

CIO View



Scenario economico globale

L'instabilità dei mercati emergenti



Nove posizioni

Le nostre previsioni

Probabile temporaneo rallentamento della crescita economica globale.



Crescita del PIL 2016; Stime Deutsche AWM al 21/09/15* e 16/6/15**

Diminuisce il differenziale di crescita tra mercati emergenti e sviluppati.



Paesi esportatori di petrolio penalizzati dai bassi prezzi delle materie prime.



Il Federal Reserve Board statunitense (Fed) rimanda l'aumento dei tassi; il ritmo dei successivi rialzi sarà graduale.



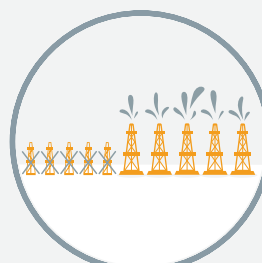
La Fed e i bassi livelli di inflazione potrebbero costringere la Banca centrale europea (BCE) a proseguire con l'allentamento quantitativo oltre settembre 2016.



La situazione del mercato dei capitali favorirà probabilmente il private equity e gli hedge fund.

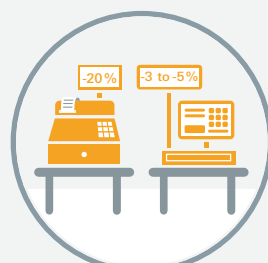


La risalita del prezzo del petrolio è tanto lenta quanto la riduzione della capacità produttiva.



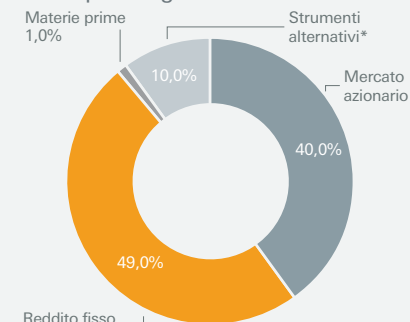
Stime Deutsche AWM al 21/9/15 per settembre 2016: \$55 al barile di West Texas Intermediate (WTI)

Stime di utili: lieve revisione al ribasso per i mercati sviluppati, netta revisione al ribasso per quelli emergenti.



Stime di utili a 12 mesi ridotte del 3-5% per le economie sviluppate e di oltre il 20% per le economie emergenti. Stime Deutsche AWM al 21/9/15

Strategia di allocazione degli asset del nostro portafoglio modello bilanciato:



* Gli strumenti alternativi non sono idonei a tutti gli investitori.

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 24/9/15

Lettera agli investitori

Investire in tempi binari

Il nervosismo pervade i mercati. La ristrutturazione della Cina e i dilemmi di politica monetaria sono fenomeni senza precedenti, ma la realtà è migliore di quanto non sembri.

Gli investitori dovrebbero pensarci bene prima di prendersi una pausa autunnale: dopo la frenesia di agosto e settembre, difficilmente potranno riprendere fiato in ottobre, mese turbolento per tradizione. Perché i mercati sono così irrequieti? Provo a dare una spiegazione.

L'attuale mercato rialzista dura da sei anni e mezzo. Alcuni hanno cercato e trovato parallelismi, in termini di analisi tecnica e valutazioni, con il 2000 e il 2007, anni in cui le borse si sono trovate a un punto di svolta. Questo naturalmente pone la questione della comparabilità. La storia si ripete, o fa solo rima con se stessa?

Forse ciò che rende comparabili questi tre periodi è il fatto che gli investitori, in ciascuna occasione, hanno dovuto affrontare situazioni senza precedenti e quindi impossibili da paragonare: nel 2000, dopo aver pagato di buon grado P/E a tripla cifra per le "società di internet", hanno visto crollare le valutazioni a fronte dei crescenti timori sugli effettivi meriti economici di questa nuova tecnologia, mentre alla fine del 2007 hanno iniziato a chiedersi se il driver di crescita più importante fino a quel momento, i consumi basati sul credito, avrebbe potuto mantenere quel ruolo. Oggi, invece, ci si chiede se le autorità cinesi e le banche centrali riusciranno a superare due grandi sfide del tutto nuove. Da un lato, c'è una nazione di oltre un miliardo di persone che negli ultimi 15 anni, in termini di dollari correnti, ha più che quadruplicato la propria quota nell'economia globale, ma al tempo stesso ha accumulato in tempi rapidi ingenti livelli di debito e ora vuole cambiare radicalmente il proprio modello di business. Dall'altro ci sono le banche centrali, che dallo scoppio della crisi finanziaria hanno più che triplicato i propri bilanci e ora devono trovare il modo di ridimensionarli. La Cina e le banche centrali mondiali riusciranno a realizzare questi obiettivi così diversi tra loro? Nessuno può dirlo. Gli investitori si trovano di fronte a un dilemma: non vogliono perdere nessuna opportunità di acquisto – e ogni battuta d'arresto dal 2009, in un certo senso, ha rappresentato un'opportunità – ma al tempo stesso non vo-

gliono trovarsi pienamente investiti se il mercato dovesse poi effettivamente scendere.

Ultimamente la Fed ha rimandato ancora una volta l'inizio della sua inversione di tendenza. Di sicuro avrà avuto i suoi motivi, ma il rischio è che si ritrovi a essere guidata dagli eventi, piuttosto che a guidarli. Tra l'altro, siamo davvero pronti a rinunciare al denaro facile? Il rinvio della Fed è quantomeno servito a creare un sentimento di mercato talmente negativo

che un aumento dei tassi di interesse, almeno per una volta, potrebbe essere addirittura accolto con favore. Oppure no?

Attualmente gli investitori sono divisi su molti aspetti: le economie sviluppate tratteranno i mercati emergenti, oppure subiranno una

frenata per causa loro? I consumatori occidentali faranno acquisti sufficienti a compensare la fragilità degli investimenti a livello mondiale? I soldi guadagnati dai consumatori grazie al basso prezzo del petrolio compenseranno le sofferenze dei produttori energetici? E infine, la situazione attuale è migliore di quanto non sembri? Queste sono le domande che ci siamo posti in occasione del nostro ultimo "strategy meeting" trimestrale. Secondo la nostra view la ripresa economica globale dovrebbe rimanere intatta, nonostante l'outlook più sottotono per alcuni mercati. Probabilmente si apriranno quindi nuove opportunità, giusto in tempo per il tradizionale rally di fine anno. Sempre che almeno questa storia decida di ripetersi.

// Pur con qualche nuvola all'orizzonte, il contesto rimane positivo. //



Asoka Wöhrmann,
Chief Investment
Officer Deutsche Asset
& Wealth Management
(Deutsche AWM) 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

Mercati emergenti sotto osservazione

All'inizio del 2015 l'Eurozona era considerata ancora un rischio per la crescita economica globale, mentre adesso i timori degli investitori si concentrano sui mercati emergenti.

Fino a poco tempo fa è stata l'Eurozona a dominare la scena, con i problemi della Grecia a minacciare la sua stessa esistenza, emblema dell'incapacità dell'Europa di trovare soluzioni comuni. I mercati azionari e l'euro non hanno comunque subito gravi ripercussioni, anzi l'euro si è addirittura ripreso nel secondo trimestre. Forse gli investitori non hanno permesso al dramma greco di distrarli dai progressi compiuti dalle economie periferiche dell'Eurozona, che grazie alle riforme strutturali hanno potuto ridurre sensibilmente i disavanzi delle partite correnti e di bilancio. Più di recente, invece, una svalutazione molto modesta del renminbi cinese è riuscita a far precipitare i mercati azionari internazionali (cfr. Outlook macroeconomico). I timori degli investitori si sono quindi spostati sui mercati emergenti.

I trend del PIL reale nelle economie sviluppate ed emergenti ci danno un'idea dei motivi alla base di questo cambiamento. La crescita è in fase di accelerazione dal 2012 nelle economie sviluppate, ma nelle economie emergenti sta diminuendo dal 2010. Questo scenario ha contribuito a dare slancio ai mercati azionari dei Paesi sviluppati negli ultimi quattro anni, mentre le azioni dei mercati emergenti hanno evidenziato un movimento laterale fino allo scorso agosto, quando sono scese a seguito della svalutazione del renminbi.

