asset è soggetta a variazioni senza preavviso. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Agli investimenti è associato un certo grado di rischio. Il valore degli investimenti è soggetto a variazioni in aumento o in diminuzione e anche il capitale potrebbe essere a rischio.



Henning Gebhardt,
Global Head of Equities

Prospettive dei mercati azionari

I timori degli investitori azionari sulle valutazioni a breve termine sono esagerati?

Nel settimo anno di rally dei mercati azionari globali dopo la crisi, di certo non stupisce che sempre più investitori giungano alla conclusione che le azioni sono diventate costose. Indipendentemente da come si misurino le valutazioni, in base agli utili annuali, al valore di libro o ai flussi di cassa, qualche anno fa le azioni erano più convenienti. Solo i titoli a dividendo sembrano offrire un certo appeal rispetto alle obbligazioni, i cui rendimenti sono scesi in territorio negativo in gran parte d'Europa.

Tuttavia la storia insegna che non esiste un collegamento dimostrabile tra le valutazioni di oggi e l'andamento delle quotazioni azionarie nei prossimi 12 mesi (cfr. grafico). Lungo un intero anno, la psicologia dei mercati, i cambiamenti di politica monetaria, gli sviluppi geopolitici, le diverse aspettative di crescita e di utili e le modifiche di portafoglio svolgono un ruolo più importante.

Le prove storiche a sostegno della tesi secondo cui gli investitori che comprano a valutazioni basse possono aspettarsi rendimenti superiori in futuro – e viceversa – esistono solo per gli orizzonti di investimento più lunghi, di almeno sette-dieci anni.

Questo dimostra che le valutazioni attuali influenzano effettivamente le aspettative di rendimento a lungo termine. E secondo i nostri calcoli, chiunque compri azioni globali adesso forse dovrà accontentarsi di rendimenti medi a singola cifra (da bassa a intermedia) per un periodo di permanenza in portafoglio di 10 anni. D'altro canto, i trend di performance a lungo termine probabilmente divergeranno da regione a regione e tra i diversi settori. Per questo motivo gli investitori azionari dovrebbero prestare meno attenzione alle valutazioni attuali, cercando invece di capire se le società possono continuare a migliorare la propria redditività che, in alcuni casi, ha già raggiunto livelli record.

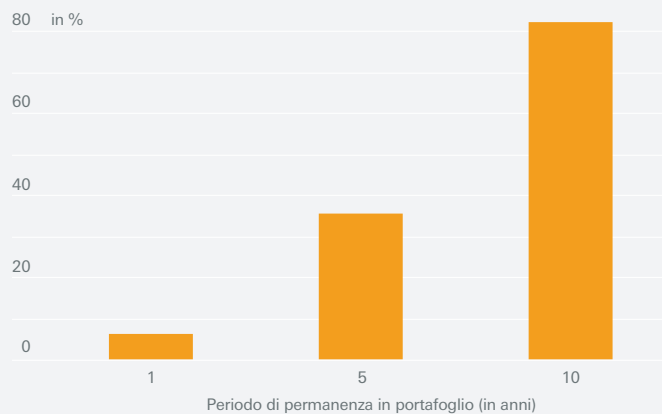
A molti investitori USA inizia a mancare l'aria. La normalizzazione economica, i bassi oneri per interessi, il costo contenuto del lavoro e le strategie di ottimizzazione fiscale hanno spinto i margini di profitto delle società dell'indice S&P500 ai massimi storici, come mostra un'analisi dei rendiconti finanziari per il primo trimestre del 2015.¹ A questo fenomeno hanno contribuito in particolare i settori tecnologia e finanza, compensando ampiamente l'impatto negativo del prezzo del petrolio sul settore energia. A differenza

¹ Fonte: Deutsche Bank AG Markets Research "US Equity Insights", David Bianco, 10/5/15

delle aziende nordamericane, riteniamo che molte società europee e giapponesi possano ancora migliorare i propri margini. Le società del settore automotive potrebbero beneficiare della ripresa economica in Europa, mentre la nostra crescente dipendenza dagli smartphone probabilmente spingerà gli operatori di telecomunicazioni ad alzare le tariffe dati. Il settore finanziario europeo dovrebbe inoltre continuare a recuperare terreno dopo le battute d'arresto dovute alla crisi. Nel frattempo, in Giappone, la cultura d'impresa sta cambiando, con un'attenzione sempre più rivolta agli interessi degli azionisti.

In un simile scenario, riteniamo che gli investitori a lungo termine dovrebbero focalizzarsi su Europa e Giappone.

Le valutazioni non dicono molto sulla performance a breve termine²



■ R-quadrato del rapporto prezzo/utigli normalizzato vs. rendimenti successivi dell'Indice S&P 500

Fonte: Calcoli effettuati da Bank of America Merrill Lynch, maggio 2015

² Valutazione di mercato misurata come rapporto prezzo/utigli normalizzato. Potere di stima misurato come R². Un valore teorico del 100% significa che la performance è completamente spiegata dalla valutazione.

La valutazione spiega solo il 6% della performance dell'Indice S&P 500 nei 12 mesi successivi. Ma per un periodo di permanenza in portafoglio di 10 anni la percentuale sale all'82%.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Non ci sono garanzie che le stime, gli obiettivi di investimento e/o i rendimenti attesi vengano raggiunti. La strategia di allocazione degli asset è soggetta a variazioni senza preavviso. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Agli investimenti è associato un certo grado di rischio. Il valore degli investimenti è soggetto a variazioni in aumento o in diminuzione e anche il capitale potrebbe essere a rischio.



