

# CIO | VIEW

Report trimestrale Dicembre 2017

---

## Outlook 2018

Per quanto ancora può correre questo toro?





# Attenzione all'euforia eccessiva

**A**bbiamo alle spalle un anno denso di eventi e ricco di sorprese sul fronte politico. In Francia e in Austria sono stati eletti capi di governo estremamente giovani, in Germania gli elettori aspettano ancora la formazione del nuovo governo e in Cina il popolo sembrerebbe avere meno voce in capitolo di prima sul futuro del Paese. Nel frattempo, molti catalani hanno votato per l'indipendenza e le elezioni presidenziali negli Stati Uniti sono finite sotto la lente della giustizia. E non dimentichiamoci che i leader di Stati Uniti e Corea del Nord si sono scambiati insulti e minacce militari.

I mercati sono rimasti relativamente imperturbati di fronte a tutti questi sviluppi, ma questa volta la serenità degli investitori non può essere attribuita esclusivamente all'effetto sedativo della politica monetaria. A livello globale, sono stati d'aiuto anche i robusti dati economici. Il sentiment di imprese e consumatori ha toccato picchi da record e i mercati hanno ricompensato questo atteggiamento. Poco prima della fine dell'anno, l'Indice MSCI AC World ha registrato un rendimento totale del 20%. Alcuni giganti tecnologici sono addirittura riusciti a raddoppiare il proprio valore nel 2017, mentre nel settore dei semiconduttori è in corso un'acquisizione da 100 miliardi di dollari. Il valore dei Bitcoin è decuplicato, un dipinto a olio è stato venduto per 450 milioni di dollari. Eventi come questi sono spesso interpretati come segnali di un surriscaldamento dei mercati, e talvolta etichettati come punti di svolta. Comunque sia, di questi "punti di svolta" negli ultimi anni ne abbiamo visti parecchi, ma finora i "bastian contrari" sono stati smentiti da questo lungo ciclo economico.

Abbiamo molta fiducia nell'economia mondiale in vista del nuovo anno. Questo significa che ci aspettiamo dai mercati la stessa solidità di cui hanno dato prova nel 2017? La risposta è no. In primo luogo, dobbiamo guardare al 2019 per stabilire le nostre prospettive d'investimento per la fine del 2018. Indipendentemente dal contesto di inflazione e crescita di quel momento, probabilmente le politiche delle banche centrali saranno diventate più imprevedibili, anche a causa del cambio di leadership. In secondo luogo, i mercati basano le negoziazioni sui cambiamenti delle aspettative. In questo momento, le aspettative delle imprese, dei consumatori e degli investitori sono molto alte e difficilmente saliranno ulteriormente. Inoltre, molti portafogli hanno già allocazioni simili tendenti agli asset più rischiosi. Pertanto ci aspettiamo che nel 2018 il pericolo di temporanee battute d'arresto sia maggiore rispetto al 2017, ma in base alle nostre prospettive economiche e di mercato intendiamo usare queste occasioni come opportunità d'ingresso.



Stefan Kreuzkamp  
Chief Investment Officer

*"Siamo fiduciosi sulle prospettive dell'economia globale per il 2018. Tuttavia gli investitori non devono abbassare la guardia e continuare a seguire da vicino gli sviluppi dei mercati."*

I termini rilevanti sono definiti nel glossario. Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 7/12/17 e potrebbero non trovare conferma. Le informazioni contenute in questo documento possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso dovuti a considerazioni economiche, di mercato e di altra natura e non devono essere intese come una raccomandazione a investire. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Deutsche Asset Management Investment GmbH.

# CIO|VIEW

Report trimestrale Dicembre 2017



## FOCUS

Continua il rialzo dei mercati azionari. Quali sono gli ostacoli che potrebbero fare inciampare il toro? Il contesto resta favorevole alle azioni, ma le valutazioni elevate sottolineano la necessità di cautela.

Quando finirà il mercato rialzista? .....06



## MACRO

Il 2017 ha registrato una crescita economica globale robusta e sorprendentemente diffusa, tuttavia l'inflazione sta lentamente emergendo come rischio sostanziale per il nostro scenario di base ottimistico.

Cosa potrebbe andare storto? ..... 08



## OBBLIGAZIONI

Le obbligazioni societarie e i bond dei mercati emergenti si confermano interessanti. Per le obbligazioni sovrane preferiamo le scadenze brevi. La politica monetaria dovrebbe restare favorevole, anche se in misura minore rispetto agli anni precedenti.

Non scartare le obbligazioni.....10  
Valute: In arrivo un euro meno debole.....12



## AZIONI

I solidi utili aziendali continuano a sostenere i mercati azionari globali, ma il sentiment positivo, i fondi quasi interamente investiti e le valutazioni al limite lasciano spazio alle battute d'arresto.

Positivi ma vigili.....13  
Valutazioni: il quadro generale.....15



## ALTERNATIVE

Siamo positivi sulle strategie azionarie long/short guidate dalla qualità e riteniamo vi sia spazio per un ulteriore rialzo. Le aziende leader di mercato offrono potenzialmente una protezione ai portafogli azionari durante le ondate di liquidazione.

Prodotti di qualità.....16



## MULTI ASSET

La costruzione di un portafoglio che potenzialmente generi ritorni positivi richiede più assunzione di rischio rispetto al passato. Riteniamo che nei prossimi 12 mesi vi sia ancora il potenziale di ritorni positivi, principalmente nello spazio azionario.

Azioni, cos'altro?.....18  
Allocazione.....20  
Indicatori.....21



## LE NOSTRE PREVISIONI

La crescita dell'economia globale resta solida. Probabilmente i rendimenti aumenteranno ma lentamente. Le azioni sembrano ben sostenute dagli utili aziendali ma possono essere vulnerabili a battute d'arresto temporanee.

Tutte le previsioni in breve.....22



## CHI SIAMO

Deutsche Asset Management è leader mondiale nella gestione degli investimenti e offre consulenza ai clienti privati e istituzionali per aiutarli a raggiungere i loro obiettivi di investimento.

Chi siamo..... 24

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 7/12/17 e potrebbero non trovare conferma. Le informazioni contenute in questo documento possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso dovuti a considerazioni economiche, di mercato e di altra natura e non devono essere intese come una raccomandazione a investire. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Deutsche Asset Management Investment GmbH.

# Quando finirà il mercato rialzista?

» Continua il rialzo dei mercati azionari.

Quali sono gli ostacoli che potrebbero fare inciampare "il toro"? «

**A** livello globale, i mercati azionari stanno testando nuovi massimi. Il mercato rialzista nelle azioni USA è iniziato nel 2009, e al raggiungimento di ogni nuovo livello record gli investitori si chiedono se continuerà o meno. C'è il rischio che possa improvvisamente trasformarsi in un mercato ribassista? Un rapido sguardo ai dati storici aiuta a rispondere alla domanda. Analizziamo più da vicino il mercato azionario USA, il mercato più grande, quello che stabilisce il ritmo di tutti gli altri a livello globale.

Il rally dei prezzi senza grandi correzioni sta alimentando i timori circa la possibile vulnerabilità del mercato azionario. Tendenzialmente questi timori si cristallizzano attorno al P/E (coefficiente prezzo/utigli) dell'S&P 500. Questo coefficiente segnala che, in media, le azioni USA hanno raggiunto valutazioni storicamente elevate. Inoltre, la bassa volatilità potrebbe indicare che alcuni partecipanti del mercato si stanno comportando con eccessiva leggerezza, noncuranti dei campanelli d'allarme.

## Quali sono i motivi di un mercato ribassista

Sicuramente, valutazioni elevate e bassa volatilità sono importanti campanelli d'allarme, ma è ancora più importante considerare i fattori che in passato hanno generato mercati ribassisti e che quindi hanno fatto scendere significativamente i prezzi del 20% o più rispetto al precedente picco. Dal 1967 ci sono state cinque recessioni negli Stati Uniti, accompagnate dal ritorno degli orsi sul mercato azionario, mentre c'è stato un solo caso di mercato ribassista senza recessione.

Colpisce il fatto che nelle fasi di recessione i mercati ribassisti siano durati più a lungo e le perdite dei prezzi azionari siano state particolarmente alte<sup>1</sup>. L'S&P 500, per esempio, è sceso in media del 43,5% rispetto all'ultimo massimo registrato durante i cinque mercati ribassisti accompagnati da recessione. La durata media di queste correzioni dei prezzi è stata pari a 21,6 mesi. Durante l'unico mercato ribassista senza recessione degli ultimi 50 anni, il barometro del mercato azionario USA è sceso del 33,1% rispetto all'ultimo massimo registrato. Il mercato ribassista è durato 5,7 mesi<sup>2</sup>.

Il motivo per cui la performance dei mercati ribassisti peggiora quando è accompagnata da una recessione è presto spiegato. In termini di allocazione, il prodotto interno lordo (PIL) consiste principalmente di redditi da lavoro e redditi da capitale quali tassi di interesse e utili. I redditi da lavoro e i redditi da interessi sono piuttosto rigidi nel breve e medio periodo, motivo per cui gli utili aziendali sono spesso duramente colpiti nelle fasi di PIL calante. A sua volta, questo genera flessioni significative dei prezzi azionari.

Cosa significa tutto ciò per la situazione attuale? Per gli azionisti, la buona notizia è che gli indicatori anticipatori USA non segnalano una recessione. A meno di brutte sorprese – come ad esempio errori macroscopici nelle scelte politiche – il rischio di una recessione sembra essere basso. Comunque, questo non esclude la possibilità di correzioni del mercato azionario.

## In discesa sì, ma non in recessione

Nell'ottobre 1987, i mercati sono crollati anche senza una recessione in vista. Né è arrivata la recessione, grazie anche alla politica monetaria estremamente accomodante della Federal Reserve statunitense (Fed) in risposta al crollo. Numerose analisi sono state condotte per analizzarne i motivi. Negli anni precedenti il crollo, il mercato azionario USA ha registrato un rally alimentato dal calo dell'inflazione rispetto all'inizio degli anni Ottanta e da tassi di interesse in discesa, nonché dall'accelerazione della crescita dell'economia. Inoltre, il governo statunitense ha intensificato la liberalizzazione e i tagli fiscali dal 1981 (Reaganomics), il che a sua volta ha ulteriormente incentivato la crescita.

A partire dal 1982, il P/E del mercato azionario è aumentato a dismisura rispetto all'equivalente del P/E del mercato obbligazionario (100 diviso il rendimento di un Treasury USA). Nel 1987, il conseguente disallineamento delle valutazioni ha ampiamente superato i livelli tipici degli anni Sessanta e Settanta. Si presume quindi che gli investitori sospettassero una sopravvalutazione delle azioni USA rispetto ai titoli di stato USA, il che ha contribuito in ultima analisi all'ondata di liquidazioni dell'ottobre 1987. In retrospettiva, possiamo dire che lo scivolone dei prezzi delle azioni ha rappresentato un'opportunità di acquisto.