Nonostante le economie emergenti, nel complesso, stiano ancora crescendo più velocemente delle economie sviluppate, gli investitori sono sempre più preoccupati per la qualità di questa crescita. Il pensiero torna allo scoppio della crisi finanziaria nel 2007, che segnò un punto di svolta strutturale per l'economia mondiale in quanto i consumi e la spesa in conto capitale delle economie sviluppate crollarono, determinando una profonda recessione. Fu a quel punto che apparvero le prime crepe nel modello di crescita basato sulle esportazioni seguito da numerosi mercati emergenti. I governi e le aziende, spesso controllate dallo stato nei mercati emergenti, in molti casi ampliarono decisamente la spesa in conto capitale per stabilizzare le proprie economie, con la conseguente impennata del tasso di investimento, ovvero il rapporto tra spesa in conto capitale e PIL. Questo, a sua volta, si concretizzò nel positivo contributo alla crescita dell'economia globale fornito dai mercati emergenti e in particolare dalla Cina, persino nel 2009, l'anno peggiore della crisi.

Riduzione della crescita tendenziale

A partire dal 2010, tuttavia, nonostante un tasso di investimento molto elevato la crescita dei mercati emergenti ha iniziato a decelerare e il Fondo monetario internazionale (FMI) è giunto alla

conclusione che la crescita tendenziale dei Paesi emergenti sta diminuendo. Per il periodo dal 2008 al 2014 l'FMI aveva stimato una crescita tendenziale dei mercati emergenti a un tasso annuo del 6,5%, mentre le stime per il periodo 2015-2020 non vanno oltre il 5,2%.¹

Il rallentamento potrebbe essere esacerbato dall'assenza di riforme strutturali in molti mercati emergenti nel corso dell'ultimo decennio. Le politiche monetarie ultra-espansive delle economie sviluppate hanno indotto molti investitori a investire nei mercati emergenti, attratti dal vantaggio in termini di tasso di interesse e rassicurati dal fatto che queste economie avevano superato bene la crisi finanziaria. Ma in realtà questo contesto di finanziamento favorevole ha consentito ai mercati emergenti di celare una situazione di crescente debolezza economica. Un esempio è offerto proprio dalla Cina, dove le aziende dei settori acciaio, cemento ed energia solare hanno ricevuto ingenti prestiti finalizzati agli investimenti che hanno creato un sostanziale eccesso di capacità.

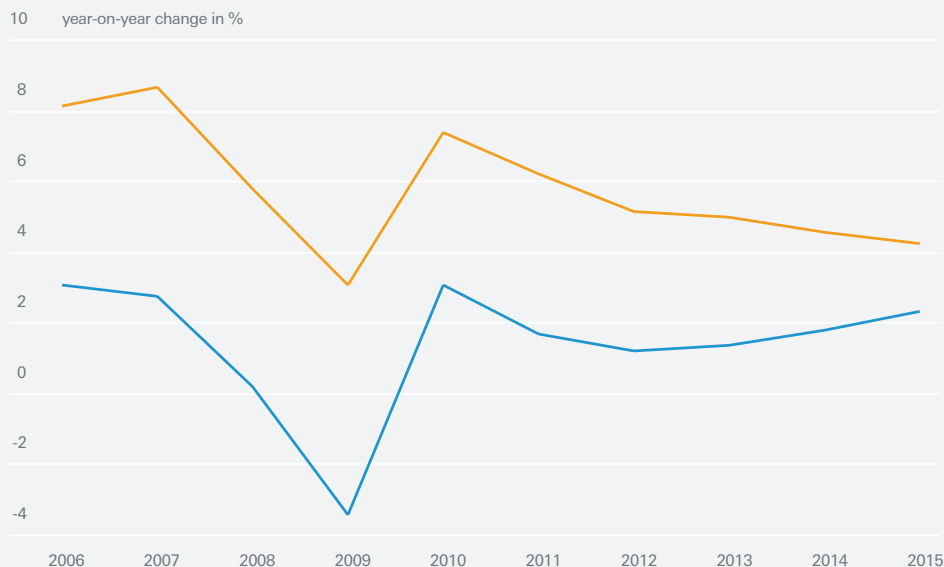
Questo modello di sviluppo economico ha inoltre determinato un sensibile aumento dell'indebitamento del settore corporate dei Paesi emergenti, non solo in termini nominali ma anche in rapporto al PIL. Se però la crescita generata da questi investimenti finanziati da debito rimane esigua, il pagamento degli interessi diventa un problema, mentre aumentano i rischi di default del credito e di fallimento delle imprese. Gli elevati tassi di investimento, associati all'aumento del rapporto di indebitamento e alla diminuzione della crescita, hanno reso i mercati emergenti molto più vulnerabili rispetto a prima. Le riforme economiche sono cruciali. India e Messico sono tra i Paesi emergenti che hanno già definito il percorso delle riforme. Anche in Cina la mentalità sta cominciando a cambiare, tuttavia il recente intervento dello stato nei mercati dei capitali ci ha ricordato come sia difficile per il Partito comunista cinese confrontarsi con le riforme di mercato. Nonostante i rischi ancora presenti, i Paesi che stanno attuando le riforme strutturali dovrebbero guadagnare attrattiva. I titoli azionari e obbligazionari delle economie che devono ancora affrontare il percorso delle riforme meritano invece uno sconto sulle valutazioni.

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.

¹ Fondo monetario internazionale: Outlook economico mondiale, dati ad aprile 2015

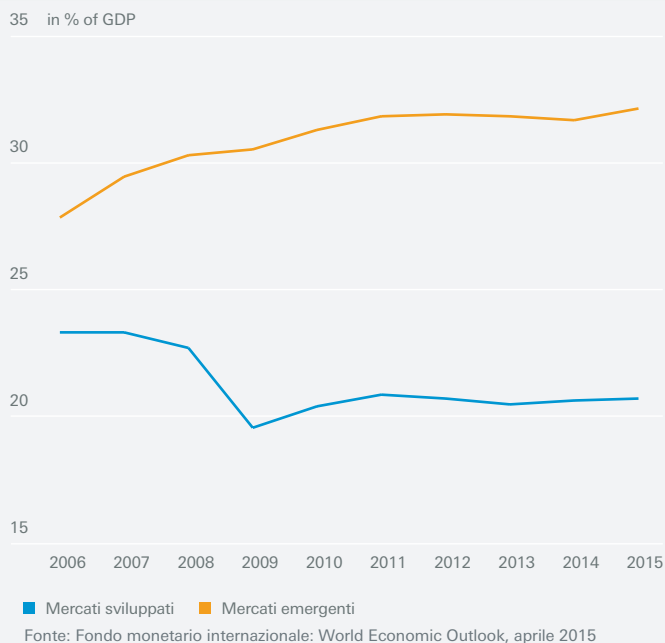
Crescita dell'economia reale



Differenziale di crescita in diminuzione

Prima della crisi finanziaria, i mercati emergenti hanno registrato tassi di crescita eccezionalmente sostenuti. Nel 2009, ossia in piena crisi, i Paesi emergenti sono persino riusciti a salvare dalla recessione l'economia mondiale. A partire dal 2010 il differenziale di crescita tra Paesi emergenti e sviluppati ha iniziato però a ridursi, con il contestuale rallentamento della crescita dei mercati emergenti.

Andamento dei tassi di investimento



Scarsa efficienza degli investimenti

Un elevato tasso di investimento associato al peggioramento delle dinamiche di crescita può essere indicativo della scarsa efficienza con cui sono investiti i capitali nei mercati emergenti. Difficili riforme strutturali si rendono quindi necessarie per aumentare l'efficienza degli investimenti. Ma queste riforme sono gravose, tanto che per i governi risulta particolarmente difficile ottenere un'ampia accettazione.

Mondo (crescita del PIL)

L'economia mondiale sta crescendo a un ritmo moderato, ma il rallentamento della crescita dei mercati emergenti è diventato motivo di preoccupazione.

3,5 %* (2016 F)

*Stime Deutsche AWM al 21/09/15



// Ci aspettiamo che la crescita globale rimanga moderata e probabilmente si indebolisca. Ciò è dovuto alla presenza di due diverse forze: una ripresa più debole del previsto nelle economie avanzate e un ulteriore rallentamento delle economie emergenti. //

Christine Lagarde, direttore del Fondo monetario internazionale, discorso del 1° settembre 2015



Mercati emergenti (crescita del PIL)

Nei mercati emergenti la crescita della produttività ha subito un netto calo a partire dal 2010, contribuendo di fatto al rallentamento della crescita di questi mercati.

4,5 %* (2016 F)

* Stime Deutsche AWM al 21/09/15



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").