Portafoglio

La nostra strategia di allocazione degli asset in un portafoglio bilanciato¹

Asset class tradizionali

Il segmento core del nostro portafoglio bilanciato include asset liquidi tradizionali quali azioni, titoli a reddito fisso e materie prime. Il grafico illustra la nostra attuale strategia di allocazione degli asset per un portafoglio bilanciato, comprese le asset class alternative.²

Azioni

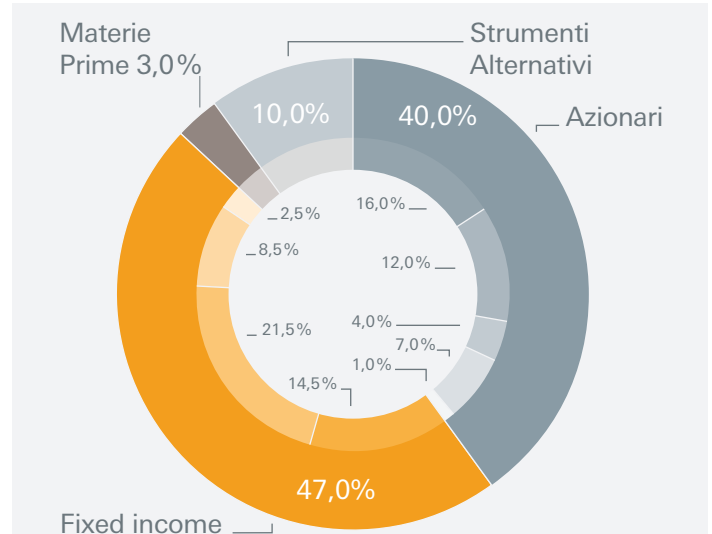
Confermiamo la nostra visione strategicamente positiva sulle azioni, pur mantenendo la cautela in un orizzonte di breve periodo. Le valutazioni delle azioni statunitensi appaiono ancora elevate, non solo in termini di rapporto prezzo/utili, ma anche relativamente al PIL nominale. I volumi dei riacquisti azionari, sebbene ancora elevati, stanno diminuendo. Anche in Europa le valutazioni sono elevate, ma gli utili aziendali - sostenuti dall'indebolimento dell'euro - sembrano infine avviati verso una ripresa. I titoli azionari giapponesi potrebbero risultare più allettanti in termini di valutazioni, grazie anche all'ulteriore slancio derivante dalle riforme della corporate governance. Sui mercati emergenti confermiamo la preferenza per l'Asia ex Japan. Riteniamo che il recente rally delle azioni latinoamericane non sia destinato a proseguire e preferiamo i mercati sviluppati a quelli emergenti.

Reddito fisso

All'inizio di maggio i rendimenti dei Bund tedeschi hanno subito un'impennata, probabilmente dovuta più al posizionamento del mercato che ai fondamentali economici. Non si escludono ulteriori picchi di volatilità, soprattutto in vista del primo rialzo dei tassi di interesse della Fed che avverrà molto probabilmente a settembre 2015. L'incertezza sulle intenzioni della BCE potrebbe inoltre contribuire ai movimenti di mercato. In questo contesto gli investimenti con un "carry", quali i titoli high yield e le obbligazioni dei mercati emergenti, dovrebbero continuare ad attirare l'interesse degli investitori. L'high yield potrebbe resistere a un ampio incremento dei rendimenti riuscendo comunque a generare un rendimento positivo grazie alle cedole. Il debito dei mercati emergenti in valuta forte ha realizzato una performance positiva dall'inizio dell'anno, in particolare per gli investitori in euro.

Materie prime

I prezzi del petrolio sono aumentati sensibilmente negli ultimi mesi, pur partendo da livelli molto bassi. L'attenuazione della crescita dell'offerta di petrolio statunitense appare sempre più evidente, mentre la domanda globale potrebbe essere in aumento. Tuttavia, date le continue pressioni interne sui produttori non statunitensi affinché aumentino la produzione, la riduzione dell'eccesso di offerta complessiva potrebbe richiedere tempo. Per questo motivo riteniamo che il recente aumento dei prezzi del petrolio sia stato forse eccessivo e potremmo assistere a un correzione a breve. I prezzi del petrolio potrebbero inoltre subire pressioni a causa di un ulteriore apprezzamento del dollaro USA. Secondo le attese i prezzi dell'oro rimarranno all'interno di un range limitato nei prossimi mesi, salvo in caso di una sostanziale ridefinizione delle prospettive di crescita degli Stati Uniti.



Azionari	suggested weight
Mercati sviluppati	32,0%
Stati Uniti	16,0%
Europa	12,0%
Giappone	4,0%
Mercati Emergenti	8,0%
Giappone ex Asia	7,0%
America Latina	1,0%
Fixed income	
Titoli di credito	14,5%
Titoli sovrani	21,5%
Titoli Mercati Emergenti	8,5%
Titoli monetari	2,5%
Materie Prime	
Materie Prime	3,0%
Strumenti Alternativi	
Strumenti Alternativi	10,0%

Fonte: Regional Investment Committee (RIC), Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, Deutsche Bundesbank (Suisse) SA, dati al 19/5/15. investito in qualsiasi momento.

