

# CIO View



## Crescita economica

Sarà un lento veleggiare?



# Nove posizioni

## Le nostre previsioni

L'economia globale conferma la sua solida traiettoria di crescita.



\*Crescita del prodotto interno lordo (PIL) globale 2015: stime Deutsche AWM al 16/6/15

Nel medio periodo possibile appiattimento della crescita per le economie sviluppate.



Lento aumento dell'inflazione nei Paesi sviluppati.



\*Tasso di inflazione 2016 (Stati Uniti, Eurozona e Giappone); Stime Deutsche AWM al 16/6/15

I bassi prezzi delle materie prime all'origine dei differenziali di crescita tra i mercati emergenti.

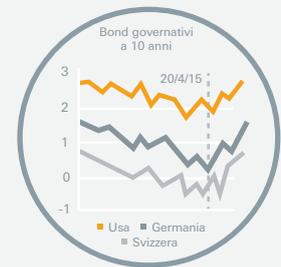


Crescita del PIL 2015 (in alto: Cina, India; in basso: Brasile, Russia); Stime Deutsche AWM al 16/6/15

La Grecia e le aspettative di un aumento dei tassi di interesse USA alimentano la volatilità.



Il trend dei tassi di interesse sta cambiando direzione; persiste la minaccia di ripercussioni economiche.



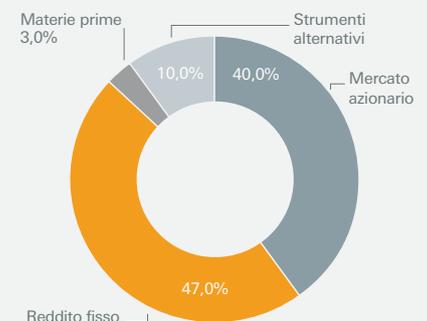
Ancora interessante il settore immobiliare tedesco.



"Mischiare le carte": la gestione attiva multi-asset si conferma la carta vincente.



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 19/6/15

Lettera agli investitori

# 12 mesi tra 12 mesi

Dove saranno i mercati finanziari tra 12 mesi non dipenderà dalle aspettative attuali, bensì dalle aspettative che avremo allora. Ma di una cosa possiamo essere ragionevolmente certi: il supporto delle banche centrali è destinato a diminuire.

“Nessuno, negli ultimi cinquant’anni, né il Fondo monetario internazionale (FMI), né il Tesoro statunitense, ha previsto le recessioni con un anno di anticipo, mai.”<sup>1</sup> Niente panico! Non ho citato Lawrence Summers perché mi aspetto una recessione imminente. Durante il nostro ultimo Strategy Meeting abbiamo confermato le aspettative di un’accelerazione della crescita globale nel 2016, ma questa frase mi è venuta in mente quando è giunto il momento di stilare le nostre stime a 12 mesi: un compito particolarmente difficile questa volta, perché prevediamo il venimento del principale driver dei mercati, i tassi ufficiali.

Nei prossimi dodici mesi probabilmente avremo il primo rialzo dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve (Fed), mentre successivamente potremmo sperimentare un’inversione della politica monetaria della Banca centrale europea (BCE). Il punto è questo: dove saranno le azioni e i tassi a giugno 2016 non dipende dall’andamento dell’economia e dagli interventi delle banche centrali fino a giugno 2016, bensì dalle aspettative dei mercati per i prossimi trimestri. Per quanto sia risaputo che gli investitori tendono sempre ad anticipare, questo fatto non cessa di stupire. Consideriamo per esempio l’allentamento quantitativo (QE): quasi con un atto di sfida, gli spread periferici si sono ampliati proprio quando la BCE ha iniziato ad acquistare attivi lo scorso marzo. I Bund hanno atteso almeno un periodo di grazia di due settimane prima di crollare. Il calo delle azioni europee è iniziato ad aprile. Ciò che conta sono le aspettative, non i fatti. Ma allora dove ci troveremo tra un anno a partire da oggi? Quali aspettative attuali diverranno fatti, e cosa potremmo aspettarci tra 12 mesi? Per allora la Fed dovrebbe avere aumentato con cautela i tassi di interesse, mentre la Bce potrebbe iniziare a considerare se prostrarre, sospendere o ridurre il QE a settembre. I venti contrari alimentati dalle banche centrali potrebbero quindi trasformarsi in lievi brezze

“// Siamo ancora in pista. Ma ci muoviamo più lentamente, come tartarughe. //”

favorevoli. Il dollaro USA dovrebbe aver toccato il picco, e tutti gli occhi saranno puntati sull’economia USA e su eventuali segnali di un rallentamento o cambio di direzione. Questa situazione potrebbe sostenere l’euro, a meno che la moneta unica non risenta ancora degli effetti di una soluzione raffazzonata alla crisi greca. Se il mercato del lavoro europeo continuerà a migliorare insieme a quello statunitense, potrebbero riaffiorare i timori di inflazione, alimentati anche da un rimbalzo dell’economia cinese. Vi è inoltre la possibilità

che per allora tutti i fattori indichino un minore potenziale e un rallentamento della crescita economica negli stati industriali. Rispetto alla nostra attuale visione a 12 mesi, l’outlook tra dodici mesi apparirà più cupo, quantomeno dal punto di vista del supporto delle banche centrali, mentre nella migliore delle ipotesi le prospettive di crescita economica saranno neutrali. Di conseguenza le nostre stime di rendimento sono piuttosto modeste. A fronte dei rischi che ancora incombono sullo scenario internazionale (Grexit, Brexit, aumento dei tassi di interesse, ISIS<sup>2</sup> e conflitto in Ucraina), non si può dare torto a chi aumenta le posizioni di liquidità e decide di smettere di ballare prima che svanisca l’ultima nota. Ma noi per il momento continueremo a ballare, anche con rendimenti e tassi di crescita economica moderati. Però più lentamente, come tartarughe.



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

<sup>1</sup> Lawrence Summers al World Economic Forum di Davos, 22/1/15

<sup>2</sup> ISIS (Islamic State of Iraq and Syria). Acronimo inglese dell’organizzazione terroristica di matrice islamica radicale Stato Islamico dell’Iraq e del Levante, diventata dal giugno 2014 “Stato Islamico (acronimo inglese IS, Islamic State).

**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

## Sarà un lento veleggiare?

Nel mondo industrializzato il trend di crescita appare in progressivo rallentamento. Sarà uno sviluppo temporaneo o permanente?

Nel 1938 Alvin Hansen, professore di economia a Harvard, sosteneva che la crescita dell'economia americana avrebbe subito un ulteriore rallentamento, o sarebbe diventata addirittura negativa, a causa della minore crescita della popolazione e della distribuzione iniqua del reddito.<sup>1</sup> Le conseguenze sarebbero state la disoccupazione a lungo termine, il calo degli investimenti e i tassi di interesse negativi. Questa tesi svanì con la Seconda Guerra Mondiale e i solidi tassi di crescita che seguirono.

Oggi, sei anni dopo la grande crisi finanziaria, torna alla ribalta la tesi della stagnazione secolare formulata da Hansen, rivisitata dall'economista Lawrence H. Summers. La crescita della popolazione ristagna o diminuisce in molti Paesi industrializzati, mentre è avvenuta una redistribuzione del reddito verso le famiglie più benestanti. I nuclei familiari con un reddito più elevato generalmente hanno tassi di consumo inferiori. Entrambi i fattori indicano un calo complessivo della domanda. A causa della fiacchezza della domanda il ritorno sugli investimenti è decisamente scarso, pertanto le aziende non investono. L'offerta di capitale supera quindi il basso livello della domanda, con il conseguente calo dei tassi di interesse. Per trovare un nuovo equilibrio, i tassi di interesse reali devono scendere fino a coincidere con il basso ritorno sugli investimenti. Poiché i tassi di inflazione sono assai contenuti, o addirittura negativi, e i tassi nominali non possono scendere molto al di sotto dello zero, vi è scarso margine per un ulteriore calo dei tassi di interesse. Questo significa che i tassi di interesse reali sono ancora troppo elevati, e questo acuisce ulteriormente il problema della mancanza di investimenti. Risultato: a causa del basso livello di investimenti lo stock di capitale aumenta lentamente, mentre a lungo termine il potenziale di crescita economica si indebolisce.