Il prossimo anno dovremo fare i conti con uno scenario analogo a quello del 1987? Sicuramente non mancano le analogie. Come allora, siamo reduci da

un lungo periodo di aumento dei prezzi delle azioni. Altra analogia è l'aumento del P/E del mercato azionario. La differenza essenziale però è il fatto che, almeno rispetto alle obbligazioni, le azioni risultano ancora piuttosto convenienti. In particolare, l'indicatore delle valutazioni "P/E del mercato azionario diviso P/E del mercato obbligazionario" è ai minimi storici.

Nel crollo del 1987, anche le negoziazioni automatizzate hanno avuto un ruolo chiave. Con l'aiuto delle nascenti strategie di trading telematico, gli investitori puntavano ad aumentare le loro opportunità di guadagno limitando al contempo le perdite. Questo ha intensificato le pressioni alla vendita durante la fase di correzione. L'importanza dei sistemi di negoziazione automatizzata è ulteriormente cresciuta da allora, ma lo stesso vale per la consapevolezza del rischio, quantomeno in questo ambito.

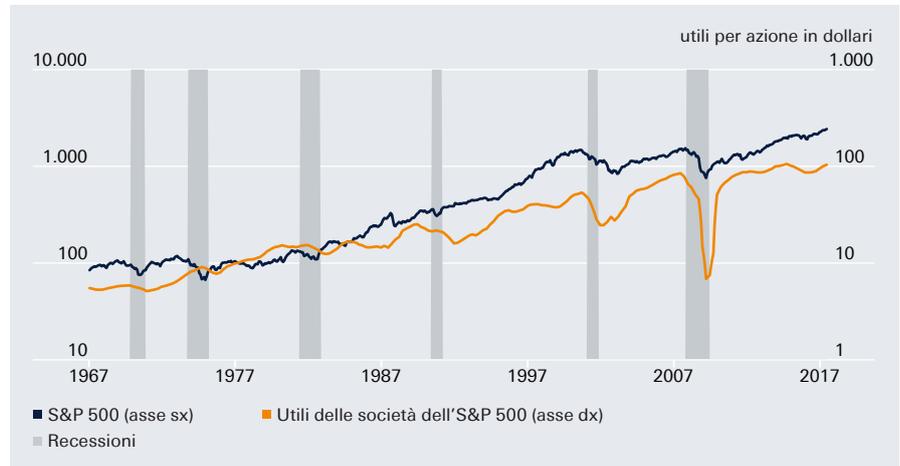
Nonostante tutte le analogie che possiamo identificare con il 1987, esistono anche delle differenze. Le valutazioni sono elevate in quasi tutte le classi di attivi, ma rispetto alle obbligazioni le azioni hanno un potenziale di rendimento migliore. Dato che probabilmente l'inflazione resterà moderata il prossimo anno e si presume che i rendimenti aumentino solo leggermente, non ci aspettiamo un cambiamento repentino di questa situazione. Inoltre, gli utili aziendali dovrebbero continuare a crescere a un buon ritmo il prossimo anno, e questo indicherebbe che l'attuale mercato rialzista ha ancora tempo davanti a sé. Ma dobbiamo rimanere all'erta.

<sup>1</sup> Elena Holodny: solitamente ci vuole una recessione per far scendere il mercato rialzista. Business Insider, 25/8/15

<sup>2</sup> Edward Yardeni: Stock Market Briefing – Tavole S&P 500 sul Mercato Rialzista e Ribassista, 11/8/17

## Un rapido sguardo all'S&P 500 e agli utili aziendali

Tendenzialmente, i prezzi e gli utili azionari scendono durante le recessioni. Il calo degli utili è stato particolarmente marcato durante le ultime due recessioni.



Fonte: Robert Shiller, Yale University al 10/11/17

## Rapporto tra il P/E dei mercati azionario e obbligazionario

Stiamo osservando P/E storicamente alti nel mercato azionario, ma ancora di più in quello obbligazionario. Rispetto alle obbligazioni, le azioni restano interessanti.



Fonte: Robert Shiller, Yale University al 10/11/17

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 7/12/17 e potrebbero non trovare conferma. Le informazioni contenute in questo documento possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso dovuti a considerazioni economiche, di mercato e di altra natura e non devono essere intese come una raccomandazione a investire. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Deutsche Asset Management Investment GmbH.

# Cosa potrebbe andare storto?

» Inizia il nono anno di ripresa e l'inflazione resta perlopiù dormiente. Ma è necessario tenerla sotto stretto controllo. «



Johannes Müller  
Head of Macro Research

## LE NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

Il 2017 ha registrato una crescita economica globale robusta e sorprendentemente diffusa.

L'inflazione sta lentamente emergendo come rischio sostanziale per il nostro scenario di base ottimistico.

"Basso e lento" non equivale a "mai e poi mai".

Il 2017 è stato un altro anno di crescita economica robusta e sorprendentemente diffusa: diversamente dal solito, tutte le economie principali e la maggior parte di quelle minori sono in crescita. In particolare per l'Eurozona, siamo riusciti a migliorare continuamente le nostre previsioni – l'ultima riflette ampiamente le revisioni delle stime di crescita ufficiali per i trimestri precedenti. La crescita ha accelerato in Giappone, mentre negli Stati Uniti continua ad apparire ben supportata. La crescita cinese, altra fonte perenne di espansione, si sta dimostrando, appunto, perenne.

Quanto ancora può durare questo periodo favorevole? Per tutto l'anno che si sta chiudendo, abbiamo scritto diffusamente sui rischi politici e geopolitici. Guardando avanti, desidero concentrarmi su un dilemma, forse meno ovvio, che sta alla base del ciclo attuale. L'inflazione è rimasta sorprendentemente dormiente in buona parte del mondo sviluppato e negli Stati Uniti in particolare, il che colpisce ancora di più data la perdurante solidità del mercato del lavoro statunitense. Se si considera la media degli ultimi sei mesi, la disoccupazione rettificata su base stagionale si attesta al 4,3%, sotto i livelli del 2007. Solitamente, ci si sarebbe aspettati un aumento dei salari ben prima di questo punto. A sua volta, l'aumento dei salari avrebbe dovuto obbligare le aziende ad aumentare i prezzi – alimentando ulteriormente la crescita dei salari.

Un'interpretazione sempre più diffusa è che il legame tra inflazione e disoccupazione, rappresentato dalla curva di Phillips, si sia interrotto definitivamente. Tre sono i motivi spesso addotti:

demografia, cambiamento tecnologico e globalizzazione. Ma nessuno di questi tre motivi convince fino in fondo, soprattutto se si considera la tempistica dell'ultimo appiattimento della curva di Phillips. Per esempio, si pensa comunemente che l'invecchiamento della popolazione alimenti le pressioni al ribasso sull'inflazione, dato che gli anziani tendono a spendere meno. Ma tendenzialmente gli anziani richiedono anche più servizi a maggiore intensità di lavoro, come nel caso dell'assistenza ospedaliera e domiciliare, con conseguenti pressioni salariali al rialzo in queste aree. Di fatto, un recente studio empirico dei nostri colleghi di DB Research ha dimostrato che negli Stati Uniti le regioni con più anziani tendenzialmente registrano un aumento, non una diminuzione, dell'inflazione. Se si scompone la forza lavoro per gruppi di età si nota che la lenta crescita delle misure aggregate della remunerazione media è dovuta, tra l'altro, anche al pensionamento dei baby-boomer con salari più alti. Se si considerano solo le paghe orarie dei lavoratori statunitensi di età compresa tra 25 e 54 anni, la curva di Phillips è tutt'altro che morta.

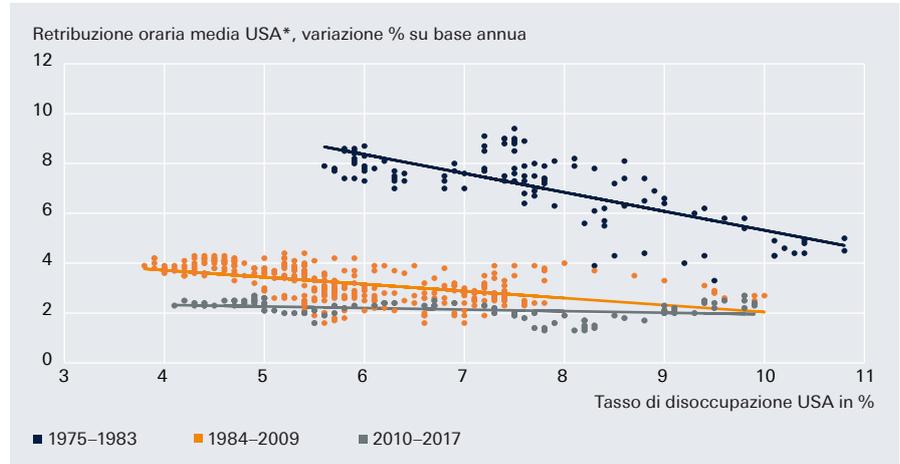
Analogamente, spesso si dice che il massiccio investimento nella tecnologia continuerà ad avere un effetto deflazionistico. Intuitivamente anche questo ha senso. Per esempio, sempre più spesso i ricavi del settore retail derivano dall'online. In questo modo i consumatori possono confrontare i prezzi alla velocità di un click, magari limitando lo spazio di manovra per gli aumenti dei prezzi dei beni venduti sia online che nei negozi fisici. Ancora una volta, comunque, non c'è motivo di pensare che necessariamente le cose andranno

sempre così. A un certo punto, i retailer online potrebbero essere sufficientemente dominanti da iniziare a spingere i prezzi al rialzo. Infine, la concorrenza globale potrebbe a tratti tenere a bada salari e prezzi, ma non ci sono motivi per pensare che debba essere un senso unico. Il fatto che la globalizzazione abbia contribuito a moderare l'inflazione in passato non significa di per sé che sarà sempre così. Non molto tempo fa, alcune delle stesse persone che ora dubitano del nesso tra inflazione e disoccupazione erano altrettanto poco convinte del fatto che la svalutazione avrebbe scatenato l'inflazione. Da allora, l'inflazione nel Regno Unito dopo il referendum sulla Brexit e il deprezzamento della sterlina hanno dato ragione ai vecchi testi di economia.