Allocazione suggerita agli investitori in dollari USA. Questa strategia di allocazione degli asset potrebbe non essere idonea a tutti gli investitori

² Gli investimenti alternativi sono trattati separatamente nel capitolo successivo.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Non ci sono garanzie che le stime, gli obiettivi di investimento e/o i rendimenti attesi vengano raggiunti. La strategia di allocazione degli asset è soggetta a variazioni senza preavviso. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Agli investimenti è associato un certo grado di rischio. Il valore degli investimenti è soggetto a variazioni in aumento o in diminuzione e anche il capitale potrebbe essere a rischio. Gli investitori potrebbero non riuscire a recuperare in qualsiasi momento il capitale originariamente investito. Investimenti denominati in valuta estera sono soggetti a variazioni del tasso di cambio, le quali potranno determinare diminuzioni del valore, prezzo o rendimento dello strumento finanziario.

¹ Questo portafoglio potrebbe non essere idoneo a tutti gli investitori.



Long o short, Stéphane Junod?

Sei view di mercato secondo il nostro Chief Investment Officer for Wealth Management per la regione EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa).

Ancora positivo sulla crescita USA?

LONG Nel primo trimestre del 2015 la crescita USA ha deluso le aspettative, dopo che il calo degli investimenti legati all'energia ha amplificato gli effetti transitori del rigido inverno e della chiusura dei porti. Anche il rafforzamento del dollaro ha avuto un impatto sul quadro generale, con le esportazioni nette che hanno sottratto al PIL 1,25 punti percentuali. Tuttavia siamo ancora convinti che nei prossimi mesi la crescita tornerà ad aumentare. L'apprezzamento meno marcato del dollaro, associato alla continua crescita globale, sosterrà le esportazioni nette, mentre i consumi saranno alimentati dagli elevati livelli di fiducia, dalla crescita salariale e dall'ulteriore aumento dell'occupazione.

La volatilità dei mercati è destinata a diminuire?

SHORT Recentemente alcuni dati macroeconomici, tra i quali la crescita USA del primo trimestre, sono risultati deludenti e le aspettative di inflazione stanno cambiando (soprattutto in Europa), ma questi fattori non sono l'unica causa della recente volatilità dei mercati. La colpa è anche della crescente illiquidità di alcune asset class e di determinati segmenti di mercato. Anche se le notizie macroeconomiche dovessero migliorare, riteniamo che l'artificialità dell'attuale contesto di politica monetaria continuerà a rendere i mercati sempre più vulnerabili a nuove ondate di volatilità.

Le valutazioni dell'azionario USA sono troppo elevate?

SHORT All'inizio di maggio la presidente della Fed Janet Yellen ha avvertito che le valutazioni potevano essere troppo elevate. Le sue parole sono apparse tempestive, visti i forti guadagni realizzati successivamente dal mercato statunitense - nonostante gli utili del primo trimestre piuttosto contrastanti pubblicati negli Stati Uniti. Per le società dell'S&P 500 la crescita dei ricavi rimane inferiore alla media storica e le aspettative di utili sono soggette a continue revisioni al ribasso. Nel breve periodo è quindi necessaria una certa cautela, mentre in una prospettiva di lungo termine confermiamo la fiducia nell'azionario e intendiamo ricercare opportunità di acquisto sui minimi.

Le azioni europee sono in grado di sopravvivere a una "Grexit"?

LONG Il default sul debito greco sembra sempre più vicino e potrebbe essere seguito, anche se non necessariamente, dall'uscita della Grecia dall'euro. Sarebbe ingenuo pensare che possa trattarsi di un processo semplice: non sarà così, e l'aumento della volatilità a breve termine sarà inevitabile. Ma l'esposizione dei creditori privati verso l'economia greca è

nettamente inferiore rispetto ad alcuni anni fa e ci sono tutti i motivi per credere che le istituzioni (e le imprese) europee emergeranno da questo processo strutturalmente intatte.

In ambito obbligazionario i mercati emergenti sono ancora interessanti?

LONG Finora quest'anno le obbligazioni dei mercati emergenti - in valuta forte o locale - hanno offerto rendimenti interessanti, ma è sempre necessario un approccio selettivo a livello di singoli Paesi. Senza contare che i movimenti valutari, e non solo quelli delle valute emergenti, possono incidere sensibilmente sui rendimenti. Dall'inizio dell'anno a oggi, per esempio, gli investitori in euro che hanno investito in obbligazioni emergenti in valuta locale hanno ottenuto rendimenti assai più elevati rispetto agli investitori in dollari.

La deflazione continuerà a rappresentare un problema?

SHORT Nell'Eurozona l'inflazione dei prezzi al consumo rimane molto bassa, -0,1% su base annua nel mese di marzo, tuttavia considerato il miglioramento dei dati economici e il movimento al rialzo dei prezzi petroliferi la deflazione potrebbe rivelarsi un fenomeno di durata relativamente breve. Negli Stati Uniti anche il dato di marzo sull'inflazione dei prezzi al consumo per i consumatori urbani (CPI-U) è risultato leggermente negativo su base annua, ma positivo su base mensile, mentre l'inflazione salariale potrebbe ulteriormente contribuire a debellare i timori di deflazione.