L'ex presidente della Fed Ben Bernanke critica questa tesi della stagnazione secolare<sup>2</sup>, sostenendo che gli investimenti redditizi aumenteranno parallelamente al calo dei tassi di interesse. Durante il suo mandato, la Fed è riuscita a spingere i tassi reali sui titoli governativi sotto lo zero per un periodo piuttosto lungo,

facendo diventare profittevole qualsiasi investimento. Bernanke parte dal presupposto che il capitale può essere sempre speso in modo redditizio. E se l'economia domestica non offre rendimenti interessanti, i capitali saranno trasferiti all'estero.

## Il debito come ostacolo alla crescita

Se per Summers e Bernanke i tassi di interesse hanno un ruolo primario, Kenneth Rogoff individua negli elevati livelli di debito<sup>3</sup> la causa principale della crisi finanziaria. La prima risposta sarebbe quella di ridurli, determinando quindi un calo della domanda. È impossibile avviare un nuovo ciclo del credito prima che le imprese e le famiglie abbiano ripulito i propri bilanci.

I livelli di indebitamento dimostrano che il debito delle famiglie si sta nuovamente avvicinando al trend di crescita a lungo termine. Questo indicherebbe che il processo di risanamento dei bilanci si avvia gradualmente alla conclusione.

Tutte queste spiegazioni per la debolezza della crescita riguardano esclusivamente il lato della domanda, mentre finora il lato dell'offerta non ha assunto un ruolo di primo piano nel dibattito, pur essendo essenziale in una prospettiva di lungo termine in quanto rappresenta il fronte della produzione. Il progresso tecnologico e l'andamento demografico determineranno il futuro livello di crescita.

A coloro che hanno una visione pessimistica sulla crescita dal lato dell'offerta si contrappongono gli ottimisti, convinti che le ondate periodiche di innovazione ci siano sempre state e probabilmente continueranno anche in futuro. Il progresso tecnologico è un driver costante dell'espansione economica: la digitalizzazione, lo sviluppo di nuovi materiali, la biogenetica e altri ambiti di innovazione lasciano presagire nuove ondate in futuro. L'andamento demografico, d'altro canto, ostacolerà la crescita. La storia dimostra che la crescita della popolazione ha sempre comportato un aumento del prodotto interno lordo (PIL).<sup>4</sup> Quando i numeri della popolazione nazionale ristagnano, o diminuiscono, il progresso tecnologico diventa ancora più rilevante: se portato a livelli avanzati, il progresso può ampiamente compensare il calo demografico. A fronte dei bassi tassi di natalità e dell'invecchiamento della popolazione, i paesi industrializzati hanno bisogno dell'immigrazione e dell'innovazione per riuscire a crescere nel lungo periodo.

## 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").

<sup>1</sup> Fonte: Hansen, A.H.: Economic Progress and Declining Population Growth (Progresso economico e diminuzione della crescita della popolazione). American Economic Review 29 (I), 1939

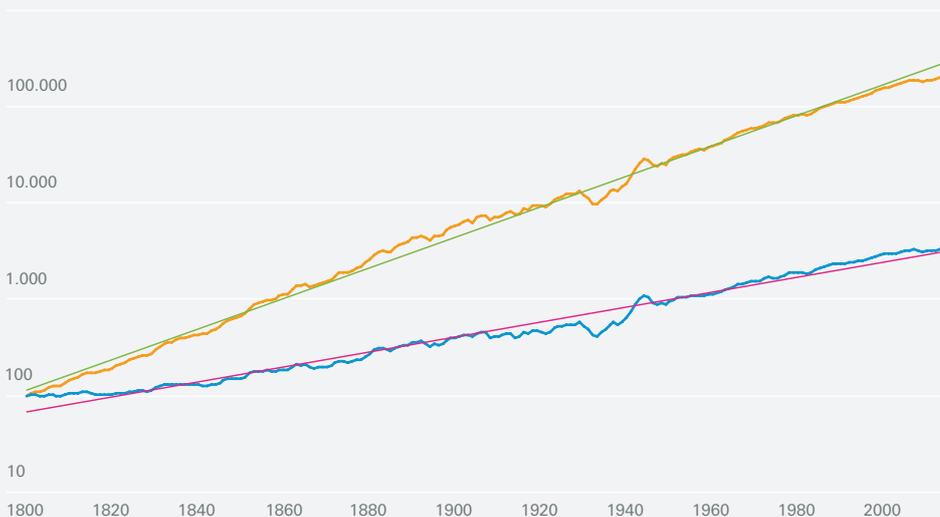
<sup>2</sup> Fonte: Bernanke, B.: Why are interest rates so low (Part 2) (Perché i tassi di interesse sono così bassi (parte 2)). Dal blog di Ben Bernanke sul sito Brookings. 31/3/15

<sup>3</sup> Fonte: Rogoff, K.: Debt supercycle, not secular stagnation (Superciclo del debito, non stagnazione secolare) VOX CEPR's Policy Portal, 22/4/15

<sup>4</sup> Fonte: Berry, C.: The relationship between economic growth and population growth (Il rapporto tra crescita economica e crescita della popolazione). Sheffield Political Economy Research Institute, settembre 2014

## Andamento del prodotto interno lordo USA dal 1800

1,000,000 log and indexed (1800 = 100 points)



### Trend positivo

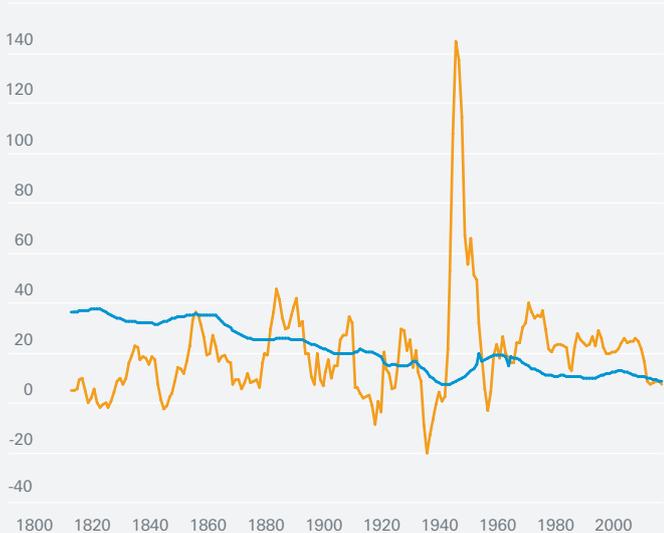
A partire dal 1800, il PIL e il PIL pro capite statunitensi sono costantemente aumentati. La diversa inclinazione delle due curve dipende dai fattori demografici: l'aumento della popolazione ha determinato un'ulteriore crescita economica aggregata.