Tutto questo sottolinea la necessità di studiare esattamente perché e come i nessi causali potrebbero cambiare, anziché scartare del tutto le tesi economiche a noi note. Il nostro scenario di base ottimistico è fondato sul concetto dell'inerzia dell'inflazione, l'idea cioè che la bassa inflazione del recente passato tendenzialmente si traduca in basse richieste salariali. L'adeguamento a un migliore contesto economico, e quindi a un'inflazione più alta, richiede tempo. Uno dei rischi principali è un'improvvisa impennata dell'inflazione a fronte di un eccessivo calo della disoccupazione, con conseguente rapido giro di vite da parte delle banche centrali. È altrettanto possibile che le pressioni disinflazionistiche che abbiamo appena descritto possano dimostrarsi più forti per periodi di tempo più lunghi. In entrambi i casi "basso e lento" non equivale a "mai e poi mai", che si parli di inflazione o di inasprimento delle politiche monetarie.

## La curva di Phillips si appiattisce?

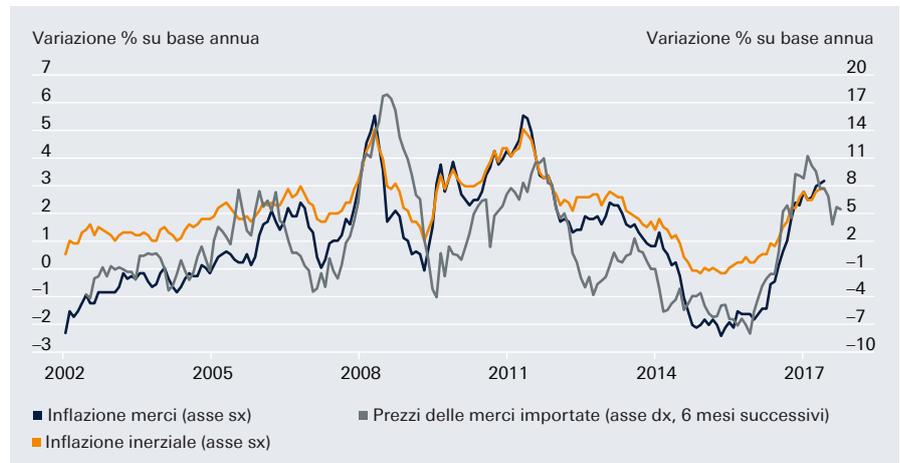
La curva di Phillips misura il supposto trade-off tra disoccupazione ciclica e inflazione. In questi ultimi anni, sembra che si sia appiattita.



Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH al 9/11/17  
\*Settore privato

## La Brexit come causa dello shock inflazionistico

A seguito del referendum sulla Brexit la sterlina si è fortemente svalutata, facendo salire i prezzi delle merci importate e anche l'inflazione inerziale.



Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH al 9/11/17

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 7/12/17 e potrebbero non trovare conferma. Le informazioni contenute in questo documento possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso dovuti a considerazioni economiche, di mercato e di altra natura e non devono essere intese come una raccomandazione a investire. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Deutsche Asset Management Investment GmbH.

# Non scartare le obbligazioni

» Le obbligazioni societarie e i bond dei mercati emergenti dovrebbero continuare a offrire solidi rendimenti nel 2018. Prevediamo un leggero aumento dei tassi di interesse. «



Jörn Wasmund  
Head of Fixed Income/Cash

## LE NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

Alla luce della robusta crescita globale prevediamo un aumento di inflazione e tassi nel 2018, ma solo graduale.

Le banche centrali dovrebbero continuare a dare sostegno, ma probabilmente in misura assai minore nel 2018.

Confermiamo la nostra opinione positiva sulle obbligazioni societarie e dei mercati emergenti. Sul mercato dei titoli di stato preferiamo scadenze più brevi.

Uno sguardo retrospettivo al 2017 evoca una sensazione di déjà vu. Nonostante i dati economici sorprendentemente solidi, l'inflazione, ancora una volta, ci ha colti di sorpresa con il suo trend discendente. In Europa, il tasso di inflazione dell'1,5% è ancora inferiore all'obiettivo del 2% fissato dalla Banca Centrale Europea (BCE). Da qui il quesito: per il 2018 possiamo veramente prevedere un aumento dei tassi nell'Eurozona? I rendimenti dei Bund tedeschi decennali si sono lateralizzati nel 2017, mentre quelli dei Treasury USA probabilmente chiuderanno l'anno a livelli inferiori rispetto allo scorso gennaio. Comunque, gli scettici devono anche ammettere che nel 2017 i rendimenti di entrambi i Paesi si sono chiaramente allontanati dai minimi registrati a metà 2016. In base alle nostre previsioni economiche e alle aspettative in tema di politiche monetarie, crediamo che questa tendenza continuerà il prossimo anno. Ci aspettiamo un'ulteriore accelerazione della crescita globale al 3,8% nel 2018, e in previsione di un leggero aumento dell'inflazione in molte parti del mondo riteniamo che la politica monetaria diventerà gradualmente più restrittiva.

Prevediamo un rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti a dicembre di quest'anno, seguito da altri due nel 2018. Inoltre la Fed, che probabilmente alleggerirà il proprio bilancio di circa il 7%, non è più l'unica banca centrale dei paesi del G7 ad aver avviato il ciclo di rialzo dei tassi: le sue controparti in Canada e Regno Unito sono già della partita. La BCE ha invece annunciato la riduzione degli acquisti di obbligazioni dagli attuali 60 miliardi di euro a 30 miliardi a partire da gennaio 2018, cui farà seguito un altro – forse l'ulti-

mo – taglio a settembre. Non prevediamo rialzi dei tassi prima del 2019, anche se questa prospettiva potrebbe iniziare a preoccupare gli investitori già da metà 2018. Un altro motivo di preoccupazione sarà l'imminente sostituzione di tre dei sei membri del Comitato Esecutivo della BCE, incluso Mario Draghi. Questo, unito al tasso di avvicendamento insolitamente alto in seno alla Fed, lascia ampio spazio agli errori di comunicazione, o addirittura alle sorprese, nella politica monetaria globale. La tempistica non è delle migliori: entro la fine del 2019, i mercati molto probabilmente dovranno gestire un consistente ritiro della liquidità da parte delle banche centrali per la prima volta dalla crisi finanziaria.

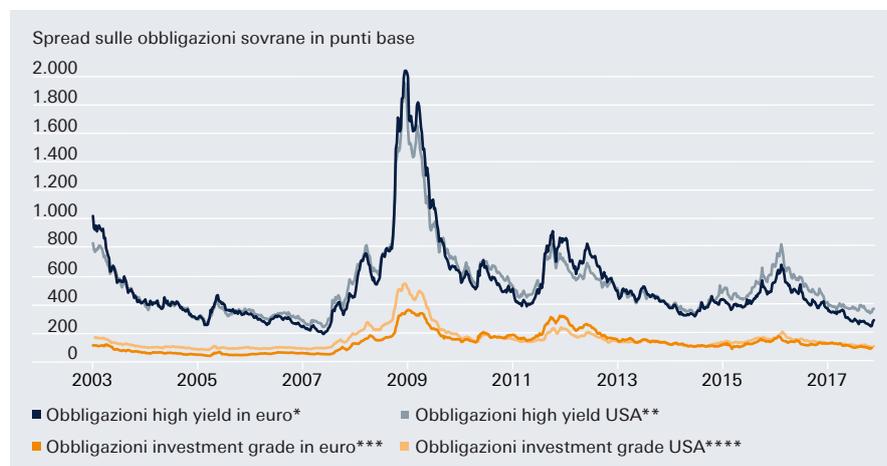
Per le nostre previsioni, comunque, tutto questo si traduce in una necessità sorprendentemente limitata di adeguamenti. Iniziamo il nuovo anno all'insegna dell'ottimismo, restando comunque vigili. In sintesi ci sentiamo tranquilli sulle obbligazioni societarie e quelle dei mercati emergenti. I titoli di stato dei paesi centrali europei probabilmente registreranno un leggero aumento dei rendimenti. Prevediamo che il rendimento dei Bund decennali raggiungerà il livello di 0,80% entro la fine del 2018. A causa delle conseguenti perdite dei prezzi, ne deriverebbe un rendimento totale negativo. Per i Treasury USA ci aspettiamo un rendimento al 2,60%, il che significherebbe un rendimento totale prossimo allo zero, pertanto nel segmento dei titoli di stato preferiamo le obbligazioni con scadenze più brevi. Un portafoglio bilanciato dovrebbe comunque continuare a includere obbligazioni a scadenza più lunga perché offrono una migliore protezione in caso di un calo a sorpresa dei rendimenti. Pre-

vediamo un ulteriore appiattimento della curva dei rendimenti USA, uno sviluppo che gli scettici della crescita terranno probabilmente sotto stretta osservazione. Finora, ogni recessione negli Stati Uniti è stata preceduta da un'inversione della curva dei rendimenti. A onor del vero, però, ci sono anche state inversioni delle curve dei rendimenti a cui non ha fatto immediatamente seguito una recessione. Dato che probabilmente le banche centrali avranno curve dei rendimenti significativamente distorte, pensiamo che l'appiattimento questa volta abbia più a che fare con il persistere dei timori relativi alle prospettive di crescita a lungo termine che non con i mercati obbligazionari che iniziano a scontare una recessione USA.

Nel segmento delle obbligazioni aziendali, notiamo che alcuni settori negli Stati Uniti stanno già registrando coefficienti di indebitamento più alti rispetto al 2008. L'indice di copertura degli interessi (utile prima degli interessi, delle tasse e degli ammortamenti – EBITDA – diviso per gli interessi passivi di un'azienda) dell'S&P 500 continua a scendere dal 2015, pur restando significativamente superiore al 2009. La situazione per le aziende minori (Russell 3000) non è altrettanto favorevole, ma non pensiamo che vi siano motivi di preoccupazione nell'immediato. Alla luce della solidità del contesto economico, prevediamo che i tassi di default rimarranno bassi nel 2018. Secondo le previsioni, le obbligazioni societarie beneficeranno della contrazione degli spread creditizi, ma non quanto negli anni precedenti. Riteniamo che il potenziale di rendimento delle obbligazioni societarie USA sia superiore a quello delle controparti europee.

## Obbligazioni aziendali: riflettori puntati sulle cedole nel 2018

Pur essendo già sensibilmente diminuiti, gli spread creditizi potrebbero subire un'ulteriore contrazione nel 2018.



Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH al 22/11/17

\*Indice BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial High Yield Constrained

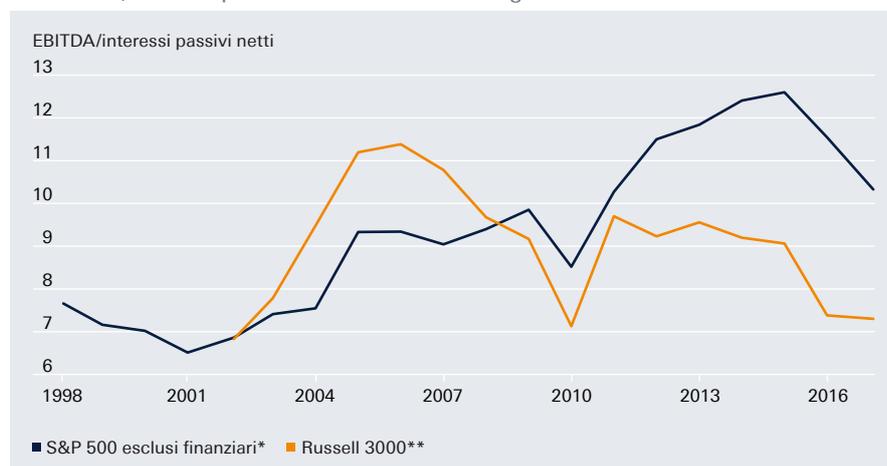
\*\*Indice Barclays U.S. Corporate High Yield

\*\*\*Indice iBoxx Euro Corporate

\*\*\*\*Indice Barclays U.S. Aggregate Bond

## Indice di copertura degli interessi delle aziende statunitensi di grandi e piccole dimensioni

Non crediamo che le aziende statunitensi in generale avranno problemi nel servizio del debito, comunque teniamo d'occhio i singoli settori.



Fonti: FactSet Research Systems Inc., Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH al 22/11/17

\*Con EBITDA medio

\*\*Escluse le aziende finanziarie e immobiliari, con EBITDA medio

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 7/12/17 e potrebbero non trovare conferma. Le informazioni contenute in questo documento possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso dovuti a considerazioni economiche, di mercato e di altra natura e non devono essere intese come una raccomandazione a investire. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Deutsche Asset Management Investment GmbH.

# In arrivo un euro meno debole

» Rispetto alle nostre precedenti previsioni, a 12 mesi ci aspettiamo un minore indebolimento dell'euro sul dollaro. «

## LE NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

Il dollaro USA ha registrato il peggiore inizio d'anno dal 1986, ma recentemente è risalito.

Per la fine del 2018 prevediamo l'intensificarsi del dibattito sul primo rialzo dei tassi da parte della BCE, che in ultima analisi dovrebbe favorire l'euro.

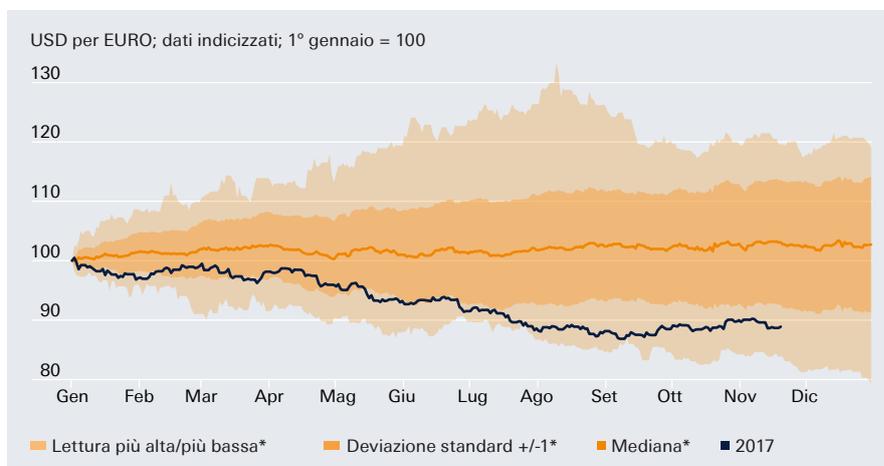
In questo contesto, rivediamo al rialzo la nostra previsione a 12 mesi del cambio euro/dollaro da 1,10 a 1,15.

Il dollaro USA ha avuto un brutto inizio d'anno. Il mercato si era posizionato per un dollaro più forte, il che ha contribuito al calo del biglietto verde a fronte delle altre valute principali. La situazione è peggiorata dopo un'altra debole performance dell'economia USA nel primo trimestre e a fronte delle continue tensioni politiche a Washington, mentre i dati sorprendentemente solidi sulla crescita dell'Eurozona e la netta vittoria di Emmanuel Macron alle presidenziali francesi hanno messo le ali all'euro. Di fatto, se si considerano i tassi di cambio di fine agosto, il dollaro ha avuto il peggior inizio d'anno dal 1986. Abbiamo giudicato esagerata questa ondata di liquidazioni, ravvisando buone opportunità di rimbalzo, e in un certo senso è proprio quello che è successo.

Ora però, spostando l'orizzonte delle previsioni di tre mesi al dicembre 2018, dobbiamo considerare lo stato dei mercati mondiali a fine 2018. Per allora, prevediamo che la BCE avrà in gran parte esaurito il programma di acquisto di attivi, mentre i mercati cercheranno di valutare gli imminenti cambiamenti ai vertici della BCE (nel 2019 scadranno i mandati di tre consiglieri, tra cui il più importante, il presidente). In un simile scenario, prevediamo l'intensificarsi del dibattito sulla probabile tempistica del primo rialzo dei tassi nell'Eurozona. Quindi, pur mantenendo invariate le altre coppie valutarie, stiamo rivedendo al rialzo le nostre previsioni sul tasso di cambio dell'euro a 1,15 sul dollaro e 132 sullo yen.

## Un biglietto verde insolitamente debole

Storicamente, il 2017 è stato un anno insolitamente negativo per il dollaro.



Fonte: Bloomberg Finance L.P. al 20/11/17

\*Il campione sottostante consiste di valori giornalieri del tasso di cambio USD/EUR tra il 1974 e il 2016.

# Positivi ma vigili

» Probabilmente l'espansione economica globale continuerà a spingere gli utili aziendali nel 2018. Le azioni possono ancora crescere, ma aumentano i rischi. «

**E**spansione globale sincronizzata. Sono queste le parole che abbiamo sentito pronunciare più spesso a una conferenza per investitori negli Stati Uniti a inizio novembre. Circa 250 le aziende industriali che hanno illustrato le loro tesi. L'atmosfera era talmente bella da far facilmente innervosire. Questa descrizione riassume in modo appropriato il punto di partenza delle nostre prospettive d'investimento per il 2018 sul mercato azionario. Le imprese hanno fiducia, gli ordinativi sono al massimo e arrivano da tutto il mondo. Sia i mercati sviluppati che quelli emergenti sorprendono con dati economici positivi. Raramente nella storia recente ci sono stati così pochi Paesi in recessione come quest'anno. Secondo le stime di consenso, gli utili aziendali del 2017 di Stati Uniti, Europa, mercati emergenti, Giappone e Cina probabilmente cresceranno di pari passo, con tassi a doppia cifra. Una tale crescita degli utili sincronizzata sarebbe la prima da dieci anni.

Solo i vari indicatori del sentiment superano questi dati. Il sentiment dei consumatori in Europa e negli Stati Uniti è il migliore degli ultimi 17 anni. Secondo l'Ifo Institute, la valutazione della situazione attuale da parte dei dirigenti delle società tedesche<sup>1</sup> non è mai stata così positiva dai tempi della riunificazione del Paese nel 1990. Il sentiment dei responsabili degli acquisti USA è stato decisamente migliore solo a metà degli anni Ottanta. E cosa significa tutto ciò per gli investitori? I dati sono alquanto confusi. Non ci

sono prove di sentiment negativo nelle indagini. Le stime vanno da "medio" a "come nel 1985" (U.S. Advisors' Sentiment Report), ma sicuramente prevale il sentiment positivo. I coefficienti di liquidità<sup>1</sup> dei fondi istituzionali (globali) sono appena al di sotto della media decennale, ma sono diminuiti nettamente in un anno. I gestori dei fondi in questo momento si assumono rischi superiori alla media per la prima volta dal 2000<sup>2</sup>. Nel frattempo, il coefficiente patrimonio netto/attività totali degli hedge fund internazionali ha raggiunto il livello più alto degli ultimi undici anni<sup>3</sup>. Il coefficiente di liquidità dei fondi azionari tradizionali europei è attualmente<sup>4</sup> dell'1,3%, vale a dire più del doppio rispetto ai minimi del 2007 ma comunque molto inferiore alla media decennale del due per cento circa. E tuttavia, gli investitori professionali sostengono di non sottovalutare i rischi per il 2018. In breve: spesso ci sono enormi differenze tra quello che dicono i gestori dei fondi e la composizione dei loro portafogli. Cosa ci dicono al riguardo gli indicatori di sentiment, i prezzi azionari e le valutazioni? Rispetto ai valori storici, è difficile dire che agli investitori manchi la fiducia in questo momento.

Bisogna ammettere che con gli indicatori del sentiment è molto facile trovare il difetto che guasta tutto. Con vari indicatori del sentiment tra investitori, società o consumatori tutti aperti a diverse interpretazioni, non è detto che i mercati azionari non abbiano già superato la realtà.



Thomas Schüßler  
Co-Head of Equities



Andre Köttner  
Co-Head of Equities

## LE NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

Prevediamo rendimenti medi a singola cifra nel 2018, principalmente guidati dai settori ciclici.

Il sentiment positivo, i fondi quasi interamente investiti e le valutazioni al limite aumentano tuttavia la possibilità di delusioni.

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 7/12/17 e potrebbero non trovare conferma. Le informazioni contenute in questo documento possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso dovuti a considerazioni economiche, di mercato e di altra natura e non devono essere intese come una raccomandazione a investire. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Deutsche Asset Management Investment GmbH.

Non tutti i segnali dei mercati dei capitali indicano euforia. Le curve dei rendimenti piatte suggeriscono un certo scetticismo verso la crescita. Il che ci porta alla questione dei tassi di interesse. La loro importanza può aumentare nei prossimi trimestri, per esempio in termini di leva finanziaria, che ha raggiunto di nuovo livelli record nelle aziende non finanziarie statunitensi – sia in valore assoluto che relativo – rispetto al PIL. In alcuni settori dell'S&P 500, la leva finanziaria netta è significativamente superiore al 2007. Se si considera l'indice di copertura degli interessi, vale a dire la capacità di pagare gli interessi sul debito in essere usando il reddito di esercizio, la situazione è meno preoccupante. Comunque, i timori aumenteranno quando inizieranno a salire i tassi di interesse reali. Per un certo periodo di tempo, le aziende con bilanci deboli sono state penalizzate sui mercati finanziari.