Il quadro d'insieme

Le nostre previsioni strategiche

// La decisione della Fed di rinviare il primo aumento dei tassi è motivata non solo dall'andamento dell'economia USA, bensì anche dalla decelerazione della crescita dei mercati emergenti. //

Asoka Wöhrmann, Chief Investment Officer

Dati Economici

Crescita del PIL in percentuale (su base annua)

	2015 (F)		2016 (F)
Stati Uniti	2,3	↗	2,4
Eurozona	1,4	↗	1,6
Regno Unito	2,5	↘	2,2
Giappone	0,8	↗	1,2
Cina	6,8	↘	6,0
Mondo	3,2	↗	3,5

World (GDP growth)

3,2% ↗ 3,5 %
(2015F) (2016F)



Rivediamo al ribasso di 0,3 punti percentuali le nostre stime relative alla crescita globale nel 2016, che sarà ostacolata in particolare dalla decelerazione della crescita dei mercati emergenti.

Inflazione in percentuale (su base annua)

2015 (F) 2016 (F)



Nel corso del prossimo anno la costante ripresa dell'economia e il minore impatto del calo del petrolio dovrebbero favorire un aumento dell'inflazione nell'Eurozona.

La lettera "F" indica una stima ("Forecast"). Le nostre stime sono aggiornate al 21/9/15.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. 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. 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.

Mercati dei capitali

Mercati azionari (valore dell'indice in punti)

	Attuale*		Sett 2016(F) ²	▲(%)**
Stati Uniti (S&P 500 Index)	1.943	↗	2.160	13
Europa (STOXX Europe 600 Index)	347	↗	390	16
Eurozona (EURO STOXX 50 Index)	3.076	↗	3.600	21
Germania (DAX) ¹	9.571	↗	11.400	19
Regno Unito (FTSE 100 Index)	5.936	↗	6.500	13
Giappone (MSCI Japan Index)	889	↗	1.020	17
Indice MSCI Emerging Markets ³	808	→	790	1
Indice MSCI AC Asia ex Japan ³	497	↗	510	6
Indice MSCI EM Latin America ³	1.920	↘	1.700	-9

Germania (DAX)¹

9.571 ↗ 11.400

(Attuale*)

(Settembre 2016F)



La recente ondata di vendite è il risultato dei deludenti dati sulla crescita cinese e della svalutazione del renminbi. Il DAX ha subito ingenti perdite e ora presenta valutazioni moderate rispetto agli altri mercati europei.

Rendimenti dei mercati dei capitali (titoli sovrani) in percentuale

	Attuale***		Sett 2016 (F)
Stati Uniti, 2 anni	0,68	↗	1,35
Stati Uniti, 10 anni	2,10	→	2,25
Stati Uniti, 30 anni	2,88	→	2,90
Germania, 2 anni	-0,26	→	-0,20
Germania, 10 anni	0,59	→	0,75
Regno Unito, 10 anni	1,77	→	2,15
Giappone, 2 anni	0,01	→	0,00
Giappone, 10 anni	0,36	→	0,35

Germania, 10 anni

0,59% → 0,75%

(Attuale***)

(Settembre 2016F)



I ridotti livelli di inflazione indurranno probabilmente la BCE ad ampliare il suo programma di quantitative easing (QE). I rendimenti dei Bund decennali dovrebbero aumentare solo moderatamente.

La lettera "F" indica una stima ("Forecast"). Le nostre stime sono aggiornate al 21/9/15

* Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati al 22/09/15

** Il rendimento complessivo atteso include gli interessi, i dividendi e le plusvalenze, ove applicabili.

*** Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati al 28/09/15

¹ Indice total return (dividendi inclusi)

² Le nostre stime riferite al mercato azionario sono aggiornate al 23/9/15

³ In dollari USA

Materie prime in dollari USA

	Attuale*		Sett 2016 (F)	▲(%)**
Greggio (WTI)	46	↗	55	20
Oro	1.125	↗	1.250	11
Argento	15	↗	19	29
Rame (LME)	5.078	↗	6.700	32
Alluminio (LME)	1.589	↗	1.800	13

Greggio (WTI)

46 ↗ 55

(Attuale*)

(Settembre 2016F)



LME = London Metal Exchange, WTI = West Texas Intermediate

Negli Stati Uniti, la produzione di shale oil e il numero di pozzi petroliferi sono scesi a causa delle ridotte quotazioni petrolifere. Al contempo, la domanda di petrolio è in aumento. Risultato: prezzi del petrolio in salita.

Tassi di riferimento in percentuale

	Attuale*		Sett 2016 (F)
Stati Uniti (federal funds rate)	0-0,25	↗	0,75-1,00
Eurozona (refi rate)	0,05	→	0,05
Regno Unito (repo rate)	0,50	↗	0,75
Giappone (overnight call rate)	0,10	→	0,10

United States (federal funds rate)

0 - 0,25% ↗ 0,75 - 1,00%

(Attuale*)

(Settembre 2016F)



La Fed ha rinviato il primo rialzo dei tassi a causa della decelerazione della crescita in Cina e della volatilità dei mercati dei capitali. Si presume che il primo intervento sui tassi sarà effettuato a dicembre.

Valute

	Attuale***		Sett 2016 (F)	▲(%)**
EUR vs. USD	1,12	↘	1,00	-11
USD vs. JPY	120	↗	130	9
EUR vs. CHF	1,09	→	1,13	3
GBP vs. USD	1,52	→	1,49	-2
USD vs. CNY	6,37	↗	6,65	4

USD vs. JPY

120 ↗ 130

(Attuale***)

(Settembre 2016F)



La Bank of Japan è ancora lontana dal raggiungimento del target di inflazione, pertanto il QE dovrebbe essere confermato. L'elevato differenziale dei tassi tra Stati Uniti e Giappone potrebbe indebolire ulteriormente lo yen.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. 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. 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

Fino a giugno 2016
1-3 mesi

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	●	
Stili		
Small and mid cap	●	

*Dati al 22/9/15

**Dati al 28/9/15

Fonte: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH

Fino a giugno 2016
1-3 mesi

Reddito fisso**		
Tassi		
U.S. Treasuries (2 anni)	●	↗
U.S. Treasuries (10 anni)	●	→
U.S. Treasuries (30 anni)	●	→
UK gilts (10 anni)	●	→
Periferia Eurozona	●	↘
Bund tedeschi (2 anni)	●	→
Bund tedeschi (10 anni)	●	→
Japanese government bonds (2 anni)	●	→
Japanese government bonds (10 anni)	●	→
Titoli Corporate		
Investment grade USA	⊙	↘
High yield USA	●	↘
Investment grade EUR ¹	●	↘
High yield EUR ¹	⊙	↘
Asia credit	●	↗
Emerging market credit	●	↗
Titoli cartolarizzati/speciali		
Covered bonds ¹	⊙	↘
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 dei mercati emergenti	●	→
Investimenti alternativi*		
Infrastrutture	●	↗
Materie prime	●	↗
Real estate (quotati)	●	↗
Real estate (non quotati)	●	↗
Hedge fund	⊙	↗
Private equity ²	●	→

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.

Europa (azioni)



I titoli azionari europei sono ancora sostenuti dalla solidità dei dati economici e finanziari quali crescita del credito, indagini sulla fiducia delle imprese e dinamiche degli utili. Confermiamo comunque la nostra posizione neutrale sulle azioni europee, con una particolare predilezione per quei titoli dell'Eurozona che sono destinati a trarre maggiore vantaggio non solo dalla relativa solidità del dollaro USA, ma anche dalle ridotte quotazioni petrolifere.

Giappone (azioni)



L'esposizione verso le azioni giapponesi è stata aumentata a sovrappeso. Dato che il mercato ha perso circa il 15% rispetto ad agosto, probabilmente questo è il momento adatto per sfruttarne i vantaggi sottostanti, tra cui le più solide dinamiche degli utili a livello regionale e l'aumento di dividendi e investimenti, oltre alle principali riforme della corporate governance che hanno iniziato a portare frutti.

Mercati emergenti (azioni)



A seguito della revisione a quota zero delle previsioni di crescita degli utili dei mercati emergenti a 12 mesi, abbiamo ridotto a sottopeso l'esposizione alle azioni dei mercati emergenti. Nonostante la forte ondata di vendite che ha investito questi mercati, non sono da escludere ulteriori battute d'arresto, soprattutto in America Latina dove le stime di consensus relative alla crescita degli utili 2016 appaiono irrealistiche.

Finanziari (azioni)



Confermiamo il sovrappeso sui finanziari. I bilanci sono in continua ripresa, i dividendi distribuiti sono in aumento e le valutazioni si confermano moderate in termini storici. Nel breve periodo anche la politica monetaria dovrebbe incidere sensibilmente sui finanziari. Il trend di indebolimento evidenziato di recente potrebbe subire un'inversione di tendenza qualora la Fed rivedesse i tassi prima della fine dell'anno.

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 piccoli grafici a lato.

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

View strategica fino a settembre 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.