- PIL reale
- PIL reale pro capite
- Linea di tendenza (PIL reale)
- Linea di tendenza (PIL reale pro capite)

Fonti: Federal Reserve Board, U.S. Census, Angus Maddison, MeasuringWorth.com, dati a giugno 2015

## Variazioni della popolazione e del PIL pro capite negli Stati Uniti

160 in %



- Variazioni del PIL reale pro capite (media decennale annualizzata)
- Variazioni della popolazione (media decennale annualizzata)

Fonti: Federal Reserve Board, U.S. Census, Angus Maddison, MeasuringWorth.com, dati a giugno 2015

### Trend principali

Negli Stati Uniti il progresso tecnologico ha stimolato la crescita del PIL pro capite nel lungo periodo. Le oscillazioni cicliche o lo scoppio di una guerra, come negli anni 1942-1945, interferiscono solo brevemente con gli effetti a lungo termine del progresso tecnologico. Poiché negli Stati Uniti il trend di crescita del PIL pro capite e della popolazione è diminuito negli ultimi quarant'anni, si teme che il momentum dell'economia stia perdendo vigore.



### Stati Uniti (crescita del PIL in %)

L'anno prossimo l'economia USA dovrebbe evidenziare una ripresa. Per il 2016 prevediamo un'accelerazione della crescita di 0,7 punti percentuali.

**3,1 %\*** (2016 F)

\* Stime Deutsche AWM al 16/6/15

// Viviamo in un'economia del 21° secolo che premia la conoscenza e l'innovazione come mai prima d'ora. //

Dal discorso del presidente degli Stati Uniti **Barack Obama** al Lake Area Technical Institute, 8/5/15



### Mondo (crescita del PIL in %)

L'economia globale guadagna momentum. La spinta maggiore proviene dall'Asia.

**3,8 %\*** (2016 F)

\* Stime Deutsche AWM al 16/6/15

**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

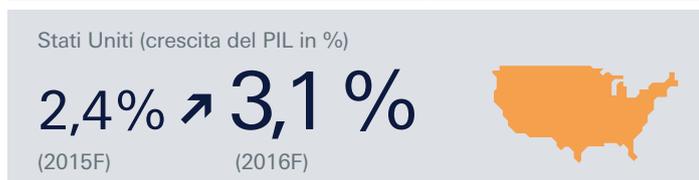
Le nostre previsioni strategiche

// Nell'area euro il rischio di deflazione rimane basso. Insieme alla crescita economica, l'anno prossimo nell'Eurozona dovrebbe accelerare anche l'inflazione. //

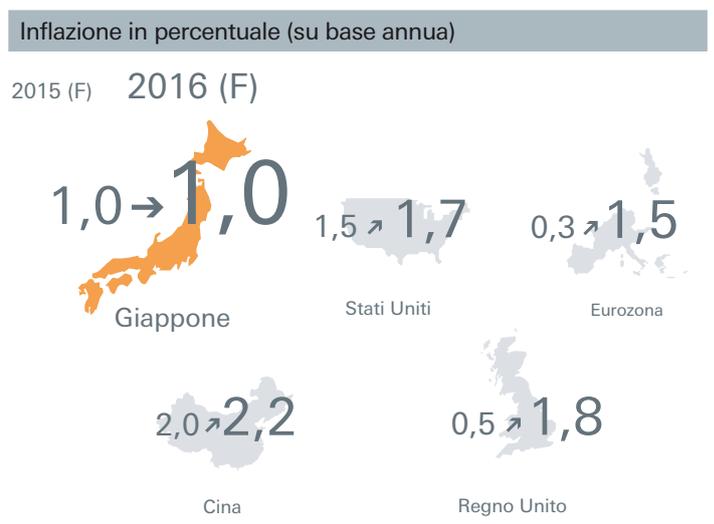
Asoka Wöhrmann, Chief Investment Officer

## Dati Economici

Crescita del PIL in percentuale (su base annua)			
	2015 (F)		2016 (F)
Stati Uniti	2.4	↗	3.1
Eurozona	1.4	↗	1.6
Regno Unito	2.3	↘	2.2
Giappone	1.2	→	1.2
Cina	6.8	→	6.8
Mondo	3.5	↗	3.8



A causa del rallentamento della crescita nel primo trimestre di quest'anno, abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime di crescita per gli Stati Uniti nel 2015. Dopo questa fase di temporanea debolezza, l'economia statunitense dovrebbe ritrovare slancio.



Il governo giapponese spera in un aumento dei consumi privati, la cui accelerazione è stata alquanto deludente. L'inflazione dovrebbe quindi rimanere al di sotto del target del 2% fissato dalla Bank of Japan.

La lettera "F" indica una stima ("Forecast"). Le nostre stime relative a 2015 e 2016 sono aggiornate al 16/6/15.

**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*		Giugno 2016 (F)	▲(%)**
Stati Uniti (S&P 500 Index)	2.100	↗	2.160	5
Europa (STOXX Europe 600 Index)	384	↗	410	10
Eurozona (EURO STOXX 50 Index)	3.429	↗	3.850	16
Germania (DAX) <sup>1</sup>	10.978	↗	12.400	13
Regno Unito (FTSE 100 Index)	6.681	↗	6.800	5
Giappone (MSCI Japan Index)	1.002	↗	1.050	7
Indice MSCI Emerging Markets (in USD)	969	↗	990	5
Indice MSCI AC Asia ex Japan (in USD)	589	↗	630	10
Indice MSCI EM Latin America (in USD)	2.533	↘	2.300	-6

Eurozona (EURO STOXX 50 Index)

3,429 ↗ 3,850

(Attuale\*) (Giugno 2016F)



Secondo le previsioni la ripresa economica dovrebbe proseguire e l'euro dovrebbe subire una nuova flessione. Entrambi questi fattori dovrebbero favorire il miglioramento degli utili societari nell'Eurozona.

### Rendimenti dei mercati dei capitali (titoli sovrani) in percentuale

	Attuale***		Giugno 2016 (F)
Stati Uniti, 2 anni	0,68	↗	1,35
Stati Uniti, 10 anni	2,37	↗	2,50
Stati Uniti, 30 anni	3,15	→	3,10
Germania, 2 anni	-0,20	↗	0,00
Germania, 10 anni	0,84	↗	1,10
Regno Unito, 10 anni	2,13	→	2,25
Giappone, 2 anni	0,00	→	0,00
Giappone, 10 anni	0,46	→	0,45

Germania, 10 anni

0,84% ↗ 1,10%

(Attuale\*\*\*) (Giugno 2016F)



Attualmente i rendimenti dei Bund sono spinti al ribasso dagli acquisti di attivi della BCE. Poiché verso la metà del 2016 potrebbero emergere i primi segnali di una conclusione del QE, ci aspettiamo un graduale aumento dei rendimenti.

La lettera "F" indica una stima ("Forecast"). Le nostre stime relative a 2015 e 2016 sono aggiornate al 16/6/15.

\* Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati al 17/6/15

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

\*\*\* Fonte: Bloomberg Finance L.P., dati al 24/6/15

<sup>1</sup> Indice total return (dividendi inclusi)

### Materie prime in dollari USA

	Current*		Giugno 2016 (F)	▲(%)**
Greggio (WTI)	60	↗	70	17
Oro	1.186	↗	1.250	5
Argento	16	↗	19	18
Rame (LME)	5.745	↗	6.700	17
Alluminio (LME)	1.705	↗	1.800	6

Argento

16 ↗ 19

(Attuale\*) (Giugno 2016F)



I prezzi dell'argento, che rappresenta sia un metallo prezioso che un metallo industriale, dovrebbero ricevere slancio dall'espansione del bilancio delle banche centrali e dalla graduale ripresa economica.

### Tassi di riferimento in percentuale

	Current***		Giugno 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

Stati Uniti (federal funds rate)

0 - 0,25% ↗ 0,75 - 1,00%

(Attuale\*\*\*) (Giugno 2016F)



Il mercato del lavoro USA continua a migliorare e i consumi privati evidenziano un andamento positivo. Settembre si conferma quindi il mese più probabile per un primo rialzo dei tassi della Fed.