LONG indica una risposta affermativa

SHORT indica una risposta negativa

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Non ci sono garanzie che le stime, gli obiettivi di investimento e/o i rendimenti attesi vengano raggiunti. La strategia di allocazione degli asset è soggetta a variazioni senza preavviso. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Agli investimenti è associato un certo grado di rischio. Il valore degli investimenti è soggetto a variazioni in aumento o in diminuzione e anche il capitale potrebbe essere a rischio. Gli investitori potrebbero non riuscire a recuperare in qualsiasi momento il capitale originariamente investito. Investimenti denominati in valuta estera sono soggetti a variazioni del tasso di cambio, le quali potranno determinare diminuzioni del valore, prezzo o rendimento dello strumento finanziario.

Portafoglio

La nostra view sulle asset class non tradizionali

Portafogli di strumenti alternativi

Considerate le caratteristiche peculiari degli investimenti alternativi liquidi e illiquidi, operiamo una distinzione tra le due categorie¹.

Investimenti alternativi liquidi

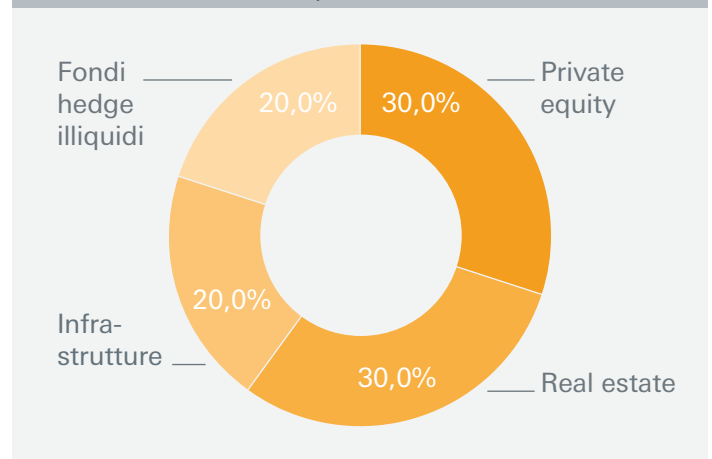
■ Macro/Commodity Trading Advisor (CTA)

Le divergenze di politica monetaria tra Stati Uniti ed Europa dovrebbero continuare ad alimentare trend sfruttabili in ambito FX e tassi. La forza del dollaro osservata quest'anno ha inoltre costretto i mercati emergenti a intraprendere percorsi di aggiustamento assai diversi tra loro, che dovrebbero creare una vasta gamma di opportunità sia da un punto di vista direzionale che di arbitraggio nelle valute locali e nei tassi. In ambito CTA, i modelli a breve termine devono essere favoriti rispetto ai trend follower a lungo termine, in quanto questi ultimi detengono ancora ampie posizioni lunghe sui tassi dei mercati sviluppati, nonché posizioni lunghe sui titoli azionari in generale. Nel breve periodo i modelli di mean reversion tendono a realizzare risultati migliori nei mercati confinati in un trading range e ai punti di inflessione, adeguando più velocemente i propri sistemi di trading ai nuovi trend. Questi sviluppi potrebbero essere estremamente rilevanti per i tassi statunitensi e forse anche per quelli europei, considerati gli attuali movimenti dei mercati.

■ Equity long/short

Le strategie azionarie market-neutral, focalizzate sull'arbitraggio sui fondamentali dei singoli titoli e neutrali in termini settoriali e regionali, dovrebbero continuare a realizzare risultati positivi. La dispersione dei titoli azionari rimane a livelli favorevoli, con una crescente differenziazione tra scarsi fondamentali e utili deludenti, da un lato, e annunci positivi sugli utili a fronte di fondamentali in via di miglioramento dall'altro. Le strategie azionarie direzionali long/short operano in un contesto di mercati azionari che oscillano tra livelli di prezzi equi e pieni. Quest'anno le azioni statunitensi potrebbero generare un limitato rialzo in

Investimenti alternativi illiquidi



previsione dell'avvio del ciclo di rialzi dei tassi da parte della Fed, che tuttavia si svolgerà in maniera graduale. Dopo l'ampio re-rating subito dall'inizio dell'anno, le azioni europee necessitano di una forte ripresa degli utili per giustificare i multipli attuali. Il recente riapprezzamento dell'euro non aiuta in tal senso.

Investimenti alternativi illiquidi²

■ Real estate

Negli Stati Uniti le condizioni economiche si confermano favorevoli. L'attuale ciclo di sviluppo prosegue a ritmi moderati, contribuendo a confermare la crescita del reddito nel mercato delle locazioni. Il settore industriale sembra evidenziare la traiettoria di crescita più sostenuta. In Europa le città tedesche di seconda fascia dovrebbero trarre crescenti vantaggi dalla forza dei prezzi sul mercato di prima fascia. Parallelamente al diffondersi della ripresa potrebbero emergere selezionate opportunità nei Paesi dell'Europa meridionale, prevalentemente in Spagna e Portogallo. La logistica europea rimane il segmento che sembra evidenziare i migliori fondamentali. Nei principali mercati asiatici (Australia, Giappone, Corea del Sud) il segmento logistica offre ancora una componente di reddito interessante e alcune qualità difensive. In Cina prosegue la ricapitalizzazione di alcune società di costruzioni in difficoltà, con la creazione di potenziali opportunità nei settori retail e residenziale.