Investment grade USA



Siamo tornati ad assumere un posizionamento neutrale rispetto ai titoli investment grade USA. I premi al rischio hanno subito un ampliamento tale da riuscire a offrire un margine sufficiente a coprire il rischio di default. Anche il rinvio del primo rialzo dei tassi da parte della Fed gioca a sfavore di una posizione di sottopeso. Inoltre, l'eccesso di offerta dei mesi estivi si sta stabilizzando.

High yield EUR



L'esposizione all'high yield EUR è stata aumentata a sovrappeso. Nel medio periodo questo segmento dovrebbe essere sostenuto da ridotti tassi di default, rating favorevoli, domanda elevata, una ridotta quota nei settori estrattivo ed energetico e premi al rischio di mercato storicamente elevati.

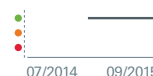
Il Brasile e gli emittenti del settore automotive potrebbero tuttavia deprimere temporaneamente il sentiment.

Covered bonds



L'esposizione ai covered bond è stata ridotta a sottopeso. Questi titoli non sono infatti usciti indenni dall'aumento della volatilità, inoltre potrebbero essere penalizzati dai timori di una riduzione degli acquisti di covered bond da parte della BCE. Nel breve periodo il mercato sta inoltre risentendo del sostenuto flusso di nuove emissioni che risultano superiori alla domanda.

Hedge fund



Questo contesto di mercato dovrebbe favorire la sovraperformance degli hedge fund. Infatti quando i mercati sono nervosi e caratterizzati da movimenti laterali risultano particolarmente idonei a strategie azionarie market neutral e strategie macro discrezionali che sfruttano le divergenze regionali.

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 Treasury USA, salvo ove diversamente indicato. ↗ 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 per gli investitori long-only.

↗ ↗ potenziale di rendimento positivo per gli investitori long-only

→ limitate opportunità di rendimento e rischio di ribasso

↘ ↘ elevato rischio di ribasso per gli investitori long-only

¹ Spread rispetto ai Bund tedeschi

² I semafori rappresentano indicatori validi solo per i portafogli di private equity esistenti.

Per ulteriori informazioni si rimanda al 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. 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

In cerca di una leadership – dovremmo preoccuparci per le obbligazioni corporate statunitensi?

I mercati odiano le sorprese ma anche l'incertezza. Anche se la decisione della Fed di non intervenire sui tassi di interesse era nell'aria da tempo, l'incertezza della politica monetaria statunitense resta un problema. Janet Yellen non ha voluto commettere un errore politico, ma sicuramente è consapevole che anche rinviare questo tipo di decisioni può avere conseguenze negative.

Mentre torniamo quindi a parlare delle probabili tempistiche del prossimo rialzo dei tassi della Fed, chi investe nelle obbligazioni corporate statunitensi dovrebbe preoccuparsi di tali conseguenze? Pensiamo di no.

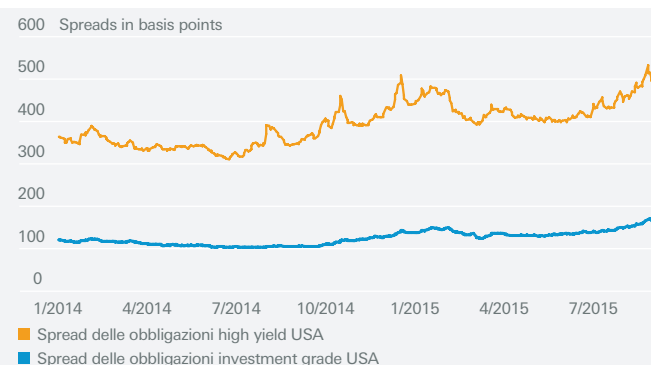
Gli spread delle obbligazioni investment grade e high yield statunitensi si erano ampliati in misura piuttosto significativa già prima della riunione della Fed. Per quanto riguarda l'high yield USA, ciò è dipeso essenzialmente dal settore dell'energia e delle risorse di base, dove ci aspettiamo di assistere a un aumento dei default. Se escludiamo questo settore, le prospettive appaiono decisamente più rosee: le società trarranno vantaggio dall'allungamento delle scadenze effettuato in precedenza e, più in generale, dalle limitatissime esigenze di rifinanziamento previste per il 2016 e 2017. In rapporto agli utili, gli interessi passivi sono contenuti e in diversi settori i nuovi costi di rifinanziamento dovrebbero risultare ancora inferiori alle cedole in scadenza.

I dati empirici relativi alla performance delle obbligazioni high yield statunitensi dopo un incremento del tasso target sui Fed Funds risultano piuttosto contrastanti. Da una recente analisi di Citibank sono emerse alcune indicazioni di una riduzione dei premi al rischio, soprattutto quando anche i tassi dei Treasury USA avevano subito un'impennata in un breve periodo di tempo.¹ Sempre secondo Citibank, lo stesso trend è stato evidenziato dai titoli statunitensi investment grade in cinque dei

sei cicli di rialzo dei tassi registrati dal 1980, con una flessione media dei premi al rischio nell'ordine dei 20 punti base (pb).

Questo ci insegna che gli investitori non dovrebbero restare cristallizzati sulle proprie posizioni, bensì valutare le opportunità che si profilano sulla base dei dati storici illustrati. In sostanza, il contesto macroeconomico è probabilmente più importante rispetto alle tempistiche del prossimo rialzo dei tassi della Fed e, pur non attendendoci un'impennata della crescita USA, prevediamo un progressivo miglioramento che dovrebbe favorire le aziende statunitensi. Di conseguenza, per quanto una leadership della Fed sarebbe accolta con favore, gli investitori possono già guardare oltre l'attuale impasse.

Spread delle obbligazioni high yield e investment grade statunitensi, 2014-15*



Già nel periodo antecedente l'ultima riunione della Fed gli spread delle obbligazioni high yield e investment grade statunitensi avevano registrato un ampliamento. Ma la storia insegna che i premi al rischio possono scendere quando è in corso un ciclo restrittivo.

Fonti: Bloomberg Finance L. P., Thomson Reuters Datastream, Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, dati a settembre 2015
* Spread rispetto ai rendimenti dei Treasury USA

¹ Citi Research: Credit Strategy Q3, 2015 – Buy or Sell? The state of the credit markets? Dati al 17/9/15

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 per i mercati azionari

Mercati emergenti – valutazioni non più costose, ma neppure abbastanza convenienti

Quando si tratta di investire in borsa, talvolta il coraggio viene premiato. Chi nell'ottobre 1998, durante il periodo più difficile della crisi asiatica, ha investito nelle azioni dei mercati emergenti si è trovato nel 2007 con un investimento sei volte maggiore. L'integrazione della Cina nell'economia mondiale e, con essa, il boom delle materie prime hanno sostenuto con vigore le borse di Brasile, Russia, India e Cina. Di contro, chi nello stesso periodo ha investito nei mercati consolidati si è dovuto accontentare di un rendimento relativamente più esiguo, nell'ordine del 100%.¹

A metà del 2010 la situazione è cambiata. Stando all'indice MSCI Emerging Markets, gli investitori nei mercati emergenti potevano, nella migliore delle ipotesi, preservare il capitale investito. Le ultime correzioni del mercato hanno riportato in auge i mercati consolidati, mentre le eccezionali performance dei mercati emergenti appaiono ormai solo un lontano ricordo. Cosa ci aspetta?

La crescita economica cinese dovrebbe confermarsi nettamente inferiore ai tassi a doppia cifra raggiunti in passato. Questo è dovuto in parte al passaggio dal "Made in Cina" al "Consumato in Cina", come dimostra anche la diminuzione della domanda di materie prime, che a sua volta figura tra le cause del sensibile calo dei prezzi delle commodity. Poiché non si prevedono inversioni di tendenza, per i Paesi emergenti esportatori di materie prime la strada sarà ancora in salita.

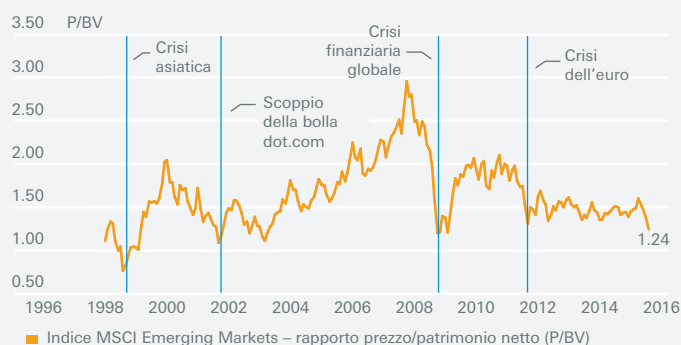
Molte società dei mercati emergenti hanno sfruttato la politica dei bassi tassi di interesse seguita dalle maggiori banche centrali per finanziare la crescita alzando i livelli di indebitamento. L'aumento è preoccupante e alimenta i timori per la vulnerabilità di queste aziende quando la Fed cambierà corso. In base al rapporto tra indebitamento netto e utili (EBITDA), da circa un anno le società dei mercati emergenti sono più indebitate di quelle dei Paesi

¹ Performance misurata in base all'indice MSCI Emerging Markets e all'indice MSCI World Index, rendimento complessivo in dollari USA riferito al periodo da marzo 1999 a ottobre 2007. Fonte: FactSet Research Systems, Inc.

industrializzati: in otto anni il loro livello di indebitamento è aumentato di sette volte, a 1,4.