### Resta ancora ossigeno

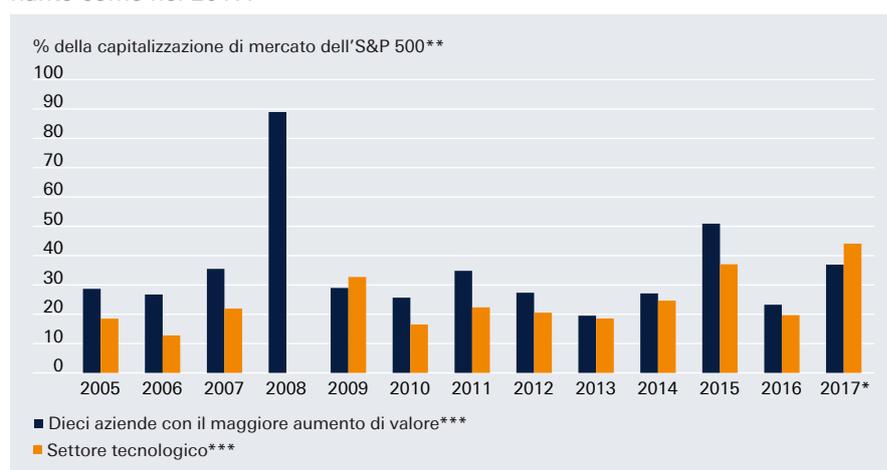
Nonostante un certo peggioramento dei bilanci aziendali, in generale siamo ottimisti per il 2018, principalmente alla luce della robusta situazione economica. Prevediamo che la crescita dell'economia globale acceleri al 3,8% nel 2018. Ci aspettiamo inoltre che i tassi di interesse e la volatilità rimangano bassi ma che le valutazioni restino sopra la media storica. In questo scenario, un'ulteriore espansione dei multipli delle valutazioni appare improbabile: prevediamo piuttosto una leggera flessione dei P/E. La nostra previsione di ritorni totali ad alta singola cifra in quasi tutti i mercati si basa principalmente su due considerazioni: in primo luogo, l'aumento degli utili aziendali – prevediamo, in media, tassi di crescita ad alta singola cifra nei mercati sviluppati e tassi del 15% nei mercati emergenti; e, in secondo luogo, un dividend yield tra il 2% circa di Stati Uniti e Giappone e il 4% dell'Europa.

A livello settoriale, il nostro approccio resta pro-ciclico. Continuiamo a prevedere che l'impeto principale verrà ancora dal settore tecnologico nel 2018. Le aziende tecnologiche hanno già presentato dati impressionanti quest'anno. Anche alcune imprese con un fatturato miliardario a doppia cifra hanno registrato un aumento superiore al 50%. I driver di questa forte domanda di tecnologia probabilmente saranno confermati nel 2018, anche se la buona performance di quest'anno potrebbe rendere questo settore particolarmente vulnerabile a fasi di flessione del mercato il prossimo anno. Il settore finanziario potrebbe diventare la seconda grande leva di sviluppo. Gli Stati Uniti offrono una normativa più lasca, tassi di interesse più alti e distribuzioni in aumento, mentre in Europa prosegue il consolidamento e probabilmente gli sforzi di ristrutturazione inizieranno a dare i primi frutti.

Pur essendo generalmente ottimisti, non ci aspettiamo di vedere sui mercati azionari i rendimenti e la bassa volatilità registrati nel 2017. Se si considera anche solo la durata del rally, molti investitori potrebbero iniziare a innervosirsi. Il 13 dicembre, l'S&P 500 potrebbe battere il record di 532 giorni senza correzioni di almeno il 5%. Questa corsa potrebbe essere fermata da sorprese sul fronte dell'inflazione, dai tassi di crescita deludenti della Cina o dalla mancata attuazione dei previsti piani di riforma fiscale negli Stati Uniti. Dopo l'attuale fase di forte propensione al rischio, gli investitori potrebbero improvvisamente liquidare le posizioni rischiose nel 2018. Comunque, sulla base delle nostre prospettive economiche complessivamente positive, vedremo queste battute d'arresto come opportunità di ingresso.

### Contributo di aziende/settori alla performance dell'S&P 500

L'S&P 500 è sempre stato maggiormente influenzato dalle prime dieci aziende (indipendentemente dal settore), ma la tecnologia non è mai stata tanto dominante come nel 2017.



Fonte: Bloomberg Finance L.P. al 16/11/17

\*fino al 16 novembre compreso

\*\*sono stati considerati solo i titoli con un tasso di cambiamento annuale positivo

\*\*\*si riferisce alle 10 aziende con il maggiore aumento del valore di mercato nel rispettivo anno

\*\*\*\*Indice S&P 500 Information Technology

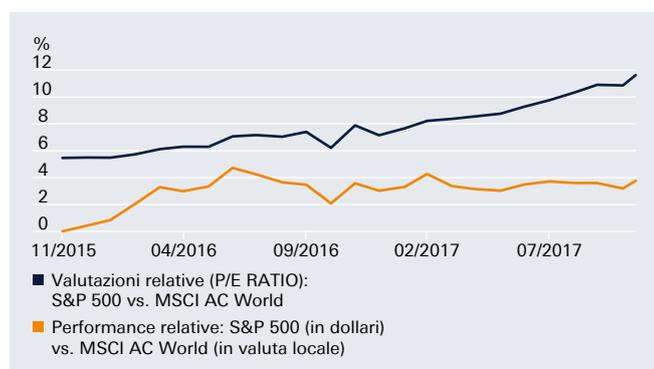
<sup>1,2,3</sup> Indagine BofA Merrill Lynch sui gestori di fondi globali 14/11/17; Bank of America Corporation

<sup>4</sup> Morgan Stanley Research, Strategy Data Gallery al 10/11/17

# Valutazioni: il quadro generale

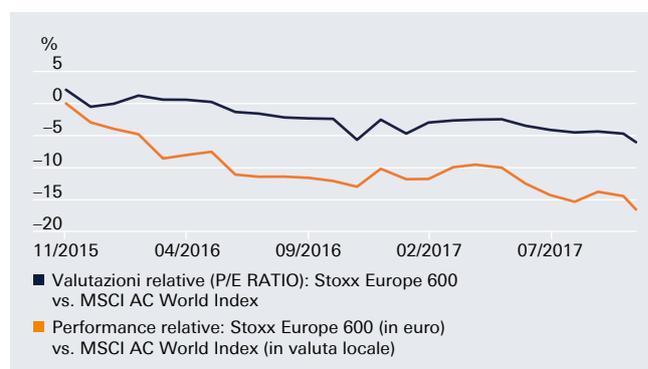
## Azioni USA

Per l'S&P 500, prevediamo ancora una crescita dell'utile per azione (EPS) dell'11% per quest'anno e del 7% per il prossimo anno. In questo contesto, lo spazio per ulteriori aumenti del prezzo delle azioni sembra limitato e un forte impeto dalla prevista riforma fiscale appare sempre più improbabile. Non bisogna aspettarsi molto dall'Amministrazione Trump in termini di spesa per le infrastrutture. Il nostro obiettivo di prezzo di fine anno 2018 per l'indice è di 2.750 punti.



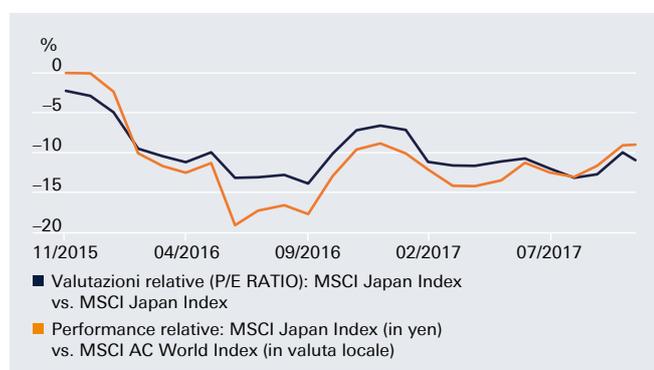
## Azioni europee

Le economie europee stanno mettendo a segno performance sorprendentemente positive. In base ai dati del terzo trimestre, l'Eurozona si appresta a raggiungere il tasso di crescita più alto dal 2007. E mentre gli indicatori del sentiment sono già ai massimi degli ultimi anni, le aspettative sugli utili recentemente sono rimaste praticamente invariate. Nel complesso, restiamo ottimisti per l'Eurozona. Abbiamo abbassato a neutrale la nostra view tattica sulla Germania ma vediamo un potenziale per il Dax fino a 14.100 punti entro la fine del 2018.



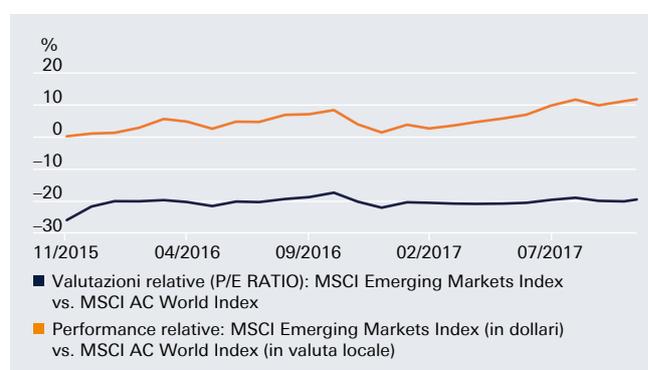
## Azioni giapponesi

Il mercato giapponese ha registrato performance positive di recente, ma è indietro rispetto all'Europa e agli Stati Uniti per l'intero anno. La rielezione di Abe ha consolidato la fiducia nel perdurare di politiche monetarie accomodanti. Nel frattempo, continua a migliorare la corporate governance. Gli utili aziendali del terzo trimestre sono aumentati di un quinto e le revisioni degli utili sono tra le più elevate nei mercati sviluppati. Le azioni giapponesi restano tra le nostre preferite.



## Azioni dei mercati emergenti

Il contesto economico rimane solido nei mercati emergenti e particolarmente interessante in Asia, dove continuiamo a osservare una crescita robusta e bassi livelli di inflazione. Né la ripresa del dollaro, né i rialzi dei tassi di interesse USA hanno impedito alla regione di mettere a segno performance migliori rispetto all'MSCI World. A meno di un'escalation della situazione in Corea del Nord, prevediamo un risultato analogo per il 2018 – ma trasversale a un ventaglio di settori più ampio rispetto all'anno che sta per concludersi.



Fonti: FactSet Research Systems Inc., Deutsche Asset Management Investment GmbH al 16/11/17

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 7/12/17 e potrebbero non trovare conferma. Le informazioni contenute in questo documento possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso dovuti a considerazioni economiche, di mercato e di altra natura e non devono essere intese come una raccomandazione a investire. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Deutsche Asset Management Investment GmbH.

# Prodotti di qualità

» Alcune strategie azionarie long/short offrono ancora potenzialità di rialzo e proteggono dal downside derivante dalla “fuga verso la qualità” «



Tim Gascoigne  
Head of Hedge Fund Advisory

## LE NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

Siamo positivi sulle strategie azionarie long/short orientate alla qualità e riteniamo vi sia spazio per un ulteriore upside.

Le aziende leader di mercato di alta qualità possono proteggere i portafogli azionari durante le ondate di liquidazione.