### Valute

	Current***		Giugno 2016 (F)	▲(%)**
EUR vs. USD	1.12	↘	1.00	-11
USD vs. JPY	123.85	↗	130	5
EUR vs. CHF	1.05	→	1.02	-3
GBP vs. USD	1.57	↘	1.49	-5
USD vs. CNY	6.21	→	6.21	0

EUR vs. USD

1,12 ↘ 1,00

(Attuale\*\*\*) (Giugno 2016F)



Secondo le nostre attese i tassi ufficiali statunitensi dovrebbero aumentare entro il primo semestre del 2016, mentre nell'Eurozona dovrebbero rimanere bassi ancora per un certo periodo. Questo scenario sostiene la prospettiva di una diminuzione del cambio EUR/USD.

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 l'importo originariamente investito.

# Il semaforo degli investimenti

## La nostra view tattica e strategica

### Eurozona (azioni)



Sulle azioni dell'Eurozona manteniamo una posizione neutrale. La solidità degli ultimi risultati trimestrali ha consentito di evitare revisioni al ribasso degli utili, a differenza di quanto accaduto negli Stati Uniti. Nel breve periodo, tuttavia, i mercati azionari appaiono penalizzati da fattori quali il rafforzamento dell'euro, il minore afflusso di fondi e la questione greca. Rimaniamo in attesa del momento giusto per incrementare le posizioni in portafoglio.

### Regno Unito (azioni)



Confermiamo la nostra posizione neutrale anche sulle azioni britanniche. La vittoria elettorale del Partito conservatore e la stabilizzazione dei prezzi delle materie prime sono fattori già scontati dalle quotazioni azionarie, che dai primi mesi dell'anno evidenziano comunque un andamento laterale.

### America Latina (azioni)



L'America Latina attualmente è l'unica regione sottopesata in una prospettiva tattica. Negli ultimi quattro mesi le previsioni sugli utili sono state tagliate di oltre un terzo e un miglioramento dell'economia appare assai remoto, soprattutto in Brasile.

### Beni voluttuari (azioni)



Confermiamo la posizione di sovrappeso sui titoli dei beni di consumo ciclici, grazie in particolare ai livelli di fiducia dei consumatori negli Stati Uniti e in Europa. Tuttavia manteniamo una certa cautela sui marchi di lusso, comprese le case automobilistiche, che hanno già risentito, o probabilmente risentiranno, della lotta alla corruzione avviata dal governo di Pechino.

### Small/Mid-Cap (azioni)



In una prospettiva globale rimaniamo neutrali su small-cap e mid-cap, mentre siamo positivi su questo segmento in Europa. Nonostante il contesto economico interessante per questa asset class, le valutazioni non sono eccessive rispetto alle large-cap e offrono ulteriori opportunità.

**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 17/6/15

### U.S. Treasuries (2 anni)



Confermiamo la ponderazione neutrale dei Treasury USA a 2 anni, finalizzata a evitare l'esposizione al rischio in vista del primo aumento dei tassi della Fed. Sebbene consideriamo ancora settembre come il mese più probabile per l'avvio del ciclo di rialzi, i toni assunti dalla Fed nella riunione di giugno sono apparsi leggermente orientati alla cautela. La volatilità in entrambe le direzioni potrebbe far emergere opportunità di trading a breve termine in questa asset class.

### Paesi periferici dell'Eurozona



Riduciamo a neutrale la posizione in titoli governativi periferici per evitare sorprese negative, in quanto la Grecia domina ancora la scena e determina l'andamento dello spread. Qualsiasi accordo appare ancora molto elusivo, pertanto si teme un'ondata di scetticismo nel medio periodo.

### Titoli di Credito Mercati Emergenti



L'esposizione ai titoli di credito dei mercati emergenti è stata ampliata tatticamente verso una posizione di sovrappeso. Sebbene i prezzi possano testare entrambi gli estremi del nostro target range, in linea generale ci attendiamo una contrazione degli spread. Questo andamento non interesserà in modo uniforme l'intera asset class, pertanto sarà necessario operare un'approfondita selezione in termini di Paesi, settori e società. I recenti toni dovish<sup>1</sup> adottati dalla Fed sostengono questa tesi.

1-3 mesi  
Fino a giugno 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 <sup>2</sup>		
EUR high yield <sup>2</sup>		
Titoli di Credito asiatici		
Titoli di Credito Mercati Emergenti		
Titoli Cartolarizzati speciali		
Covered bonds <sup>2</sup>		
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 funds		
Private Equity <sup>3</sup>		

\*\*Fonte: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, dati al 24/6/15

## EUR vs USD



In un contesto di tassi di interesse divergenti e bassi rendimenti - in termini assoluti - nell'Eurozona, confermiamo la nostra view strategica che prevede un ulteriore rafforzamento del dollaro USA. Anche da un punto di vista tattico non vi sono molti fattori favorevoli all'euro, inoltre l'incertezza sulla situazione greca e il riposizionamento dei grandi investitori contribuiscono ad alimentare la volatilità.

## Real estate (non quotati)



Considerato il basso livello dei rendimenti a fronte del lento miglioramento dei dati macroeconomici e degli scambi internazionali, confermiamo la nostra posizione sovrappesata sui titoli immobiliari non quotati. Negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone ravvisiamo opportunità interessanti soprattutto nei settori uffici e immobili commerciali

### 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 ulteriori informazioni si rimanda al glossario.

<sup>1</sup> Dovish è un termine inglese spesso utilizzato nelle analisi delle condotte di politica monetaria delle banche centrali. Letteralmente, deriva da "dove" ('colomba') e per associazione analogica alle caratteristiche dell'animale docile, pacifico e positivo connota una linea di condotta morbida, in contrasto con la linea dura che, invece, definisce l'atteggiamento "Hawkish" (da falco). Dovish, infatti, si riferisce ad un quadro economico che supporta in genere tassi di interesse più bassi.

<sup>2</sup> Spread rispetto ai Bund tedeschi

<sup>3</sup> I semafori rappresentano indicatori validi solo per i portafogli di private equity esistenti.

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

## Trading sul ciclo restrittivo

Nel breve periodo i mercati del reddito fisso continueranno a essere influenzati prevalentemente dalla politica monetaria, mentre la volatilità è destinata a rimanere alta per il tentativo degli investitori di anticipare le mosse delle banche centrali. Un altro tema caldo nei prossimi 12 mesi sarà la mancanza di liquidità, pertanto il timing e la selezione dei titoli saranno ancora essenziali per generare excess return.

Ormai siamo prossimi al primo rialzo dei tassi della Federal Reserve da giugno 2006. Quando la Fed aumenterà i tassi, verso la fine dell'anno, probabilmente assisteremo a una revisione delle aspettative di mercato con un'impennata della volatilità. Ma questo sarà solo l'inizio, non la fine della storia. L'attenzione dei mercati sarà puntata su quello che accadrà dopo. Secondo le nostre stime i rendimenti a breve-medio termine saranno inferiori alle attuali aspettative di mercato, in quanto la Fed cercherà di stabilire quale sia il livello di tassi di interesse che l'economia statunitense del dopo crisi sarà in grado di gestire. La revisione delle aspettative potrebbe causare un overshooting<sup>1</sup> dei tassi a lungo termine, con un aumento dei tassi decennali e trentennali USA oltre le nostre stime a 12 mesi (rispettivamente 2,5% e 3,1%), seguito poi da un nuovo calo. Di conseguenza le curve dei rendimenti USA dovrebbero irripidirsi prima di tornare ad appiattirsi. I mercati cercheranno inoltre di formulare delle ipotesi sulla futura politica della BCE. Secondo le nostre attese la Banca centrale europea continuerà ad attuare il suo programma di acquisto di obbligazioni (60 miliardi di euro mensili) lasciando invariati i tassi ufficiali per i prossimi 12 mesi. A causa dei tassi di deposito negativi, probabilmente anche i rendimenti a breve termine rimarranno negativi. Ma il percorso dei tassi a lungo termine dipenderà sostanzialmente dal dibattito, destinato a intensificarsi all'inizio del prossimo anno, sulla possibilità di un "tapering"<sup>2</sup> nell'Eurozona. Nel quadro della

politica ancora molto accomodante della BCE le nostre stime a 12 mesi per i Bund a 2 e 10 anni superano solo leggermente i tassi attuali, tuttavia il percorso per raggiungere tali livelli non sarà certo agevole.