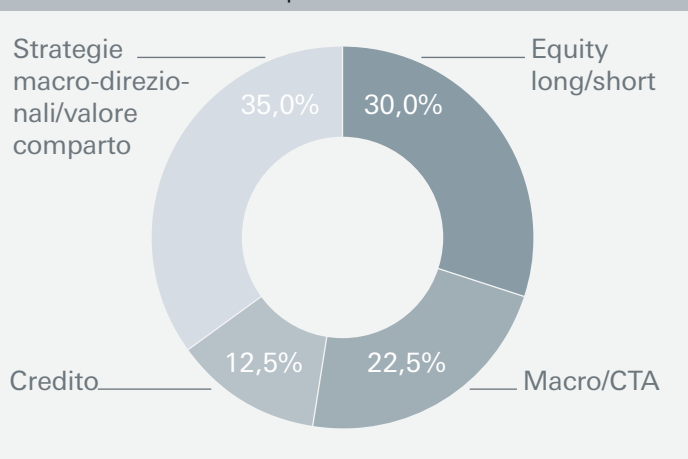
Fonte: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, Deutsche Bank AG Filiale London, dati al 18/5/15
 Questa strategia di allocazione degli asset potrebbe non essere idonea a tutti gli investitori. Nel nostro portafoglio modello bilanciato, gli investimenti alternativi si attestano attualmente al 10% (cfr. "Portafoglio").

¹ Questi portafogli potrebbero non essere idonei a tutti gli investitori.

² Non disponibile nei portafogli discrezionali. Gli hedge fund e altri investimenti classificati come veicoli di investimento comune non tradizionali non sono ritenuti idonei ai clienti individuali nel Regno Unito. Gli investimenti illiquidi possono essere difficilmente acquistabili o alienabili. La capacità del prodotto di rispondere alle condizioni di mercato può risultare ridotta e gli investitori potrebbero sperimentare oscillazioni di prezzo avverse al momento della liquidazione.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Non ci sono garanzie che le stime, gli obiettivi di investimento e/o i rendimenti attesi vengano raggiunti. La strategia di allocazione degli asset è soggetta a variazioni senza preavviso. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati.

Investimenti alternativi liquidi





Long o short, Hamish Mackenzie?

Il responsabile Infrastructure, Europe & Debt conferma il costante appeal di questa asset class

L'appeal degli investimenti infrastrutturali è in aumento?

LONG Il crescente interesse degli investitori per il settore infrastrutture è attribuibile alla natura essenziale di molti servizi infrastrutturali, alle elevate barriere all'ingresso e alla resilienza della performance lungo il ciclo economico. Alla base di un investimento infrastrutturale ci sono beni tangibili, inoltre i flussi di cassa degli investimenti tendono ad avere un orizzonte di lungo periodo e ad essere prevedibili per natura, fornendo quindi potenzialmente una buona copertura delle passività a lungo termine. Gli asset infrastrutturali possono inoltre offrire diversi gradi di protezione dall'inflazione.

La scelta dell'approccio di investimento ha un ruolo importante?

LONG In termini generali, prendiamo in considerazione i seguenti punti di ingresso: (i) infrastrutture non quotate (titoli di capitale o di debito), sotto forma di fondi chiusi o aperti; (ii) azioni infrastrutturali quotate; (iii) co-investimenti / investimenti diretti. Ciascuna di queste opzioni può fornire un ampio spettro di profili rischio-rendimento per rispondere alle esigenze degli investitori. In teoria i fondi offrono l'opportunità di perseguire strategie di investimento globali, regionali o di nicchia, anche se nella maggior parte dei casi tendono in realtà a focalizzarsi su una o due regioni.

Un contesto di inflazione persistentemente bassa (o alta) si rivelerebbe particolarmente problematico?

SHORT Gli asset regolamentati, quali le reti elettriche e gli oleodotti, possono avere meccanismi di definizione dei prezzi collegati all'inflazione. Gli asset legati al PIL o non regolamentati sono per loro natura più esposti al rischio di un rallentamento dell'attività economica che spesso si accompagna alla deflazione. Tuttavia, alcuni asset infrastrutturali sono in grado di mitigare gli effetti di una domanda interna stagnante grazie all'esposizione verso una consistente domanda internazionale, come dimostrano alcuni aeroporti internazionali.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Non ci sono garanzie che le stime, gli obiettivi di investimento e/o i rendimenti attesi vengano raggiunti. La strategia di allocazione degli asset è soggetta a variazioni senza preavviso. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Agli investimenti è associato un certo grado di rischio. Il valore degli investimenti è soggetto a variazioni in aumento o in diminuzione e anche il capitale potrebbe essere a rischio. Gli investitori potrebbero non riuscire a recuperare in qualsiasi momento il capitale originariamente investito.

Gli investimenti maturi e quelli iniziali presentano rischi diversi?

LONG Le infrastrutture mature sono generalmente considerate meno esposte al rischio di prezzo di mercato, ma possono essere soggette a rischi operativi e regolamentari. In questo ambito è molto importante conoscere approfonditamente la normativa applicabile. Per contro, le infrastrutture in fase di sviluppo/iniziale puntano maggiormente sull'apprezzamento del capitale per generare rendimenti e possono comportare una serie di rischi aggiuntivi, tra i quali il rischio di costruzione, i rischi di ramp-up e i rischi finanziari. La valutazione e la mitigazione del rischio attraverso la gestione attiva degli asset sono essenziali per ottenere una sovraperformance negli investimenti infrastrutturali.