Con gli investimenti guidati dalla qualità, così come in altre aree dell'universo degli hedge fund, è essenziale un'attenta selezione della strategia.

Siamo costantemente alla ricerca di modi per aumentare il rendimento dei nostri portafogli senza aggiungere rischio, o per ridurre il rischio senza dover rinunciare al rendimento. Cosa teoricamente impossibile da fare, stando alle teorie convenzionali sull'efficienza del mercato. Il vincitore del premio Nobel per l'economia di quest'anno, Richard Thaler, la pensa diversamente e ha passato la sua carriera professionale a identificare e cercare di spiegare vari fenomeni che si sono materializzati ma che invece, secondo la teoria economica, non dovrebbero esistere. Si tratta delle cosiddette “anomalie”, che possono consentire agli hedge fund di generare rendimenti non correlati ai mercati in generale.

Recentemente abbiamo rivolto l'attenzione alla cosiddetta “anomalia qualitativa” delle azioni, vale a dire la tendenza dei titoli di alta qualità a mettere a segno elevati rendimenti adeguati per il rischio, battendo il mercato nel corso del tempo. Resta un enigma, dato che questo effetto alla fine dovrebbe essere compensato con l'arbitraggio. Una prova vivente della longevità di questa anomalia è il leggendario investitore Warren Buffet, famoso perché ama comprare prodotti di qualità a prezzi scontati, che siano “calzini o azioni” (socks or stocks). Naturalmente, giudicare la qualità di un calzino è un po' più facile: per i calzini, usiamo una definizione sia intuitiva che pratica della qualità. A rischio di sembrare tautologico, un'azienda di alta qualità è naturalmente sempre migliore rispetto alla maggior parte delle altre. Il che potrebbe voler dire una performance finanziaria migliore, una migliore gestione e/o un atteggiamento più favorevole agli azionisti

rispetto ai peer. La metrica comunemente utilizzata per misurare la qualità comprende il ritorno sul capitale investito, la redditività e la leva finanziaria, oltre alle misure dell'efficienza collegate a dividendi e flussi di cassa.

Di fatto, i titoli di alta qualità hanno generato extra-rendimenti significativi nel corso del tempo. Questi rendimenti possono essere conseguiti comprando società di alta qualità e shortando il mercato e/o shortando le società di bassa qualità. In entrambi i casi, gli extra-rendimenti sono positivi nel corso del tempo<sup>1</sup>. Cosa potrebbe spiegare questa anomalia? Forse gli investitori preferiscono titoli di qualità inferiore, tipo “biglietti della lotteria”, ai titoli di alta qualità “noiosi” e prevedibili. Se così fosse, questo spiegherebbe perché l'anomalia qualitativa sembra dipendere dalle condizioni di mercato in generale. La strategia registra performance generalmente inferiori in contesti fortemente improntati alla “ricerca del rischio”, che per definizione inducono gli investitori a preferire investimenti più incerti, realizzando invece risultati positivi durante le ondate di liquidazione: per esempio, una strategia con posizioni long su titoli di qualità e short su titoli “spazzatura” avrebbe generato una performance positiva molto forte nel 2008.

Negli ultimi mesi, il rally dei mercati azionari è stato spinto principalmente da titoli di aziende di alta qualità: generano molta liquidità, hanno modelli di business assai redditizi e hanno buoni punteggi nella maggior parte delle metriche qualitative. Ciò suggerisce che il recente rally azionario si differenzia dai precedenti proprio per il suo accento sulla qualità. Alla fine degli

anni Novanta, i mercati azionari sono stati spinti dalle società tecnologiche che per la maggior parte avevano modelli di business non testati. All'epoca, le strategie di investimento basate sulla qualità hanno registrato performance inferiori al mercato in generale. Negli anni 2000, il mercato è salito indipendentemente dagli elementi qualitativi e quindi le strategie di investimento basate sulla qualità sarebbero state più o meno piatte. Dalla crisi finanziaria globale, queste strategie hanno avuto periodi di performance piatta durante le fasi di rally dei mercati azionari e ottimi rendimenti nei periodi "risk-off".

In una prospettiva di medio periodo preferiamo sovrappesare le strategie di investimento guidate dalla qualità. Dopo una lunga corsa rialzista, vediamo segnali di una "rotazione verso la qualità". Le società leader di mercato di alta qualità dovrebbero continuare a essere i candidati più probabili a generare una crescita degli utili, pertanto offrono ancora un potenziale di upside e al contempo una protezione dal downside derivante dalla "fuga verso la qualità". Sicuramente, le società di alta qualità di oggi potrebbero non restare tali per sempre. Pensiamo che le misure quantitative della qualità svolgano un ruolo importante, unite alle valutazioni qualitative da parte di investitori esperti. Con gli investimenti guidati dalla qualità, così come in altre aree dell'universo hedge fund, è essenziale un'attenta selezione della strategia.

## Rendimenti a lungo termine grazie ai titoli di qualità

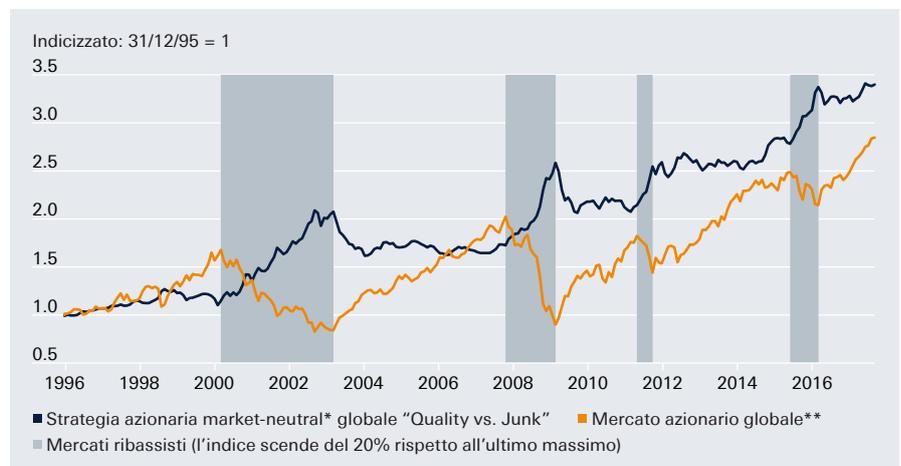
L'anomalia qualitativa ha generato significativi extra-rendimenti nel corso del tempo grazie all'acquisto di società di alta qualità e alla vendita di quelle di bassa qualità



Fonte: AQR Capital Management, LLC al 31/8/17

## Performance superiore di una strategia basata sulla qualità

La strategia ha riportato una buona performance negli scenari "risk-off" e "fuga verso la qualità". La situazione si è parzialmente invertita con il rimbalzo dei mercati.



Fonte: AQR Capital Management, LLC al 31/8/17

\*Rendimenti sopra il tasso risk-free

\*\*Indice extra-rendimenti inclusi tutti i titoli globali ponderati per capitalizzazione di mercato

<sup>1</sup> Cfr. Asness, Clifford, Frazzini, Andrea e Pedersen, Lasse (2013) "Quality Minus Junk", Working paper, disponibile online: [http://www.econ.yale.edu/~shiller/behfin/2013\\_04-10/asness-frazzini-pedersen.pdf](http://www.econ.yale.edu/~shiller/behfin/2013_04-10/asness-frazzini-pedersen.pdf)

Gli investimenti alternativi possono essere speculativi e comportare rischi significativi tra cui illiquidità, maggiori perdite potenziali e mancanza di trasparenza. Gli strumenti alternativi non sono idonei a tutti gli investitori. Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 7/12/17 e potrebbero non trovare conferma. Le informazioni contenute in questo documento possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso dovuti a considerazioni economiche, di mercato e di altra natura e non devono essere intese come una raccomandazione a investire. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Deutsche Asset Management Investment GmbH.

# Azioni, cos'altro?

» Ci siamo posizionati per la parte finale del ciclo, ovvero preferiamo le azioni per le strategie e i portafogli multi asset. «



Christian Hille  
Head of Multi Asset

## LE NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

La costruzione di un portafoglio con il potenziale di generare rendimenti positivi richiede una maggiore assunzione di rischio rispetto agli scorsi anni.

Continuiamo a credere che valga la pena assumersi rischi, a patto che siano correttamente gestiti.

Per i prossimi 12 mesi vediamo ancora un potenziale di rendimenti positivi, principalmente per le azioni. La bassa volatilità potrebbe durare più a lungo.

Un concetto ampiamente utilizzato nella moderna teoria di portafoglio è quello della frontiera efficiente, particolarmente utile nell'attuale contesto di mercato. La frontiera efficiente è costruita plottando tutti gli attivi o combinazioni di attivi su un grafico. Per ogni attivo, il grafico mostra il rendimento atteso e il rischio associato (misurato in base alla variabilità del rendimento di portafoglio che ne deriva). In questo modo è possibile identificare facilmente gli attivi o i portafogli (considerando le correlazioni) che offrono il massimo rendimento atteso per ogni livello di rischio. In teoria, presumendo che non vi siano altre opzioni, questi sono i portafogli che qualsiasi investitore razionale vorrebbe avere.

Ora, immaginate che vi sia anche un attivo privo di rischio, che garantisca un rendimento basso ma certo. La nuova frontiera efficiente diventa una linea retta che va dal tasso privo di rischio al punto di tangenza<sup>1</sup> con il portafoglio di partenza. Tramite la politica monetaria espansiva (Quantitative Easing – QE), le banche centrali hanno compresso i rendimenti dei titoli di stato a lungo termine, comunemente usati come proxy del tasso privo di rischio di un Paese. In buona parte dell'Eurozona, questi tassi restano prossimi allo zero o inferiori. Anche per questo motivo, le frontiere efficienti sono state inferiori ma più ripide rispetto ai livelli storici per i portafogli multi-asset a diversificazione globale e prevediamo che questa situazione persista. Pertanto, la costruzione di un portafoglio con il potenziale di generare rendimenti positivi richiede una maggiore assunzione di rischio oggi rispetto agli anni passati.

### Vale ancora la pena assumere rischio

Per ora, pensiamo che valga ancora la pena assumere rischio. Lo faccia-

mo prevalentemente con le azioni. Al contempo, è importante monitorare il rischio complessivo del portafoglio e assicurare una corretta gestione dei rischi. Le valutazioni azionarie sono alte, ma per ora, secondo noi, non al punto da precludere ulteriori guadagni. Dopo tutto, gli utili crescono in modo significativo. Praticamente nessuna alternativa alle azioni è in grado di generare rendimenti ragionevoli, anche perché le azioni sono molto più liquide rispetto ai titoli di credito ad alto rendimento, per esempio. Sul fronte obbligazionario, ci aspettiamo che i tassi restino piuttosto bassi, con un appiattimento della curva dei rendimenti. Questo riflette la nostra view secondo cui il mercato è entrato in una fase di fine ciclo. In ambito obbligazionario preferiamo il debito dei mercati emergenti rispetto a quello dei mercati sviluppati in generale e all'high yield in particolare. I livelli di debito salgono, specialmente negli Stati Uniti, ma sono anche sostenuti da forti utili. Per quanto riguarda l'oro, non prevediamo rialzi massicci dei tassi reali, che aumenterebbero i costi opportunità del metallo prezioso. L'oro resta uno degli attivi preferiti per diversificare i portafogli multi asset dai rischi evento.