Attualmente, il problema è che il comportamento della Fed e della BCE alimenta la volatilità, invece di limitarla. Nel corso del prossimo anno il mercato dei tassi offrirà quindi diverse opportunità di trading su posizioni sia long che short.

L'alternanza di periodi risk-on e risk-off sarà fonte di potenziali opportunità soprattutto per gli emittenti dei Paesi periferici dell'Eurozona. Tra gli altri segmenti che consideriamo interessanti dal punto di vista dei fondamentali, dove saremmo pronti ad acquistare sui minimi, vi sono i titoli societari ad alto rendimento e i titoli sovrani dei mercati emergenti (EM). Riteniamo che dopo il primo rialzo dei tassi della Fed i premi al rischio per tali asset class subiranno un temporaneo ampliamento prima di tornare su livelli normali. Naturalmente i tassi e le valute sono i mercati dove la volatilità dipende in modo più diretto dalle azioni della Fed e della BCE.

### Volatilità del mercato swap USA negli ultimi dieci anni



■ Forward a 3 mesi sul tasso di interesse decennale<sup>1</sup>  
■ Forward a 5 anni su tasso di interesse quinquennale<sup>2</sup>

La volatilità potrà segnare nuovi picchi, ma tende a scendere velocemente verso livelli più normali.

<sup>1</sup> Swaption sul tasso di interesse decennale USA con durata residua di 3 mesi  
<sup>2</sup> Swaption sul tasso di interesse quinquennale USA con durata residua di 5 anni  
Fonte: Bloomberg Finance LP; dati a giugno 2015

<sup>1</sup> Superamento del valore di lungo periodo di una grandezza economica durante il processo di aggiustamento nel breve che avviene in risposta a uno shock esogeno.

<sup>2</sup> La parola «tapering» indica la progressiva riduzione, da parte della Fed, degli stimoli monetari con cui ogni mese la banca centrale Usa immette liquidità nel sistema attraverso l'acquisto di Treasury e bond garantiti da mutui: il «quantitative easing».

**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

### La debolezza della crescita economica è colpa delle donne?

Ovviamente no! Ma da un'analisi dell'andamento della partecipazione delle donne al mercato del lavoro USA emergono spunti interessanti sulle prospettive di crescita della maggiore economia mondiale. Come indica il grafico, i cambiamenti nei valori sociali tradizionali hanno determinato un aumento dei livelli di occupazione delle donne: mentre negli anni 50 solo il 35% delle donne in età lavorativa aveva un impiego, all'inizio del nuovo millennio il dato è arrivato a sfiorare il 60%. In una prospettiva economica l'integrazione in chiave produttiva di questo potenziale inutilizzato ha conferito notevole slancio alla crescita potenziale. Tuttavia circa dieci anni fa il tasso di partecipazione femminile ha iniziato a diminuire parallelamente al tasso maschile. Questo fenomeno, secondo un'analisi meccanicistica, ha ostacolato lo sviluppo economico negli ultimi anni e spiega almeno in parte la diminuzione dei tassi di crescita statunitensi.

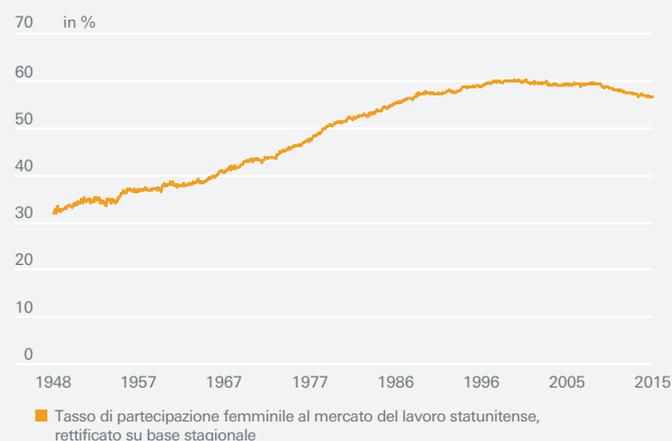
Gli investitori azionari dovrebbero quindi accogliere con favore una stabilizzazione dei tassi complessivi di partecipazione al mondo del lavoro, obiettivo raggiungibile attraverso un aumento del tasso di partecipazione femminile - a livello mondiale! Il potenziale di crescita globale riceverebbe quindi nuovo slancio, con conseguenze positive nel lungo periodo per gli utili aziendali e i rendimenti azionari. Ma per raggiungere questo obiettivo sarà probabilmente necessario fornire un sostegno concreto alle madri lavoratrici, una prospettiva tutt'altro che scontata negli Stati Uniti e altrove.

Indipendentemente dagli sviluppi demografici, gli altri driver che hanno trainato la crescita, e quindi i mercati azionari, negli ultimi dieci anni stanno chiaramente perdendo vigore: l'impeto generato dall'integrazione della Cina nell'economia globale è svanito, la penetrazione di nuovi prodotti quali gli smartphone potrebbe essere prossima alla saturazione, gli importanti progressi nel rilancio della produttività, ottenuti per esempio utilizzando nuove tecnologie per lo sviluppo dei giacimenti di shale gas (o gas di scisto), si sono temporaneamente arrestati.

Quali fattori potrebbero stimolare la produttività e l'innovazione in futuro? Le auto robotiche? I farmaci antitumorali più efficaci? L'industria 4.0? I nuovi sistemi di stoccaggio dell'energia? O forse le riforme strutturali in India? Tutti questi esempi offrono senza dubbio spunti interessanti. È inutile abbandonarsi a una visione fatalistica e continuare a recriminare sulla fine della crescita economica. Potremmo assistere a una nuova fase di aumento della produttività e dell'innovazione.

Nel frattempo, tuttavia, dovremo moderare le nostre aspettative in termini di crescita economica e rendimenti azionari.

USA - Tasso di partecipazione femminile al mercato del lavoro USA



L'aumento dei tassi di partecipazione femminile al mercato del lavoro ha dato slancio alla crescita economica statunitense fino a circa dieci anni fa. Più di recente, i tassi di partecipazione femminile hanno seguito la discesa del tasso di partecipazione maschile.