Gli investitori istituzionali di grandi dimensioni hanno sempre un vantaggio?

SHORT Oggi la concorrenza nell'arena delle azioni infrastrutturali non quotate si focalizza perlopiù su attivi di grandi dimensioni, regolamentati e generalmente localizzati nel Regno Unito, in Germania o nell'Europa settentrionale. I grandi investitori istituzionali diretti e i fondi sovrani possono avere un vantaggio in quanto muovono ingenti capitale per ogni singola operazione. Ma gli altri investitori possono acquisire asset a prezzi ragionevoli sul mercato intermedio, dove la concorrenza è generalmente meno agguerrita. Gli asset manager attivi più esperti possono inoltre creare valore sfruttando le proprie competenze di strutturazione, operative, strategiche e finanziarie.

LONG indica una risposta affermativa

SHORT indica una risposta negativa

Gli hedge fund e altri investimenti classificati come veicoli di investimento comune non tradizionali non sono ritenuti idonei ai clienti individuali nel Regno Unito. Gli investimenti illiquidi possono essere difficilmente acquistabili o alienabili. La capacità del prodotto di rispondere alle condizioni di mercato può risultare ridotta e gli investitori potrebbero sperimentare oscillazioni di prezzo avverse al momento della liquidazione.

Le offerte e le vendite di investimenti alternativi sono soggette a requisiti normativi, e tali investimenti potrebbero essere riservati esclusivamente ad "investitori qualificati". Gli investimenti alternativi possono essere speculativi e comportare rischi significativi di illiquidità, maggiori perdite potenziali e mancanza di trasparenza.

Glossario

Definizioni dei principali termini utilizzati nel CIO View

Alexis Tsipras è stato eletto primo ministro della Grecia il 26 gennaio 2015.

L'**arbitraggio** consiste nello sfruttare il differenziale di prezzo tra due (o più) mercati.

L'**Associazione delle nazioni del sud-est asiatico (ASEAN)** è un'organizzazione politica ed economica costituita da 10 Paesi situati nel sud-est dell'Asia.

La **Banca centrale europea (BCE)** è la banca centrale per l'euro. Gestisce la politica monetaria dell'Eurozona, composta dai 19 stati membri dell'Unione europea.

Le **barriere all'ingresso** sono fattori che ostacolano l'entrata in un mercato (per esempio requisiti di capitale, quadro normativo, brevetti).

I **beni tangibili** sono investimenti in oggetti fisici (quali immobili e materie prime).

Una **bolla speculativa** è un mercato con valutazioni artificialmente elevate che potrebbe essere prossimo a scoppiare.

Bund è un termine comunemente utilizzato per indicare le obbligazioni emesse dal governo federale tedesco con scadenza a 10 anni.

Il **carry (di un attivo)** è il costo o il beneficio derivante dal possesso di tale attivo.

Le **cedole** sono pagamenti di interessi su un'obbligazione.

Le **città di fascia 1 e 2** sono considerate le migliori di un Paese - in ordine decrescente - da un punto di vista commerciale e di investimento.

La **Commissione europea (Commissione UE)** è l'organo esecutivo dell'Unione europea (UE), di cui rappresenta gli interessi.

Un **commodity trading advisor (CTA)** è un soggetto individuale o un'organizzazione che fornisce consulenza e servizi relativi alla negoziazione di contratti future, opzioni su materie prime e/o swap.

Corporate governance è un metodo di gestione e controllo delle aziende.

Il **CPI-U (Indice dei prezzi al consumo per tutti i consumatori urbani statunitensi)** misura i livelli di inflazione per la popolazione urbana degli Stati Uniti.

Il **Dallas Fed International House Price Index Database per la Germania** è un indice dei prezzi compilato dalla Fed di Dallas che include il settore immobiliare tedesco.

Deflazione descrive una situazione di sostenuto calo del livello generale dei prezzi di un'economia.

Dividendo è un pagamento con cui una società distribuisce ai propri azionisti una quota dei suoi utili.

Dracma è la valuta che Grecia utilizzava prima dell'euro.

Un **ETF (Exchange-traded fund)** è un titolo che replica un indice o un asset quale un fondo indicizzato, ma viene scambiato come un'azione su una borsa valori.

L'**euro (EUR)** è la valuta ufficiale dell'Eurozona.

L'**Eurozona** è formata da 19 stati membri dell'Unione europea che hanno adottato l'euro come moneta comune e unica valuta in corso legale.

Il **Federal Reserve Board statunitense (Fed)** è il consiglio dei governatori della Federal Reserve, incaricato di attuare la politica monetaria degli Stati Uniti.

Il **flusso di cassa** di una società comprende i flussi in entrata e in uscita generati da attività di finanziamento, operative o di investimento.

I **fondi aperti** sono fondi le cui azioni possono essere emesse e rimborsate in qualsiasi momento.

Un **fondo chiuso** è un fondo con un numero fisso di azioni/quote, negoziato attraverso una borsa valori.

Un **fondo sovrano** è un fondo di investimento posseduto da uno stato.