### Carpe diem

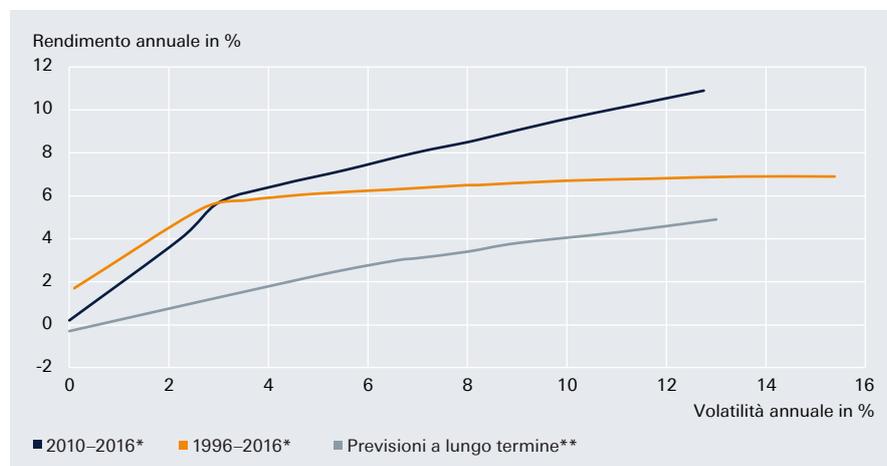
Il nostro posizionamento si basa sul contesto macroeconomico favorevole da noi previsto per i prossimi 12 mesi. Recentemente la crescita globale si è ampiamente diffusa. Nel frattempo, l'inflazione resta dormiente nella maggior parte dei Paesi, il che dovrebbe continuare a limitare le pressioni che spingerebbero le banche centrali ad aumentare i tassi troppo repentinamente. Comunque, il QE sembra prossimo a raggiungere il picco verso la fine del 2018, creando un possibile punto di svolta nel ciclo dato l'impatto che ha avuto la politica monetaria sui prezzi degli attivi negli ultimi anni. La

domanda degli investitori che cercano sia la crescita del capitale, sia il reddito da cedole e dividendi probabilmente resterà elevata, in quanto prevediamo che la politica monetaria rimarrà accomodante per ora.

E questo mi riporta alla frontiera efficiente. A causa del QE, molti investitori sono stati obbligati ad assumere più rischio di quanto sarebbero stati propensi a fare precedentemente. In previsione di una politica monetaria meno accomodante, alla fine potremmo passare da un regime di bassa volatilità a uno di media volatilità. Le misure di rischio basate sulla volatilità degli ultimi due anni potrebbero dimostrarsi fuorvianti. In particolare, è probabile che sottostimino il potenziale impatto di eventi a cui attualmente assegniamo basse probabilità, tra cui una recessione improvvisa o un aumento a sorpresa dell'inflazione, magari accompagnato da errori di policy delle banche centrali. Potremmo anche vedere un aumento della divergenza tra le politiche di Fed e BCE, con conseguenti implicazioni per i tassi di interesse dei Paesi centrali nonché per il tasso di cambio euro/dollaro. Cambiamenti repentini di policy o escalation geopolitiche potrebbero fare temporaneamente aumentare la volatilità. Per ora è improbabile che un aumento temporaneo della volatilità cambi le regole del gioco. Considerati tutti questi fattori, prevediamo che la situazione attuale di bassa volatilità durerà più a lungo, potenzialmente per altri 12-24 mesi.

## Rendimenti più bassi all'orizzonte

Rispetto ai dati storici, per i portafogli multi asset a diversificazione globale prevediamo frontiere efficienti più basse ma più ripide.



Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH, dati 11/2017  
 \*Performance basata su MSCI World (in euro), J.P. Morgan Global Bond Index Germany (fino al 2/10/2000) e Barclays Global Aggregate Bond Index Hedged EUR (dal 2/10/2000)  
 \*\*Previsione basata su dati complessivi sulle classi di attivo di Deutsche AM Multi Asset Group

## Il 2017 è stato un anno insolito

In una vasta gamma di classi di attivi, i drawdown massimi (la caduta dal massimo al minimo) recentemente sono stati molto al di sotto delle medie storiche.



Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH, dati 11/2017  
 \*Barclays Euro Aggregate Corporate TR Index Unhedged EUR  
 \*\*Barclays Pan-European High Yield (Euro) TR Index Unhedged EUR  
 \*\*\*J.P. Morgan EMBI Global Diversified Composite

<sup>1</sup> In questo caso il punto di tangenza è il punto sulla frontiera efficiente in cui una retta che collega il tasso di interesse privo di rischio (sull'asse Y) alla frontiera efficiente ha la stessa inclinazione della frontiera efficiente.

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 7/12/17 e potrebbero non trovare conferma. Le informazioni contenute in questo documento possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso dovuti a considerazioni economiche, di mercato e di altra natura e non devono essere intese come una raccomandazione a investire. Gli investimenti alternativi possono essere speculativi e comportare rischi significativi compresi illiquidità, maggiori perdite potenziali e mancanza di trasparenza. Gli strumenti alternativi non sono idonei a tutti gli investitori. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Gli investimenti comportano rischi. Il valore di un investimento può diminuire o aumentare e il vostro capitale può essere a rischio. Gli investitori potrebbero non riuscire a recuperare in qualsiasi momento il capitale originariamente investito. Deutsche Asset Management Investment GmbH.

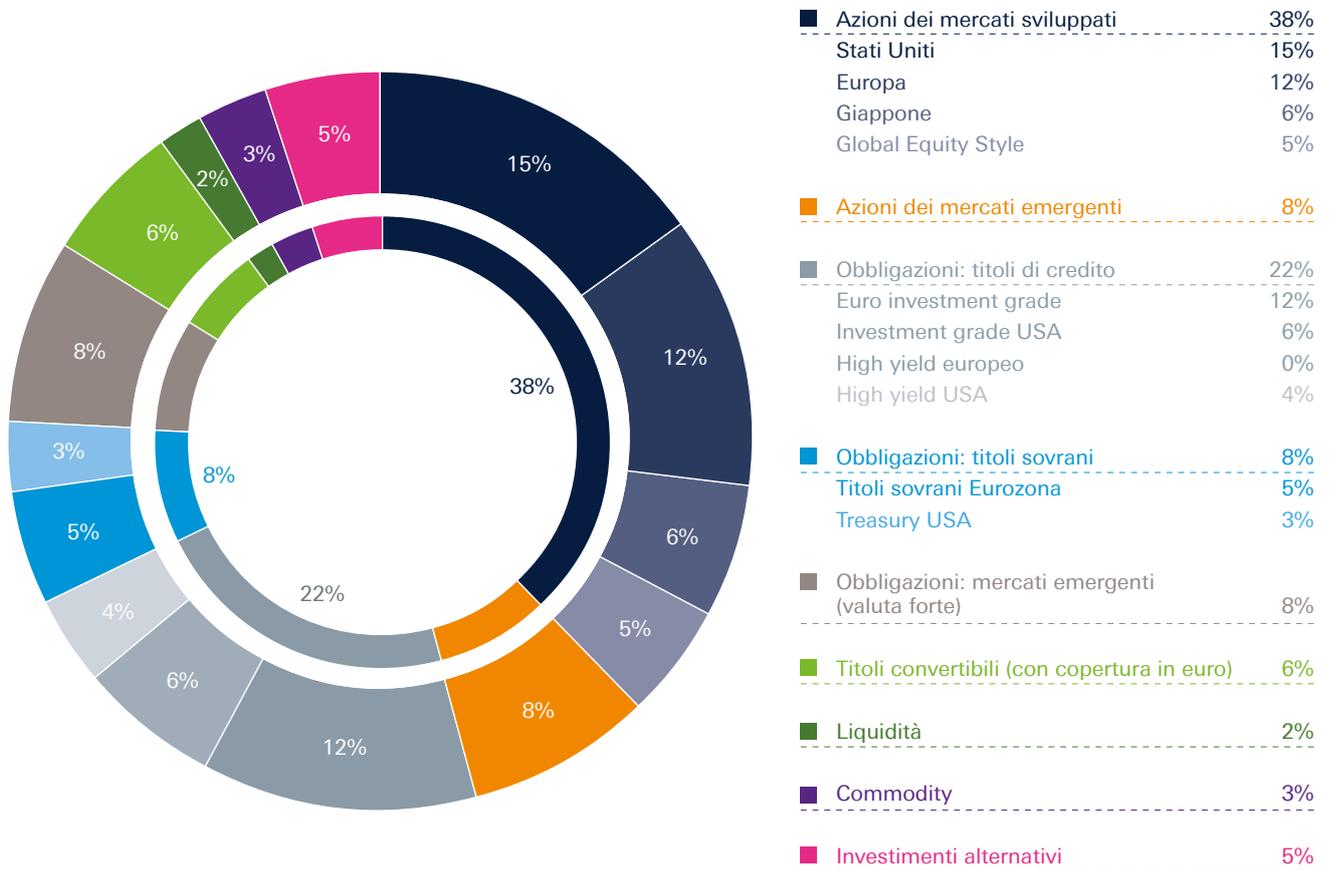
# Assumersi rischi, ma nel modo giusto

» Diversificare diventa sempre più difficile nelle classi di attivo tradizionali. «

**L**e azioni restano la nostra scelta preferita tra le asset class più rischiose. Dal punto di vista tattico, notiamo che il sentiment e il posizionamento sono diventati più rialzisti. Non si escludono quindi possibili battute d'arresto, ma i fondamentali restano solidi. Generalmente preferiamo l'esposizione alle azioni

regionali fuori dagli Stati Uniti alla luce delle valutazioni inferiori e del migliore momentum degli utili negli altri mercati, in particolare nei mercati emergenti asiatici. Abbiamo mantenuto l'esposizione alle materie prime sensibili alla crescita globale in quanto crediamo che potenzialmente potrebbero crescere ancora. Il credito dei mercati

sviluppati, in particolare i titoli high yield, appaiono sempre più vulnerabili alle correzioni di mercato. Nel complesso, attualmente è difficile trovare diversificazione nelle asset class tradizionali, pertanto abbiamo ampliato la nostra esposizione verso le strategie alternative diversificate.