Per il 2016 gli analisti si aspettano attualmente una sensibile crescita degli utili (+11%) nei mercati emergenti. Questa stima appare troppo ottimistica, particolarmente il 25% previsto per l'America Latina. D'altro canto, a seguito del recente sell-off le azioni emergenti sono scambiate con un rapporto prezzo/valore (P/B) pari solo a 1,2. Questa valutazione è in linea con i livelli di crisi del 2001 e 2008 (cfr. grafico), pertanto il potenziale di ulteriori perdite dei mercati azionari emergenti dovrebbe essere limitato. Non ci aspettiamo che la Cina trascini in recessione l'economia mondiale. Negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone, mercati che hanno anch'essi sofferto, le revisioni al ribasso delle stime sugli utili dovrebbero risultare quindi nettamente inferiori rispetto ai mercati emergenti. Nel corso del prossimo anno questi mercati sviluppati potrebbero pertanto offrire un potenziale di ripresa più elevato.

Negoziazioni prossime ai minimi storici



In futuro le ridotte valutazioni prezzo/patrimonio netto dovrebbero contribuire a limitare il rischio di ribasso delle azioni dei mercati emergenti.

Fonti: FactSet Research Systems Inc., Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH. Indebitamento misurato come rapporto tra passività finanziarie nette e EBITDA, 2007-2015, novembre 2015.

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

■ Mercati azionari

In generale confermiamo il nostro ottimismo rispetto alle azioni dei mercati sviluppati, i cui rendimenti dovrebbero posizionarsi nel range 10-15% in un orizzonte a 12 mesi. Tuttavia, ci troviamo in una fase matura del mercato e non si possono escludere periodi di elevata volatilità mentre le valutazioni tornano ai livelli storici. Ne consegue che potrebbero essere necessarie variazioni nell'allocation tattica. Siamo invece decisamente più prudenti verso i mercati emergenti in quanto i mercati asiatici risentono dei rapporti commerciali con la Cina. Le azioni dell'America Latina saranno probabilmente le più deludenti, in parte a causa dei problemi che riguardano il Brasile.

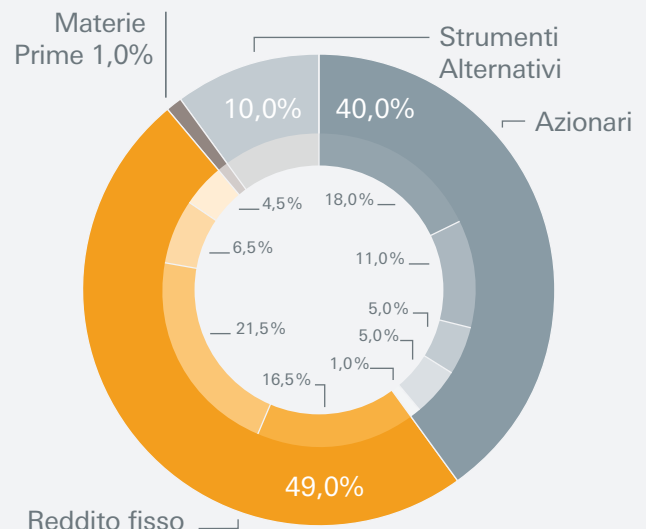
■ Reddito fisso

Nel momento in cui la Fed darà il via al ciclo di rialzo dei tassi, con tutta probabilità il prossimo dicembre, i rendimenti dei Paesi principali subiranno un rialzo, per quanto non particolarmente accentuato. I mercati delle obbligazioni europee e giapponesi continueranno a beneficiare del supporto fornito dalle politiche monetarie accomodanti di BCE e Bank of Japan (BOJ). Siamo cauti rispetto alle obbligazioni investment grade statunitensi ma continuiamo a ravvisare opportunità nell'high yield. Le obbligazioni dei mercati emergenti possono offrire elevati livelli di carry, che tuttavia comportano un incremento del rischio, almeno nel breve periodo, e rendono quindi essenziale adottare un approccio molto selettivo. L'aumento dei titoli di debito denominati in dollari USA nei mercati emergenti è motivo di preoccupazione.

■ Materie prime

Pur essendo destinate a salire dai bassi livelli attuali, le quotazioni petrolifere cresceranno solo lentamente, tanto che prevediamo per il greggio WTI il raggiungimento dei \$55 al barile in un orizzonte di 12 mesi. Nonostante la buona tenuta della domanda petrolifera in un contesto di indebolimento della crescita dei mercati emergenti, il mercato resta caratterizzato da un eccesso di offerta sebbene alcuni segnali mostrino già un possibile rallentamento della produzione statunitense di shale oil. Probabilmente l'oro sarà negoziato in un range ristretto a causa della solidità del dollaro USA; l'interesse che esercita in qualità di "porto sicuro" potrebbe aumentare in presenza di un prolungato periodo di turbolenza del mercato. Per quanto riguarda le materie prime, ravvisiamo solo limitate opportunità che ci inducono a mantenere un'allocatione limitata.

Europa, Medio Oriente e Africa



Mercati azionari		suggested weight
Mercati sviluppati		34,0%
Stati Uniti		18,0%
Europa		11,0%
Giappone		5,0%
Mercati Emergenti		6,0%
Asia ex Giappone		5,0%
America Latina		1,0%
Reddito Fisso		
Titoli di credito		16,5%
Titoli sovrani		21,5%
Titoli Mercati Emergenti		6,5%
Liquidità		4,5%
Materie Prime		
Materie Prime		1,0%
Strumenti Alternativi		
Strumenti Alternativi		10,0%

Fonti: Regional Investment Committee (RIC), Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, Deutsche Bank (Suisse) SA, dati al 24/09/15. Strategia di allocazione degli asset suggerita agli investitori in dollari. Questa strategia di allocazione degli asset potrebbe non essere idonea a tutti gli investitori.

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.

² Gli investimenti alternativi sono trattati separatamente nel capitolo successivo. Gli strumenti alternativi non sono idonei 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).

Gli investitori dei mercati azionari dovranno imparare a convivere con la volatilità?

LONG Confermiamo le nostre attese di un modesto rialzo dei mercati azionari, ma siamo d'altra parte convinti che la volatilità sia destinata a persistere; come abbiamo visto negli ultimi mesi, le inversioni di tendenza sono in grado di erodere rapidamente i guadagni ottenuti da inizio anno. Inoltre i multipli di valutazione dei titoli azionari tendono a scendere dopo il rialzo dei tassi della Fed e riteniamo che le valutazioni si stiano gradualmente riportando verso le medie storiche. Le opportunità quindi non mancheranno, ma gli investitori dovranno imparare a convivere con gli improvvisi movimenti rialzisti e ribassisti del mercato.

I mercati emergenti potrebbero confermarsi particolarmente vulnerabili?

LONG Le previsioni che vedevano in difficoltà i mercati emergenti nel periodo antecedente alla decisione sui tassi della Fed hanno trovato conferma. Non era invece stato previsto che i timori sulla crescita cinese potessero alimentare la preoccupazione generale per la solidità di lungo periodo dei mercati emergenti, ulteriormente minacciata dall'impatto dei bassi prezzi delle materie prime su alcune economie. Di conseguenza, anche quando le intenzioni della Fed diverranno più chiare i mercati emergenti non potranno comunque risolvere i propri problemi nell'immediato e resteranno vulnerabili alle inversioni di tendenza.

Cambierà l'impatto della Cina sui mercati azionari sviluppati?

LONG Gli USA vantano la minore esposizione verso l'economia cinese: secondo le stime, il 3% degli utili delle società incluse nell'indice S&P 500 risulta legato alla Cina. Germania e Giappone sono i Paesi più esposti, con un 20% circa degli utili dell'indice collegati alla Cina. In questo caso, un taglio delle stime sull'EPS (Earning-per-share) appare prudente alla luce delle difficoltà in cui versa la Cina. Ma qualsiasi calcolo relativo all'effetto dei diversi scenari di crescita della Cina non può che essere speculativo dal momento che non possiamo prevederne gli effetti secondari o le possibili reazioni a livello politico.