Fonti: FactSet Research Systems Inc., Dipartimento del lavoro USA, dati a giugno 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 bilanciato<sup>1</sup>

## 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.<sup>2</sup>

### Azioni

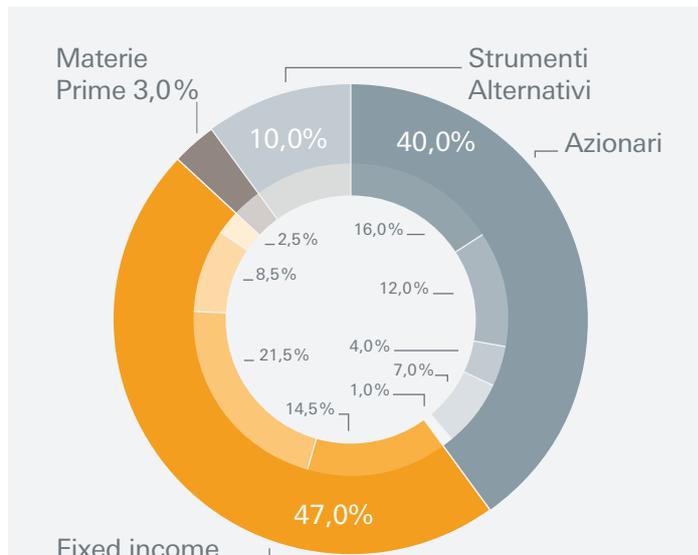
Nel medio-lungo periodo confermiamo la nostra view positiva sui mercati azionari. Recentemente le piazze europee hanno subito un arretramento dovuto al clima di incertezza che circonda la Grecia. Anche l'inizio di un ciclo restrittivo della Fed figura tra le potenziali cause di volatilità, tuttavia a un certo punto le battute d'arresto potrebbero diventare potenziali opportunità di acquisto. Le azioni dei mercati emergenti (EM) risulteranno probabilmente vulnerabili agli aumenti dei tassi della Fed e alle conseguenti variazioni dei tassi di cambio, in quanto il livello di indebitamento delle società dei Paesi emergenti è aumentato sensibilmente a partire dal 2007 e gran parte del debito è denominato in dollari USA.

### Fixed income

Il possibile anticipo del rialzo dei tassi della Fed rimane il tema dominante. Ci aspettiamo ancora un primo aumento a settembre, ma probabilmente il ciclo di rialzi sarà molto graduale e i rendimenti governativi dei Paesi principali potrebbero avere una reazione di overshooting prima di segnare un nuovo calo. In Europa la BCE porterà avanti l'allentamento quantitativo, ma l'incertezza dei mercati sulla futura direzione della sua politica monetaria, associata ai timori sulla liquidità, potrebbe causare picchi di volatilità. Ravvisiamo ancora potenziale nei titoli high yield e nel debito dei mercati emergenti in valuta forte, mentre riteniamo poco probabile un'ulteriore contrazione degli spread nel segmento investment grade.

### Materie prime

I prezzi del petrolio sono leggermente aumentati negli ultimi mesi, ma rimangono inferiori di oltre il 40 per cento ai livelli dell'anno precedente. La produzione statunitense di shale oil (olio di scisto) sembra destinata a diminuire, tuttavia l'offerta da altre fonti rimane ampia e siamo ancora in attesa di segnali di un sostenuto aumento della domanda globale. Per questo motivo, riteniamo che nei prossimi mesi qualsiasi ulteriore aumento dei prezzi sarà probabilmente limitato. In assenza di una drastica contrazione della crescita globale i prezzi dell'oro dovrebbero mantenersi entro un range limitato, penalizzati dal rafforzamento del dollaro USA.



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 Bank (Suisse) SA, dati al 19/6/15  
Allocazione suggerita agli investitori in dollari USA.

Questa strategia di allocazione degli asset potrebbe non essere idonea a tutti gli investitori.

<sup>2</sup> 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.

<sup>1</sup> 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).

### La Fed aumenterà i tassi con cautela?

**LONG** Siamo tuttora convinti che settembre sia la data più probabile per l'inizio del ciclo di rialzi negli Stati Uniti. Il contesto economico probabilmente dissuaderà la Fed dall'attuare una sequenza aggressiva di aumenti. L'economia statunitense presenta ancora alcune debolezze e l'inflazione rimane inferiore al target, inoltre il tasso di interesse reale neutrale, ovvero il tasso che consente all'economia USA di crescere al tasso tendenziale, potrebbe attestarsi a un livello inferiore rispetto a prima della crisi. La Fed dovrà procedere per tentativi, valutando l'effettiva resilienza dell'economia statunitense.

### Giappone: quest'anno assisteremo a un ulteriore allentamento della politica monetaria?

**SHORT** Nel primo trimestre il PIL giapponese è cresciuto a un tasso annualizzato del 3,9%. Gli investimenti sono stati il vero driver di questo aumento, ma hanno contribuito anche i consumi privati. Le indagini sulla fiducia delle imprese indicano inoltre che la ripresa interna sta continuando e nonostante il possibile rallentamento della crescita del PIL nel secondo trimestre non si prevede un ulteriore allentamento quantitativo e qualitativo (QQE) nel corso del 2015. Aspettiamo comunque ulteriori riforme strutturali – anche se molto graduali – legate al crescente impatto della Tran-Pacific Partnership (TPP).

### Azioni USA: è tempo di cautela?

**LONG** In una prospettiva a lungo termine siamo positivi sulle azioni USA, ma nel breve periodo tre fattori richiamano alla cautela. Primo, la capitalizzazione di mercato dell'indice Wilshire 5000 Total Market (ovvero l'indice di tutti i titoli negoziati negli Stati Uniti) è ai massimi livelli dal 2000: in passato i mercati azionari hanno perso terreno dopo aver raggiunto simili picchi. Secondo, i livelli di riacquisti azionari sono ancora elevati ma di recente hanno subito un rallentamento, e lo stesso vale per il terzo fattore, le attività di fusione e acquisizione (M&A): la storia insegna che questi sviluppi possono far presagire una correzione di mercato.

### Azioni dell'Eurozona: dopo le perdite sono possibili nuovi guadagni?

**LONG** All'inizio dell'anno la promessa del QE della BCE – associata ai segnali di una ripresa della crescita europea – ha fatto impennare le azioni europee, mentre negli ultimi tempi il rialzo dei rendimenti obbligazionari europei e alcuni dati economici contrastanti hanno causato nuovi ribassi. Ma i

risultati delle società europee per il primo trimestre sono stabili e potrebbero migliorare ancora nel secondo. In caso di ulteriori battute d'arresto dei mercati potremmo individuare interessanti punti di ingresso.

### Le azioni cinesi sono ancora allettanti?

**LONG** Negli ultimi mesi le azioni cinesi hanno realizzato sostanziali guadagni, nonostante l'andamento deludente dell'economia. I mercati ipotizzano che la debolezza dei dati macroeconomici cinesi porterà a un orientamento ancora più accomodante da parte delle autorità locali. Altrettanto importanti sono i cambiamenti strutturali che interessano il mercato cinese, in particolare l'apertura del "Trough Train" tra Shanghai e Hong Kong. Entrambi questi fattori potrebbero continuare a trainare i guadagni in futuro, ma sarà necessario essere selettivi.

### La volatilità dei mercati è un fenomeno temporaneo?

**SHORT** I recenti picchi di volatilità, prevedibili in vista del primo rialzo dei tassi della Fed, potrebbero riflettere anche un cambiamento nelle aspettative di inflazione – in particolare nell'Eurozona – e, in misura minore, i timori di una diminuzione della liquidità dovuta ai cambiamenti strutturali in atto su alcuni mercati. Difficilmente la situazione tornerà alla normalità in tempi brevi, pertanto possiamo aspettarci ulteriori ondate di volatilità nei prossimi mesi.