Grexit è il termine usato per descrivere un'eventuale uscita della Grecia dall'Eurozona, deliberatamente o per motivi accidentali.

High yield (HY) si riferisce a obbligazioni di categoria inferiore a investment grade.

Illiquido indica l'impossibilità di convertire facilmente un'attività finanziaria o un investimento in liquidità.

L'**indice Barclays High Yield** misura la performance dei titoli obbligazionari ad alto rendimento.

L'**indice CNX Nifty** è un indice ponderato in base alla capitalizzazione di mercato costituito dalle 50 più importanti società quotate in India.

L'indice **MSCI AC World Financials** rappresenta i titoli ad alta e media capitalizzazione di 45 Paesi sviluppati ed emergenti.

L'indice **MSCI Europe Banks** rappresenta i titoli ad alta e media capitalizzazione di 13 Paesi sviluppati europei.

L'indice **MSCI Indonesia** misura la performance dei titoli indonesiani ad alta e media capitalizzazione.

L'indice **MSCI Malaysia** misura la performance dei titoli malesi ad alta e media capitalizzazione.

L'indice **MSCI Philippines** misura la performance dei titoli filippini ad alta e media capitalizzazione.

L'indice **MSCI Thailand** misura la performance dei titoli thailandesi ad alta e media capitalizzazione.

L'indice **S&P 500** misura la performance dei 500 principali titoli azionari statunitensi ed è considerato ampiamente rappresentativo del mercato azionario Usa.

L'indice **S&P 500 Consumer Discretionary** misura la performance delle società incluse nell'indice S&P 500 classificate come appartenenti al settore dei beni voluttuari GICS.

Inflazione descrive un aumento del livello generale dei prezzi di un'economia.

Gli **investimenti diretti esteri (IDE)** sono finalizzati ad acquisire o detenere il controllo di una società in un Paese straniero, a differenza degli investimenti indiretti in un settore attraverso strumenti finanziari.

Liquidità è la capacità di vendere titoli rapidamente senza dover ridurre il prezzo in maniera significativa.

I **mercati emergenti (EM)** sono le economie che non hanno ancora raggiunto il pieno sviluppo in termini di efficienza di mercato, liquidità e altri fattori.

Monetizzazione descrive il processo di ricevere denaro per un servizio o bene precedentemente gratuito.

Un **mutuo ipotecario** è utilizzato per finanziare l'acquisto di immobili.

Le **obbligazioni governative/sovrane (titoli di debito)** sono obbligazioni (titoli di debito) emesse e possedute da un governo centrale.

Le **obbligazioni in valuta forte (titoli di debito)** sono obbligazioni (titoli di debito) emesse da persone giuridiche denominate in valute forti quali il dollaro USA, l'euro o il franco svizzero.

L'**Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio (OPEC)** è un'organizzazione costituita da alcune delle maggiori nazioni esportatrici di petrolio al mondo, creata allo scopo di coordinare le politiche sul petrolio dei propri membri e fornire agli stati membri aiuti tecnici ed economici.

Il **Piano Juncker**, la cui denominazione ufficiale è "Piano di investimenti per l'Europa", è un programma finalizzato a stimolare gli investimenti, spesso citato utilizzando il nome del suo principale sostenitore, il presidente della Commissione europea Jean-Claude Juncker.

Il **PowerShares Dynamic Leisure and Entertainment Portfolio** è un ETF focalizzato sul settore divertimenti, viaggi e intrattenimenti statunitense.

Il **Prodotto interno lordo (PIL)** è il valore di tutti i beni e servizi prodotti dall'economia di un Paese.

Un **punto base (pb)** equivale a 1/100 di un punto percentuale.

Il **rapporto, o multiplo, prezzo/utili (P/E)** è il rapporto tra il prezzo corrente di un titolo e il relativo utile per azione.

Re-rating si riferisce, per le azioni, a un cambiamento nella view di mercato che determina una significativa variazione nella valutazione di un singolo Paese, settore o area geografica.

Rendimento descrive il reddito generato da un investimento. Si riferisce agli interessi o ai dividendi percepiti da un titolo, calcolati di norma su base annua in percentuale sul costo di investimento.

Reversione alla media (mean reversion) è una teoria secondo cui i prezzi e i rendimenti tendono a tornare verso il loro valore medio.

Un **riacquisto di azioni** prevede che una società riacquisti azioni proprie.

Ricapitalizzazione è un importante cambiamento nella struttura di capitale di una società.

Rischio di prezzo di mercato è il rischio di perdite dovute ai movimenti dei prezzi di mercato.

Il **rischio di ramp-up** è il rischio associato alla crescente produzione/capacità di un'operazione.

Rischio morale è il pericolo che singoli individui od organizzazioni assumano più rischi di quanto appropriato perché convinti che qualcun altro si accollerà eventuali conseguenze negative.

Una **spirale salari-prezzi** è un circolo vizioso in cui gli aumenti salariali provocano aumenti di prezzi che a loro volta determinano aumenti dei salari, e così via (l'elemento scatenante possono essere i salari o i prezzi).

Le **stime di consenso** esprimono il valore medio di una serie di stime formulate da diversi analisti o broker su un determinato dato.

Le **strategie azionarie long/short** sono strategie di investimento che assumono una posizione lunga in singoli titoli azionari o settori per i quali si prevede un aumento di valore e una posizione corta in quelli che dovrebbero perdere valore.