I titoli sovrani dei Paesi principali saranno sempre un "porto sicuro"?

SHORT Non si dovrebbe mai dare nulla per scontato. Basti ricordare, a titolo di esempio, la minima flessione con cui i rendimenti delle obbligazioni sovrane tedesche hanno reagito, a inizio anno, alla netta correzione del mercato azionario. Dagli elevati livelli di value at risk (VaR) risulta evidente come il passaggio alle obbligazioni non abbia aiutato i gestori a ridurre il rischio, ma anche i rendimenti negativi hanno avuto il loro peso in questo frangente. È inoltre possibile che altri problemi entrino in gioco in altri mercati delle obbligazioni sovrane, ad esempio i timori per le vendite cinesi di Treasury USA nel tentativo di preservare il valore dello yuan cinese.

Conferma una view ampiamente positiva rispetto all'high yield statunitense?

LONG Nel 2015 i timori per la crescita globale e le ridotte quotazioni petrolifere hanno gettato un'ombra sull'high yield USA. Sebbene questa situazione sia stata paragonata ai default del 1998/9 nel settore delle telecomunicazioni, i due periodi non appaiono del tutto confrontabili dal momento che la ponderazione dell'energia all'interno dell'indice risulta decisamente inferiore a quella delle telecomunicazioni in quegli anni. Gli elevati volumi di nuove emissioni registrati negli ultimi anni hanno inoltre contribuito a estendere le scadenze di breve periodo e hanno ridotto gli attuali rischi di rifinanziamento. Pur trattandosi di un'asset class da tenere sotto osservazione, confermiamo una view ampiamente positiva sui titoli di debito high yield statunitensi.

L'euro manterrà il suo ruolo di valuta di finanziamento?

LONG Nel corso dell'ultimo anno, i mercati hanno realizzato che l'impegno della BCE al mantenimento di una politica monetaria estremamente accomodante per un periodo di tempo prolungato fa dell'euro un'interessante valuta di finanziamento. In questi termini anche l'acuirsi dei timori del mercato rispetto alla Grecia nei primi mesi di quest'anno è risultato favorevole. Visto che il quantitative easing (QE) della BCE pare destinato a continuare per un certo periodo, l'euro dovrebbe mantenere questo ruolo di valuta di finanziamento. Tuttavia non è certo che la solidità della moneta unica possa essere confermata anche in un periodo di forte tensione a livello finanziario. Il dollaro USA riaffermerà probabilmente il suo ruolo di storico "porto sicuro", favorito dallo spessore e dalla liquidità del mercato dei Treasury USA.

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

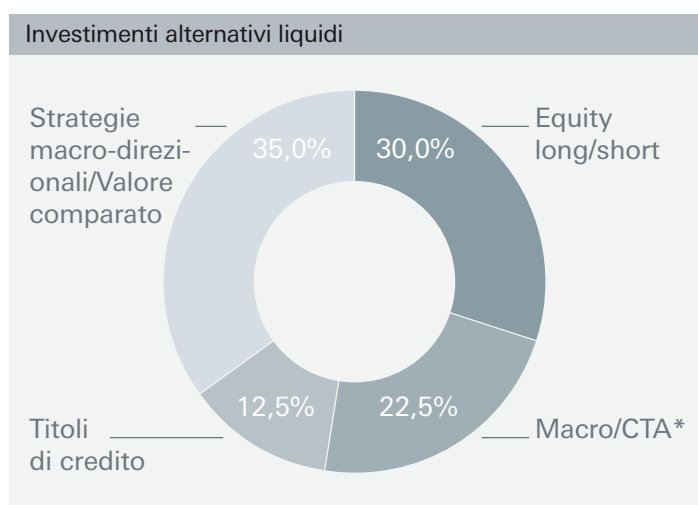
Portafogli di strumenti alternativi

Considerate le diverse caratteristiche degli investimenti alternativi liquidi e illiquidi, operiamo una distinzione tra selezionati strumenti delle due categorie¹.

Investimenti alternativi liquidi

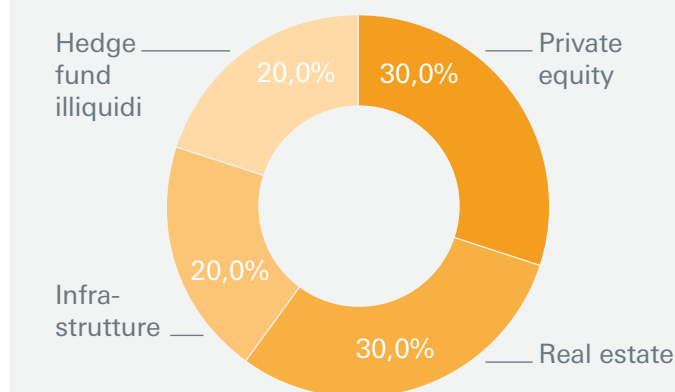
■ Macro/CTA*

Quasi tutti i gestori global macro hanno realizzato rendimenti positivi nel corso dell'anno, riuscendo a superare la recente impennata della volatilità di mercato in condizioni migliori rispetto alla maggior parte delle altre strategie basate sugli investimenti alternativi liquidi. Nello specifico riteniamo che le persistenti divergenze di politica monetaria all'interno delle economie sviluppate e tra economie sviluppate ed emergenti dovrebbero continuare a definire il contesto di negoziazione in cui dovranno operare i gestori global macro nei prossimi 12 mesi. La forza del dollaro USA ha necessariamente comportato una serie di molteplici aggiustamenti sui mercati emergenti che dovrebbero continuare a generare un'ottima pipeline di opportunità sia da un punto di vista direzionale sia di arbitraggio nelle valute locali e nei tassi.



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 illiquidi



Investimenti alternativi illiquidi²

■ Real estate

Negli Stati Uniti, la sostenuta crescita dei canoni di locazione, l'aumento dei tassi di occupazione e il rinnovo (rolling over) dei contratti di locazione sottoscritti durante la crisi ai tassi più elevati attualmente offerti dal mercato dovrebbero offrire notevole sostegno ai flussi di cassa e al valore degli immobili. Fatta eccezione per un ridotto numero di mercati, quest'anno dovremmo assistere a un'ulteriore accelerazione della ripresa delle locazioni prime di uffici in Europa, con previsioni di crescita in aumento fino al 3,5% circa annuo per il 2016 e il 2017. Infine, il settore cinese degli immobili residenziali, che ha giocato un ruolo chiave nel rallentamento della crescita cinese, è in ripresa. Dopo i primi segnali di risalita dei prezzi delle abitazioni a Shenzhen, questo trend positivo sta ora contagiando Shanghai e Pechino.

■ Private equity

Negli Stati Uniti, la raccolta di capitali non rappresenta un problema per i soci accomandatari (General Partner) di elevata qualità. La disponibilità di credito si conferma buona, anche se l'aumento della volatilità macro ha provocato una leggera contrazione del mercato dei finanziamenti. La disciplina di sottoscrizione degli investimenti resta tuttavia cruciale nell'attuale contesto. Le prospettive del private equity sono positive anche per l'Europa, con valutazioni simili ai livelli statunitensi e maggiori potenzialità di rialzo a livello economico. L'incertezza rispetto alla Cina potrebbe tuttavia determinare una riduzione dell'attività di nuove operazioni nel secondo semestre 2015, con un forte rallentamento all'interno della regione asiatica nel suo complesso. L'aumento della volatilità potrebbe rendere le società a responsabilità limitata (Limited Partnership) più riluttanti ad aumentare il proprio impegno economico. Nel private equity i multipli di acquisizione restano superiori alla media decennale per le operazioni di grandi dimensioni effettuate negli Stati Uniti e per qualsiasi tipo di operazione in Europa.

Fonti: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, Deutsche Bank AG Filiale London, dati al 24/9/15. 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.

* Commodity Trading Advisor



Long o short, Hamish Mackenzie?

Il responsabile Infrastructure, Europe & Debt analizza questo interessante settore

Le valutazioni dei colossi non quotati del settore delle infrastrutture sono in rialzo?

LONG Le società mature e di grandi dimensioni operanti nel settore delle infrastrutture rappresentano al momento interessanti opportunità per gli investitori istituzionali e i fondi sovrani (SWF) in cerca di rendimento. Questo fatto, unito agli elevati livelli di “dry powder”, ovvero le disponibilità liquide da investire, presenti nei fondi infrastrutturali globali di grandi dimensioni e a un impiego di capitale in alcuni casi aggressivo, ha spinto le valutazioni al margine superiore del mercato, riducendo i rendimenti impliciti. Gli investitori potrebbero piuttosto prendere in considerazione l'idea di concentrarsi su investimenti di medie dimensioni e situazioni più complesse dove la competizione per gli investimenti risulta meno intensa.