**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

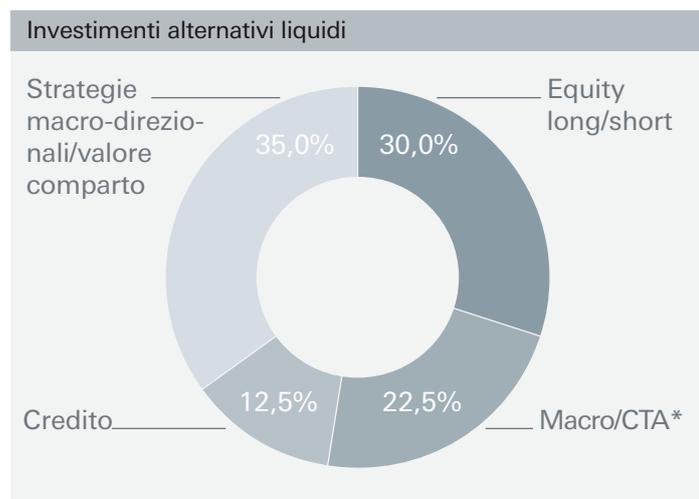
## Portafogli di strumenti alternativi

Considerate le diverse caratteristiche degli investimenti alternativi liquidi e illiquidi, operiamo una distinzione tra selezionati strumenti delle due categorie.<sup>1</sup>

### Investimenti alternativi liquidi

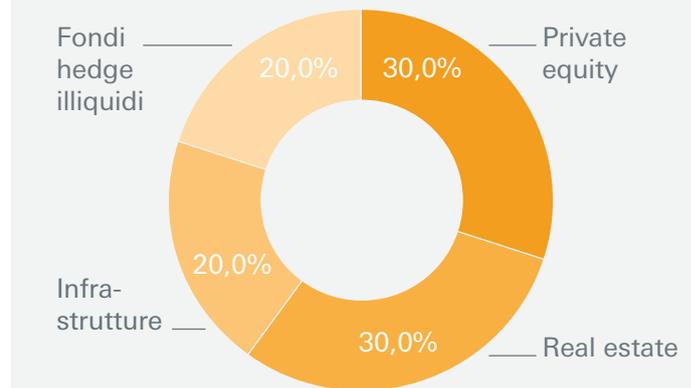
#### ■ Equity long/short e equity market neutral

In ambito equity long/short, i gestori focalizzati sull'Europa hanno continuato a sovraperformare le controparti statunitensi, favoriti dall'impatto del QE della BCE e dalle revisioni al rialzo degli utili delle società europee. Entrambi i fattori hanno contribuito a creare condizioni positive per il mercato azionario europeo nel complesso. Anche nel segmento equity-market neutral i gestori focalizzati sull'Europa hanno battuto i gestori con un focus globale o concentrati sugli Stati Uniti, in quanto i rendimenti azionari dei vari stili di investimento hanno evidenziato solide dinamiche e un forte livello di dispersione. Le strategie short, sia nel caso dei gestori azionari tradizionali long/short che per le strategie equity-market-neutral, dovrebbero iniziare a generare maggiori sovraperformance con la progressiva normalizzazione dei tassi di interesse. In passato questo andamento ha comportato rendimenti più differenziati tra i singoli titoli e a livello di settori azionari, uno sviluppo considerato ampiamente positivo per tali strategie.



**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 illiquidi<sup>2</sup>

#### ■ Real estate

L'anno prossimo la crescita del reddito operativo netto (NOI) del settore immobiliare USA dovrebbe attestarsi a livelli elevati, favorendo in particolare i settori prociclici quali gli uffici e gli immobili industriali. Abbiamo osservato inoltre un sensibile calo dei tassi di disponibilità. Gli uffici e i centri commerciali "prime" dovrebbero evidenziare un andamento particolarmente positivo nell'Europa meridionale. Anche i flussi commerciali da e verso l'Europa sono destinati ad aumentare, con ripercussioni positive sulla domanda di spazi logistici. In Asia, il Giappone si conferma molto interessante soprattutto per gli asset del segmento logistica, ma alcuni mercati (per esempio il distretto commerciale centrale di Seul) presentano un eccesso di offerta nel settore uffici.

#### ■ Private equity

L'attività di investimento globale, trainata dai "buyout funds", ha totalizzato USD 41,3 miliardi nel primo trimestre del 2015, una cifra nettamente inferiore al record di USD 78,7 miliardi registrato nel trimestre precedente. Nel primo trimestre l'attività di investimento è diminuita sia in Europa che in Nord America, rispettivamente da USD 31,8 miliardi a USD 19,9 miliardi e da USD 33,5 miliardi a USD 15,88 miliardi.<sup>3</sup> Il 50% delle società a responsabilità limitata (Limited Partnership, LP) europee e un terzo di quelle americane hanno impegni complessivi di private equity inferiori alle rispettive allocazioni target.<sup>4</sup> Alla luce dei recenti sviluppi sul fronte dei prezzi, gli investitori, soprattutto in Nord America, sono alla ricerca di fondi di private equity interessanti focalizzati su gas e petrolio.

Fonte: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, Deutsche Bank AG Filiale London, dati al 18/6/15.

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").

<sup>1</sup> Questi portafogli potrebbero non essere idonei a tutti gli investitori.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Dealogic, M&A Analytics, dati al 12/6/15

<sup>4</sup> Collier Capital, Global Private Equity Barometer Summer 2015, dati al 12/6/15

\* Commodity Trading Advisor



## Long o short, Tim Gascoigne?

La view del nostro responsabile Liquid Alternatives-Hedge Funds

**Le strategie macro discrezionali possono continuare a ottenere buoni risultati?**

**LONG** Le divergenze di politica monetaria tra Eurozona e Stati Uniti probabilmente alimenteranno la volatilità in ambito azionario e sui mercati del reddito fisso, FX e materie prime. Dall'inizio dell'anno si sono chiaramente delineati alcuni temi che i gestori possono sfruttare, tra i quali l'allentamento quantitativo (QE), i trend dei tassi di cambio e il loro impatto sugli utili dei settori azionari, le operazioni a valore comparato in ambito azionario basate sull'impatto di liquidità dell'atteso aumento dei tassi USA, le strategie di trading sulla curva dei rendimenti legate al QE e le valutazioni. Il persistere di questi temi ha consentito ai gestori di programmare, mantenere e realizzare profitti sulle posizioni invece di essere costretti a uscirne nei momenti sbagliati a causa di performance negative. Tra le opportunità più significative, il trading sui mercati FX (a breve termine) e nel reddito fisso (a breve e medio periodo) e le operazioni a valore comparato in ambito azionario (su tutti gli orizzonti di investimento).

**Le strategie equity-market-neutral riusciranno ad affrontare un aumento dei tassi di interesse USA?**

**LONG** Favoriamo queste strategie perché si tratta di un'area del mercato relativamente poco affollata che può trarre vantaggio anche da un lieve aumento della volatilità dei mercati azionari, eventualità che appare assai probabile. Inoltre, alcune dinamiche di mercato indotte dal contesto macroeconomico (per esempio i trend valutari) possono sostenere la generazione di sovraperformance di mercato a partire dall'analisi fondamentale. Sempre più spesso le strategie quantitative riescono a generare segnali credibili sulla base del momentum e dell'analisi fondamentale. In sintesi, i mercati meno correlati e con una maggiore dispersione sosterranno i rendimenti generati da tali strategie.

**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.

**In generale siete positivi sulle strategie Commodity Trading Advisor (CTA) per gli ultimi mesi del 2015?**

**SHORT** La performance delle strategie CTA ha subito fortissime oscillazioni negli ultimi cinque mesi, in quanto i trend sono giunti a maturazione e in alcuni casi si sono interrotti. Questo andamento ha confermato il nostro outlook neutrale per la strategia nell'anno in corso. Dal punto di vista della selezione dei fondi tendiamo a favorire approcci diversificati, gestiti a livelli inferiori di volatilità e non semplicemente dipendenti dal trend-following.

**Le strategie di credito alternative potrebbero risultare penalizzate dall'andamento laterale o ribassista dei mercati del credito?**

**SHORT** Molti gestori che operano in questo settore hanno previsto mercati più difficili per il credito, modificando quindi il loro approccio verso un contesto maggiormente improntato al valore comparato. Si stanno diffondendo le operazioni di arbitraggio sulla struttura di capitale basate sul disallineamento delle valutazioni tra diverse componenti della struttura di capitale di una società. Appaiono inoltre interessanti le operazioni event-driven, dove le società impegnate in acquisizioni aumentano il leverage con un impatto sul valore di mercato dei diversi livelli della loro struttura di capitale.