I **Treasury USA** sono titoli di debito a interesse fisso del governo USA con diverse scadenze. I Treasury bill, o T-bill, hanno una scadenza massima di un anno. Le Treasury note, o T-note, hanno una scadenza compresa tra due e dieci anni. I Treasury Bond, o T-Bond, hanno una scadenza compresa tra venti e trent'anni.

La **Troika** è composta da Fondo monetario internazionale (FMI), Banca centrale europea (BCE) e Commissione europea.

L'**Unione europea (UE)** è l'unione politica ed economica di 28 stati membri situati prevalentemente in Europa.

Un'**unione fiscale** rappresenta l'integrazione delle politiche fiscali di diverse nazioni. Le decisioni relative all'esazione e all'impiego delle imposte sono assunte da istituzioni comuni.

Valore di libro è il valore netto delle attività materiali e immateriali di una società.

Brexit, fusione tra i termini "Britain" e "Exit", indica la possibile uscita del Regno Unito dall'Unione europea.

Volatilità è una misura statistica della dispersione dei rendimenti per un dato titolo o indice di mercato.

West Texas Intermediate (WTI) è una qualità di greggio utilizzata come benchmark per il prezzo del petrolio.

Il semaforo degli investimenti (pagine 8-9): commento sulla nostra view tattica e strategica

View Tattica:

- Il focus della nostra view tattica sul reddito fisso riguarda i trend dei prezzi obbligazionari, non i rendimenti.

View Strategica:

- Il focus della nostra view strategica sulle obbligazioni societarie riguarda i rendimenti, non i trend dei prezzi obbligazionari.
- Per le obbligazioni societarie e cartolarizzate/speciali, le frecce indicano il rispettivo spread rettificato per le opzioni (option-adjusted).
- Per le obbligazioni non denominate in euro la figura mostra lo spread rispetto ai Treasury USA, mentre per le obbligazioni denominate in euro indica lo spread rispetto ai Bund tedeschi.
- Per i titoli sovrani dei mercati emergenti, la figura mostra lo spread rispetto ai Treasury USA.
- L'andamento dello spread e del rendimento influenza il valore dell'obbligazione. Gli investitori che mirano a trarre vantaggio solo dall'andamento dello spread devono effettuare una copertura contro le variazioni dei tassi di interesse.

Disclaimer

Avvertenze legali

Messaggio pubblicitario con finalità promozionali.

Il presente documento è stato redatto da Deutsche Asset & Wealth Management esclusivamente a scopo informativo e non costituisce in alcun modo consulenza in materia di investimenti o ricerca in materia di investimenti e non è collegato con, e non costituisce la base di, qualunque contratto o impegno; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori.

Le informazioni contenute in questo documento non costituiscono consulenza in materia di investimenti, né produzione o diffusione di ricerca, ma costituiscono una mera descrizione dei mercati e si basano su dichiarazioni derivanti da fonti della società di gestione appartenente a Deutsche Asset & Wealth Management o pubblicamente disponibili, ritenute affidabili. Non è possibile garantire l'accuratezza, la correttezza o la completezza di tali dichiarazioni per le quali la società di gestione appartenente a Deutsche Asset & Wealth Management non è da ritenersi responsabile.

Tutte le opinioni date e qui rappresentate riflettono le valutazioni della società di gestione appartenente a Deutsche Asset & Wealth Management aggiornate alla data di produzione presente documento.

Le opinioni espresse in queste valutazioni possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Tutte le dichiarazioni derivano dalla valutazione della società di gestione appartenente a Deutsche Asset & Wealth Management sull'attuale situazione legale e fiscale.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. I rendimenti sono esposti al lordo degli oneri fiscali. I costi individuali quali le commissioni e le altre spese non sono state incluse e inciderebbero negativamente se lo fossero.

Prima dell'adesione leggere attentamente il prospetto e il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (Key Investor Information Document - cd. KIID) e/o la documentazione d'offerta vigente disponibile presso Deutsche Bank AG, Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH (Mainzer Landstrasse 178- 190, 60327 Francoforte sul Meno, Germania), presso Deutsche Asset & Wealth Management Investment S.A. (2, Boulevard Konrad Adenauer, 1115 Luxembourg), presso Deutsche Bank AG - Milan Branch (Via Filippo Turati 25/27, 20121 Milano), presso i Soggetti incaricati del collocamento e i Soggetti Incaricati dei Pagamenti, nonché sul sito www.DeutscheFunds.it.

© Deutsche Bank AG - Milan Branch, Giugno 2015

Deutsche Asset and Wealth Management è la divisione che racchiude in sé tutte le attività di asset management e wealth management di Deutsche Bank AG e delle società controllate. In Italia Deutsche Asset & Wealth Management fornisce prodotti e servizi alla propria clientela tramite le diverse società secondo quanto di volta in volta rappresentato nella specifica documentazione informativa e contrattuale.

Maggiori informazioni sui prodotti e servizi offerti sono disponibili sul sito www.DeutscheAWM.com.

Questo documento non costituisce sollecitazione, né può essere consegnato o impiegato per finalità di sollecitazione.

Responsabile del contenuto: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, 60612 Francoforte.
La traduzione del documento in Italiano è stata curata da Deutsche Bank AG - Milan Branch.