Le problematiche di natura ambientale, sociale e di governance (ESG) dovrebbero essere sempre tenute in considerazione?

LONG Le decisioni di investimento che possono sollevare problematiche ambientali o sociali di varia natura comportano un rischio reputazionale per gli investitori e in buona sostanza per i rendimenti degli azionisti. Il team Infrastructure di Deutsche Asset & Wealth Management si occupa pertanto di valutare le potenziali problematiche ESG nell'ambito della gestione del rischio operata durante l'intero processo di investimento. Queste problematiche, che fanno riferimento a un'ampia gamma di aree (da temi quali energia, acqua, emissioni e smaltimento dei rifiuti fino alle questioni relative a lavoro, salute e sicurezza), devono essere tenute in considerazione durante l'intero ciclo di investimento per essere certi della longevità dell'investimento.

L'adozione di nuove regole inciderà sugli investimenti infrastrutturali delle compagnie assicurative europee operanti nel ramo vita?

LONG L'introduzione, nel 2016, della direttiva Solvency II inciderà sul trattamento dell'asset class degli investimenti infrastrutturali da parte delle compagnie assicurative europee operanti nel ramo vita. Di recente, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) ha proposto una riduzione dei requisiti patrimoniali per gli investimenti infrastrutturali, una misura che potrebbe indurre le compagnie assicurative ad allocare maggiori fondi nel settore infrastrutturale. Pur con tutta l'incertezza che ancora avvolge la Solvency II, dal momento che

i requisiti normativi proposti devono essere ancora pienamente assimilati, riteniamo che l'introduzione di requisiti normativi più rigorosi possa favorire, piuttosto che scoraggiare, gli investimenti in infrastrutture di queste società.

Gli investimenti infrastrutturali possono essere del tutto svincolati dal rischio politico?

SHORT L'esposizione aziendale agli sviluppi politici può variare sensibilmente in rapporto al Paese (e al settore) di riferimento. Tale rischio può incidere in misura significativa sui rendimenti degli investimenti infrastrutturali dal momento che le relative entrate possono dipendere da concessioni o contratti pubblici ovvero da un preciso quadro normativo. Un quadro normativo maturo, sostenuto da un ente normativo indipendente – come accade in alcuni tra i principali mercati europei (ad esempio quello britannico) – può offrire un certo grado di protezione dagli eventi politici e di conseguenza maggiore visibilità sui rendimenti degli investimenti. Non sempre risulta possibile spezzare del tutto il legame tra rendimenti e rischio politico, ma una precisa comprensione dei regolamenti, sviluppata tramite l'esperienza e lo sviluppo di relazioni durature e attive con gli enti normativi, oltre che dell'economia politica del Paese ospitante, risulta fondamentale e può aiutare a mitigare tale rischio.

I megatrend sono importanti per gli investimenti infrastrutturali in un orizzonte di breve periodo?

LONG A parte il cambiamento tecnologico, diversi altri megatrend (ad esempio quelli che implicano un cambiamento sociale e ambientale) sono probabilmente in grado di influenzare gli investimenti infrastrutturali nel medio-lungo periodo. Ma gli investitori dovrebbero valutare ora questi fattori, date le implicazioni di queste tendenze di lungo periodo sul valore attuale.

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 “Acquirenti qualificati”, ai sensi della definizione dell'Investment Company Act statunitense del 1940, e a “Investitori accreditati” ai sensi della definizione inclusa nella Regola D del Securities Act del 1933. Gli investimenti alternativi possono essere speculativi e comportare rischi significativi di illiquidità, maggiori perdite potenziali e mancanza di trasparenza.

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.

Glossario

Definizioni dei principali termini utilizzati nel CIO View

Allentamento quantitativo (QE) è una politica monetaria non convenzionale in base alla quale una banca centrale acquista titoli al fine di ridurre i tassi di interesse e aumentare l'offerta di denaro per promuovere i prestiti e la liquidità.

Alto rendimento viene spesso utilizzato come abbreviazione per le obbligazioni ad alto rendimento.

Apprezzamento, in relazione alle valute, si riferisce a un aumento di valore rispetto a un'altra valuta nel corso del tempo.

Arbitraggio sfrutta le differenze di prezzo tra strumenti finanziari identici o simili su diversi mercati o in diverse forme.

Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) è un istituto europeo di regolamentazione finanziaria costituito nel 2011.

Banca centrale europea (BCE) è la banca centrale per la moneta unica dell'Eurozona, l'euro.

Bank of Japan (BoJ) è la banca centrale giapponese.

Bolla è caratterizzata da prezzi che salgono oltre i livelli giustificati dai fondamentali per poi crollare quando si verifica un massiccio sell-off.

Bund sono emessi dal governo federale tedesco, solitamente con una scadenza di 10 anni, e rappresentano l'equivalente tedesco dei Treasury statunitensi.

Buyback azionario, o riacquisto azionario, è un programma in base al quale una società riacquista azioni proprie dal mercato, riducendo il numero di azioni in circolazione.

Carry (di un attivo) è il costo o il beneficio derivante dal possesso di tale attivo.

Cedola è un pagamento di interessi su un'obbligazione.

Ciclo dei tassi di interesse è strettamente correlato al ciclo economico, dal momento che i tassi di interesse tendono a salire quando aumentano inflazione e crescita economica, mentre in genere scendono quando l'economia rallenta in modo da dare nuovo impulso alla domanda e alla crescita economica.

Ciclo di investimento rappresenta il processo a partire dall'acquisizione di una società tramite il suo management fino all'eventuale vendita.

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.

Consumi voluttuari sono un settore dell'economia che vende beni e servizi non essenziali.

Corporate governance riguarda i meccanismi, i processi e i rapporti attraverso i quali le aziende sono controllate e dirette.

Covered bond sono titoli creati sulla base di prestiti o mutui del settore pubblico ove il titolo è garantito da un gruppo distinto di prestiti, pertanto offrono agli investitori una duplice protezione dal rischio di default.

Crescita tendenziale si riferisce al tasso di crescita sostenibile nel tempo di un'economia.

DAX (Deutscher Aktienindex) è un indice azionario del segmento blue chip composto dai 30 titoli tedeschi a maggiore capitalizzazione quotati alla Borsa di Francoforte.

Default è il mancato adempimento delle obbligazioni legali derivanti da un prestito, ad esempio quando una società o un governo non rimborsa un'obbligazione giunta a scadenza. Un default si definisce sovrano o nazionale quando un

governo non è in grado, oppure si rifiuta, di rimborsare il debito nazionale.

Dividendo è la distribuzione di una quota degli utili di una società ai suoi azionisti.

Dry powder, in un contesto di private equity, indica la liquidità o altre riserve molto liquide che possono essere facilmente impiegate con finalità di investimento.

EBITDA è un indicatore contabile calcolato utilizzando l'utile netto di una società prima della sottrazione di interessi passivi, imposte e ammortamenti.

Eurozona, nota anche come area euro, è un'unione monetaria composta da 19 dei 28 Stati membri dell'Unione europea (UE) che hanno adottato l'euro come moneta comune.

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

Federal Reserve System o Fed, che funge da banca centrale negli Stati Uniti, è stato costituito nel 1913 ed è composto dai sette membri del Federal Reserve Board con sede a Washington, D.C. e da 12 Reserve Bank site nelle principali città degli Stati Uniti.

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

Fondo monetario internazionale (FMI), costituito nel 1945 con sede a Washington, D.C., è un'organizzazione composta da 188 Paesi che lavora per sostenere la cooperazione monetaria mondiale, garantire la stabilità finanziaria, facilitare gli scambi internazionali, promuovere una maggiore occupazione e una crescita economica sostenibile e ridurre la povertà in tutto il mondo.

Fondo sovrano (SWF) è un fondo di investimento posseduto da uno Stato che investe in asset reali e finanziari quali azioni, obbligazioni, titoli immobiliari, metalli preziosi o investimenti alternativi, tra cui private equity o hedge fund.

Hedge fund sono veicoli di investimento alternativi e poco regolamentati basati su fondi comuni che possono ricorrere a differenti strategie al fine di generare un rendimento attivo per i propri investitori.

Indice Barclays Euro High Yield misura la performance dei titoli obbligazionari europei ad alto rendimento.

Indice Barclays U.S. High Yield misura la performance dei titoli obbligazionari statunitensi ad alto rendimento.

Indice Bloomberg Dollar Spot misura il valore del dollaro USA rispetto a 10 valute globali dei mercati sviluppati ed emergenti.