**Ritieni che gli hedge fund genereranno buoni rendimenti nel 2015?**

**LONG** Confermiamo il nostro giudizio positivo sugli hedge fund e riteniamo che quest'anno i rendimenti complessivi dovrebbero essere probabilmente superiori alla media a lungo termine di questa asset class. I rendimenti positivi realizzati da inizio anno sono attribuibili prevalentemente ai gestori macro discrezionali e event-driven.

**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

**Allentamento quantitativo e qualitativo (QQE):** mira sia ad aumentare la base monetaria che a estendere le scadenze detenute dalla banca centrale.

**Allentamento quantitativo o Quantitative easing (QE):** è un programma di acquisto di attivi su vasta scala adottato dalle banche centrali; oltre ai titoli di Stato, interessa anche altri strumenti quali i titoli garantiti da attivi.

**Arbitraggio sulla struttura del capitale:** cerca di sfruttare le opportunità derivanti dal differente profilo di rischio e delle scadenze della struttura creditizia delle diverse società.

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

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

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

**Buyout:** è un acquisto di azioni finalizzato a ottenere l'interesse di controllo in un'altra società.

**Cloud computing:** comprende tecnologie e servizi che offrono l'uso dinamico e flessibile delle infrastrutture informatiche di terze parti.

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

**Correlazione:** è una misura del grado di relazione lineare tra due variabili nel tempo.

**Crescita potenziale:** descrive il possibile tasso di crescita a lungo termine di un'economia che opera a piena capacità con un tasso di inflazione costante.

**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.

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

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

**Fondamentali:** sono dati che forniscono informazioni sullo stato di salute generale delle società, dei titoli o delle valute, utilizzati per la valutazione di tali strumenti come opportunità di investimento.

**Fondo monetario internazionale (FMI):** è un'organizzazione internazionale che sostiene la cooperazione monetaria mondiale e monitora gli sviluppi economici e finanziari.

**Fusioni e acquisizioni (M&A):** sono i due principali metodi di consolidamento aziendale. Una fusione è una combinazione di due società per formare una nuova società, mentre un'acquisizione è l'acquisto di una società da parte di un'altra senza la costituzione di una nuova società.

**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.

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

**Indice di copertura degli interessi:** di una società rappresenta il rapporto tra gli utili e l'ammontare degli interessi passivi in un dato periodo.

**Indice di indebitamento:** rappresenta il rapporto tra debito complessivo e attivo di una società.

**Indice MSCI AC World:** rappresenta i titoli di 23 Paesi sviluppati e 23 economie dei mercati emergenti.

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

**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.

**Indice S&P 500 Consumer Staples:** misura la performance delle società che producono beni di consumo primari incluse nell'indice S&P 500.

**Indice Wishire 5000 Total Market:** è un indice di tutte le società con sede negli Stati Uniti i cui titoli sono scambiati attivamente in Borsa.

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

**Investment Grade (IG):** descrive le obbligazioni alle quali le agenzie di rating assegnano un giudizio di qualità medio o più elevato (in genere BBB o superiore).

**Leva finanziaria:** mira a potenziare i guadagni quando si investe ricorrendo a capitale di prestito per acquistare attivi.

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

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

**Mercato azionario:** è un mercato dove vengono negoziate le azioni (titoli di capitale). Il termine può essere utilizzato in riferimento a un mercato effettivo (per esempio la Borsa di New York) oppure all'andamento generale dei titoli azionari. Le azioni sono titoli che certificano i diritti di proprietà su (parti di) una società.

**Momentum:** si riferisce al tasso di crescita del prezzo di un indice o di un titolo. Gli investitori focalizzati sul momentum sono convinti che a una forte crescita faranno probabilmente seguito ulteriori guadagni.

**Mutuo ipotecario:** è utilizzato per finanziare l'acquisto di immobili.

**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.

**Obbligazioni periferiche dell'Eurozona:** sono titoli governativi emessi da Paesi dell'Eurozona ritenuti meno avanzati in termini di sviluppo economico rispetto ai Paesi europei centrali quali la Germania o i Paesi Bassi. Cfr. anche Periferia.

**Partito conservatore:** è un partito politico di centro-destra del Regno Unito.

**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).

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

**Private equity:** si riferisce a un investimento diretto o indiretto di un investitore finanziario in una quota consistente del patrimonio di una società. Normalmente la società oggetto dell'investimento non è quotata.

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

**Programma "Shanghai-Hong Kong Through Train":** consente agli investitori della Cina continentale di acquistare azioni quotate a Hong Kong e viceversa.

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

**Reddito operativo netto (Net Operating Income, NOI):** comprende canoni di locazione e altri ricavi al netto dei costi operativi.

**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.

**Riacquisto di azioni:** prevede che una società riacquisti azioni proprie.

**Riforme strutturali:** mirano a stimolare la crescita economica aumentando la flessibilità e la capacità di reazione dei settori economici e dei mercati.

**Risk-on/ risk-off:** descrive un comportamento di investimento basato solo su una diversa percezione del rischio.

**Settori prociclici:** sono i settori con maggiori probabilità di trarre particolari vantaggi da una ripresa del ciclo economico (ovvero da una maggiore crescita).

**Società a responsabilità limitata (Limited Partnerships, LP):** rappresentano una forma societaria in cui uno o più soci hanno solo una responsabilità limitata e sono privi di autorità di gestione. Le operazioni di private equity spesso sussistono in questa forma.

**Stagnazione secolare:** è una condizione di crescita economica trascurabile o assente in un'economia di mercato.

**Stato islamico dell'Iraq e della Siria (ISIS):** è un gruppo militante salafita jihadista. Indica inoltre l'autoproclamato califfato e stato islamico.

**Stili di investimento:** si riferisce alle diverse tipologie di approccio degli investitori, per esempio un focus sui titoli "value" (quelli che presentano un P/E relativamente basso) o sui titoli "growth" (che offrono un'elevata crescita attesa degli utili).

**Strategie azionarie market-neutral:** mirano a realizzare rendimenti superiori bilanciando le scelte di portafoglio per evitare l'esposizione al rischio di mercato.

**Strategie di credito alternative:** sono tipicamente focalizzate su strumenti a reddito fisso di categoria inferiore a investment grade e meno liquidi.

**Strategie di investimento a valore:** comparato (relative-value) cercano di trarre vantaggio dalle differenze di prezzo tra gli strumenti finanziari attraverso operazioni simultanee di acquisto e vendita di diversi titoli, consentendo quindi agli investitori di trarre un potenziale vantaggio dal "valore relativo".

**Strategie di investimento event-driven:** si prefiggono di sfruttare le inefficienze di prezzo che possono verificarsi prima o dopo eventi societari quali fusioni, conference call sui risultati, fallimenti, fusioni, acquisizioni o spin-off.

**Strategie di trading basate sulla curva dei rendimenti:** mirano a sfruttare le variazioni nella curva dei rendimenti per diversi tipi di titoli.

**Strategie macro discrezionali:** sono strategie di investimento finalizzate a sfruttare i cambiamenti macroeconomici, di orientamento monetario o politici.

**Tasso di interesse reale neutrale:** è il tasso di interesse ufficiale, aggiustato per l'inflazione, che si stima possa consentire a un'economia di crescere al tasso tendenziale.

**Tasso di partecipazione alla forza lavoro:** è la percentuale di una popolazione, all'interno di una fascia d'età definita, che svolge un lavoro o è attivamente alla ricerca di un'occupazione.

**Trans-Pacific Partnership:** è una proposta di accordo commerciale e di investimento tra 12 economie dell'area del Pacifico.

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

**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](http://www.DeutscheFunds.it).

© Deutsche Bank AG - Milan Branch, Luglio 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](http://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.