Indice CNX Nifty, in breve Nifty, è l'indice benchmark del mercato azionario indiano. Copre 50 società di 22 settori dell'economia indiana.

Indice di copertura degli interessi determina la facilità con cui una società paga gli interessi su un debito in circolazione ed è costituito dal rapporto tra gli utili di una società al lordo di interessi e imposte (EBIT) in un dato periodo e l'ammontare degli interessi passivi della società nel medesimo periodo.

Indice MSCI AC World rappresenta i titoli ad alta e media capitalizzazione di 23 Paesi sviluppati e 23 Paesi emergenti.

Indice MSCI AC World Financials rappresenta i titoli ad alta e media capitalizzazione di 46 Paesi sviluppati ed emergenti.

Indice MSCI Emerging Markets rappresenta i titoli ad alta e media capitalizzazione di 23 Paesi emergenti.

Indice MSCI IPD OFIX Germany misura il rendimento complessivo di selezionati fondi immobiliari tedeschi aperti al netto di leva finanziaria, partecipazioni liquide e costi del fondo.

Indice S&P 500 comprende 500 principali società statunitensi che rappresentano approssimativamente l'80% della capitalizzazione di mercato USA disponibile.

Indice S&P 500 Consumer Discretionary comprende le società incluse nell'indice S&P 500 che appartengono al settore dei beni voluttuari.

Inflazione rappresenta il tasso di crescita del livello generale dei prezzi di beni e servizi e, di conseguenza, il tasso di diminuzione del potere d'acquisto.

Investimenti alternativi liquidi sono fondi gestiti in maniera attiva che utilizzano un'ampia gamma di veicoli di investimento liquidi; in genere prevedono il ricorso a metodi complessi non tradizionali.

Investment grade (IG) rating assegnato da un'agenzia di rating quale Standard & Poor's indica che un'obbligazione presenta un rischio di default relativamente basso.

Leva finanziaria, sotto forma di vari strumenti finanziari quali opzioni, future, margine o capitale di prestito, serve a incrementare il rendimento potenziale di un investimento.

Limited Partnership (LP) è una forma societaria in cui uno o più soci hanno solo una responsabilità limitata e sono privi di autorità di gestione; le attività di private equity assumono spesso questa forma.

Locazione prime è una locazione nel segmento più elevato del mercato immobiliare.

Macro/CTA cfr. "Strategie di investimento Macro" e "Commodity trading advisor (CTA)".

Mercato emergente (EM) è un Paese che ha alcune caratteristiche di un mercato sviluppato in termini di efficienza del mercato, liquidità e altri fattori, ma che non rispetta gli standard necessari per essere considerato un mercato sviluppato.

Mercato rialzista quando i prezzi stanno aumentando o sono previsti in rialzo. È caratterizzato da ottimismo, fiducia degli investitori e aspettative di proseguimento del trend di ottimi risultati.

Mercato sviluppato (DM) è un Paese che ha raggiunto il pieno sviluppo in termini di economia e mercati dei capitali.

Multiplo è un rapporto che viene utilizzato per misurare determinati aspetti della prosperità di una società tramite la contrapposizione di varie metriche della società e quindi la costruzione di rapporti indicativi.

Multiplo di acquisizione del private equity cfr. "multiplo".

Non quotata è una società che non è quotata (negoziata) su una borsa valori ma può avere molteplici azionisti.

Obbligazioni sovrane (note anche come “titoli sovrani”) sono obbligazioni emesse dagli Stati.

Periferia è definita come il limite esterno o il contorno di un’area. Nel contesto dell’area euro, la periferia comprende quei Paesi che risultano meno sviluppati rispetto ai Paesi principali.

PIL reale rappresenta il PIL corretto per una data misura dell’inflazione dei prezzi di un’economia.

Politica monetaria mira a controllare l’offerta di denaro, con l’ulteriore obiettivo di stabilizzare i prezzi, ridurre la disoccupazione, stimolare la crescita ecc. (a seconda del mandato della banca centrale).

Posizione finanziaria esterna di un Paese indica la sua posizione di parte corrente e anche il possibile effetto dei flussi di capitale sul relativo conto capitale.

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

Premio al rischio è il rendimento atteso da un investimento al netto del rendimento che sarebbe stato conseguito con un investimento risk-free.

Private equity si riferisce a un investimento diretto o indiretto di un investitore finanziario in società operative che non sono quotate su una borsa valori.

Prodotto interno lordo (PIL) è il valore monetario di tutti i beni e servizi finiti prodotti entro i confini di un Paese in un determinato periodo di tempo.

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

Questioni di natura ambientale, sociale e di governance (ESG) si riferiscono a problematiche non finanziarie che possono incidere sulla sostenibilità di un investimento.

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

Rapporto, o multiplo, prezzo/patrimonio netto (P/B) è il rapporto tra il valore di mercato di un titolo e il relativo valore di libro. Si ottiene dividendo l’attuale prezzo di chiusura di un titolo per il valore di libro per azione dell’ultimo trimestre.

Renminbi (RMB) è la valuta della Repubblica popolare cinese, conosciuta anche come yuan.

Reserve Bank of India (RBI) è la banca centrale indiana.

Rifinanziamento si riferisce alla sostituzione di un’obbligazione finanziaria esistente con una nuova obbligazione.

Rolling over è il rinnovo di un contratto di locazione (o altro contratto finanziario) alla scadenza, spesso a condizioni differenti.

Scadenza è la data del pagamento finale di uno strumento finanziario

Settore dello shale appartiene al settore estrattivo ed estrae shale oil e shale gas.

Socio accomandatario (General Partner), in un contesto di private equity è un socio-gestore di una società di private equity responsabile delle decisioni di investimento.

Solvency II direttiva che codifica e armonizza la regolamentazione dell’UE in materia di assicurazioni, con un particolare focus sull’ammontare di capitale che una compagnia assicurativa è tenuta a detenere.

Spese per gli investimenti (capex) sono fondi che un’azienda spende per l’acquisto o l’ammodernamento di asset fisici quali immobili, edifici industriali o attrezzature.

Spread rappresenta la differenza tra i tassi di rendimento quotati di due investimenti diversi, in genere di qualità creditizia differente.

Stato patrimoniale presenta le attività, le passività e il patrimonio netto di una società.

Strategia macro discrezionale è la strategia di trading global macro più flessibile; utilizza le posizioni direzionali a livello di asset class per sfruttare i cambiamenti macroeconomici, di orientamento monetario o politici.

Strategie azionarie market-neutral sono strategie di hedge fund che mirano a sfruttare le differenze di prezzo tra i titoli azionari bilanciando posizioni long e short in titoli dello stesso settore, segmento, capitalizzazione di mercato, Paese ecc. per evitare l’esposizione al rischio di mercato.

Strategie di investimento Macro basano essenzialmente le proprie partecipazioni, tra cui posizioni long e short in vari mercati azionari, obbligazionari, valutari e dei future, sulle view politiche ed economiche generali dei vari Paesi (principi macroeconomici).

Strategie direzionali, in un contesto di hedge fund, sono strategie che assumono una posizione basata su una view relativa a probabili movimenti generali del mercato.

Svalutazione è la riduzione forzata del valore di una valuta rispetto alle altre.

Treasury sono titoli di debito a interesse fisso del governo USA. Possono avere diverse scadenze: Treasury bill (massimo 1 anno), Treasury note (2-10 anni), Treasury bond (20-30 anni), Treasury Inflation Protected Securities (TIPS) (5, 10 e 30 anni).

Utile per azione è calcolato dividendo l'utile netto di una società, al netto dei dividendi delle azioni privilegiate, per il numero complessivo di azioni.

Valore attuale è il valore di un flusso di reddito futuro atteso alla data di valutazione.

Value at Risk (VaR) è una tecnica statistica utilizzata per misurare e quantificare il livello di rischio finanziario all'interno di un'azienda o di un portafoglio di investimento in uno specifico lasso di tempo. Il VaR si basa su tre variabili: l'entità della perdita potenziale, la probabilità di una perdita di tale entità e l'orizzonte temporale.

Valuta di finanziamento è una valuta in cui gli investitori assumono prestiti (spesso a causa dei ridotti tassi di interesse) per finanziare investimenti in altre valute che si ritiene possano offrire un carry superiore.

Valutazione mira a quantificare l'attrattiva di un'attività finanziaria, per esempio considerando il prezzo del titolo di una società rispetto ai suoi utili.

Volatilità è il grado di variazione di una serie di prezzi di negoziazione nel tempo.

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

Yen giapponese (JPY) è la valuta ufficiale del Giappone.

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 sovrane 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).
- 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, Ottobre 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.