Fonte: Multi Asset Group, Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 21/11/17

Il grafico indica come progetteremmo attualmente un portafoglio bilanciato, denominato in euro, per un investitore europeo con un'esposizione globale. Questa allocazione potrebbe non essere idonea per tutti gli investitori. Gli strumenti alternativi non sono idonei a tutti gli investitori.

# Prevalentemente soleggiato

» Gli indicatori continuano a segnalare un ambiente eccellente per i mercati dei capitali. «

**P**er mesi gli indicatori hanno segnalato un ambiente di mercato molto positivo, dovuto principalmente a due fattori: in primo luogo, gli investitori sembrano essersi abituati ai rischi geopolitici e tendono a ignorarli; e, in secondo luogo, aree sempre più estese dell'economia globale evidenziano una crescita sincronizzata, il che ha ulteriormente rafforzato la fiducia dei partecipanti ai mercati dei capitali. Di conseguenza, l'indicatore macroeconomico è di nuovo risalito in modo significativo.

Comunque, il perdurare di dati economici positivi aveva già fatto migliorare le aspettative degli analisti prima dell'estate, aprendo quindi la strada a potenziali delusioni e facendo scivolare temporaneamente l'indicatore di sorpresa in territorio negativo. Da allora, le aspettative si sono riallineate alla realtà, di conseguenza ci sono state più sorprese positive. L'indicatore di sorpresa continua a salire da fine giugno e il sotto-indicatore per l'Europa ha addirittura segnato un nuovo massimo storico in ottobre. L'indicatore di rischio riflette il recentissimo appetito al rischio estremamente elevato degli investitori, che a ottobre ha raggiunto il livello più alto dal 2012 e si è accompagnato a una performance prevalentemente positiva dei mercati azionari. Tutti e tre gli indicatori multi asset sono attualmente in territorio positivo, come per la maggior parte di quest'anno.

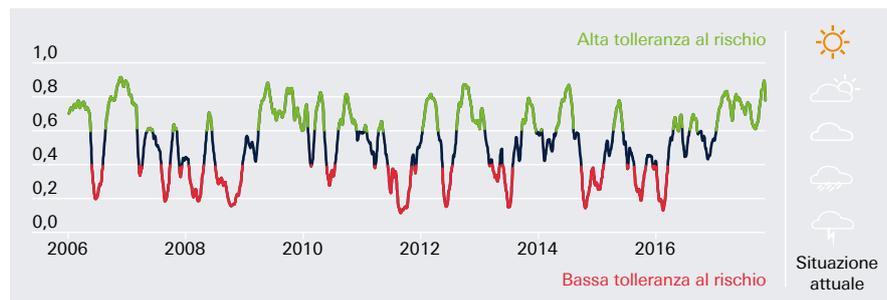
## Macroindicatore

Riassume un'ampia gamma di dati economici



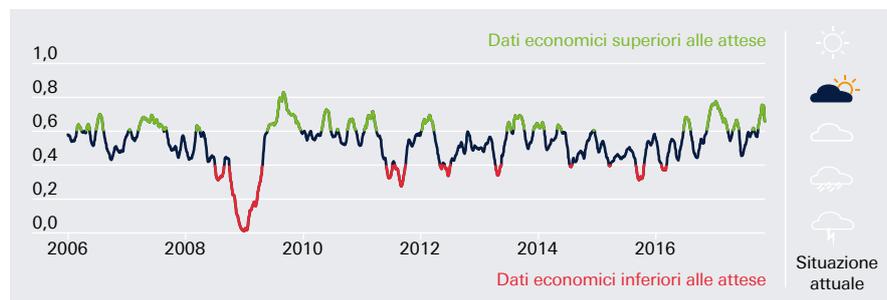
## Indicatore di rischio

Riflette l'attuale livello di tolleranza al rischio degli investitori sui mercati finanziari



## Indicatore di sorpresa

Illustra i dati economici in relazione alle aspettative di consenso



Fonte: Multi Asset Group, Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 15/11/17

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 7/12/17 e potrebbero non trovare conferma. Le informazioni contenute in questo documento possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso dovuti a considerazioni economiche, di mercato e di altra natura e non devono essere intese come una raccomandazione a investire. Gli investimenti alternativi possono essere speculativi e comportare rischi significativi compresi illiquidità, maggiori perdite potenziali e mancanza di trasparenza. Gli strumenti alternativi non sono idonei a tutti gli investitori. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Gli investimenti comportano rischi. Il valore di un investimento può diminuire o aumentare e il vostro capitale può essere a rischio. Gli investitori potrebbero non riuscire a recuperare in qualsiasi momento il capitale originariamente investito. Deutsche Asset Management Investment GmbH.

## Macro | Crescita robusta all'orizzonte

### Crescita del PIL in % (su base annua)

Regione	2017F	2018F
Stati Uniti <sup>1</sup>	→	2,3
Eurozona	↘	2,0
Regno Unito	↘	1,3
Giappone	→	1,5
Cina	↘	6,5
Mondo	3,7 ↗	3,8

### Deficit fiscale (in % del PIL)

Regione	2017F	2018F
Stati Uniti	→	3,5
Eurozona	↘	1,3
Regno Unito	↗	3,5
Giappone	→	4,8
Cina	3,4 ↘	3,2

### Inflazione dei prezzi al consumo (in %)

Regione	2017F	2018F
Stati Uniti <sup>1</sup>	↗	1,8
Eurozona	↘	1,4
Regno Unito	↗	2,7
Giappone	↗	1,0
Cina	1,9 ↗	2,2

### Saldo delle partite correnti (in % del PIL)

Regione	2017F	2018F
Stati Uniti	-2,6 ↘	-2,8
Eurozona	3,1 ↘	2,9
Regno Unito	-4,5 ↗	-3,5
Giappone	3,5 →	3,5
Cina	1,8 →	1,8

### Tassi di riferimento (in %)

Regione	*	Dic 2018F
Stati Uniti	↗	1.75-2,00
Eurozona	→	0,00
Regno Unito	↗	0,75
Giappone	→	0,00
Cina	4,35 →	4,35

### Materie prime (in dollari)

	Attuale*	Dic 2018F
Greggio (WTI)	→	55
Oro	→	1.230
Rame (LME)	6.762 ↘	6.600

\* Fonte: Bloomberg Finance L.P.; dati al 11/30/17

<sup>1</sup> Tasso "core", spesa per consumi personali dic/dic in % (nessuna media per gli altri dati)

La lettera "F" indica le nostre previsioni ("Forecast") aggiornate al 11/16/17

WTI = West Texas Intermediate,

LME = London Metal Exchange

Legenda per la pagina corrente e quella successiva

- Indici azionari, tassi di cambio e investimenti alternativi: le frecce segnalano se ci aspettiamo o meno una tendenza al rialzo ↗, alla lateralizzazione → oppure al ribasso ↘.
- Reddito fisso: per titoli obbligazionari sovrani, ↗ denota un aumento del rendimento, → rendimenti invariati e ↘ rendimento in discesa. Per i titoli obbligazionari corporate, cartolarizzati /specializzati e dei mercati emergenti, le frecce mostrano lo spread rettificato per l'opzione sui Treasury USA. ↗ indica uno spread in aumento, → una tendenza alla lateralizzazione e ↘ uno spread in discesa.
- I colori delle frecce indicano le opportunità di rendimento per investitori long-only: ↗ ↘ potenziale rendimento positivo per investitori long-only. → limita le opportunità di rendimento e rischio di downside. ↗ ↘ potenziale rendimento negativo per investitori long-only.

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 7/12/17 e potrebbero non trovare conferma. Le informazioni contenute in questo documento possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso dovuti a considerazioni economiche, di mercato e di altra natura e non devono essere intese come una raccomandazione a investire. Le stime si basano su valutazioni, ipotesi, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero non essere confermati. Deutsche Asset Management Investment GmbH.

## Azioni | Ben sostenute dalla crescita degli utili

	Attuale*		Dic 2018F	Rendimento complessivo (atteso) <sup>1</sup>		Crescita degli utili attesa	P/E impact	Dividend yield
			Previsioni	in %				
Stati Uniti (Indice S&P 500) <sup>2</sup>	2.648	↗	2.750	6,2		14%	-9%	2,3%
Europa (Indice Stoxx Europe 600)	387	↗	405	8,4		8%	-3%	3,7%
Eurozona (Indice Euro Stoxx 50)	3.570	↗	3.780	9,6		9%	-2%	3,7%
Germania (Indice Dax) <sup>3</sup>	13.024	↗	14.100	8,3		8%	-3%	3,1%
Regno Unito (Indice FTSE 100)	7.327	↗	7.400	5,3		5%	-4%	4,3%
Svizzera (Indice Swiss Market)	9.319	↗	9.450	4,7		13%	-10%	3,3%
Giappone (Indice MSCI Japan)	1.062	↗	1.120	7,9		13%	-7%	2,4%
Indice MSCI Emerging Markets (USD)	1.121	↗	1.210	10,7		15%	-6%	2,8%
Indice MSCI AC Asia ex Japan (USD)	696	↗	760	11,8		16%	-5%	2,6%
Indice MSCI EM Latin America (USD)	2.719	↗	2.850	7,7		10%	-5%	2,9%

\* Fonti: Bloomberg Finance L.P., FactSet Research Systems Inc.; dati al 30/11/17

<sup>1</sup> Il rendimento complessivo atteso include gli interessi, i dividendi e le plusvalenze, ove applicabili

<sup>2</sup> obiettivo rivisto al 4/12/17

<sup>3</sup> Indice total return (dividendi inclusi)

## Reddito fisso | Rendimenti in aumento ma solo lentamente

### Stati Uniti

	Attuale*		Dic 2018F
Treasury USA (decennali)	2,41%	↗	2,60%
Obbligazioni municipali USA	92%	↘	85%
Titoli corporate investment-grade USA	92 bp	↘	80 bp
Titoli corporate high yield USA	344 bp	→	350 bp
Cartolarizzati: titoli garantiti da ipoteca <sup>1</sup>	72 bp	↗	100 bp

### Europa

	Attuale*		Dic 2018F
Bund tedeschi (decennali)	0,37%	↗	0,80%
Gilt UK (decennali)	1,33%	↗	1,40%
Titoli corporate investment grade in euro <sup>2</sup>	95 bp	↘	75 bp
Titoli corporate high-yield in euro <sup>2</sup>	272 bp	→	260 bp
Cartolarizzati: covered bond	46 bp	↗	65 bp
Italia (decennali) <sup>2</sup>	138 bp	↗	160 bp

\* Fonte: Bloomberg Finance L.P.; dati al 30/11/17

<sup>1</sup> Spread attuale cedola rispetto ai Treasury settennali USA

<sup>2</sup> Spread sui Bund tedeschi

### Asia-Pacific

	Attuale*		Dic 2018F
Titoli di stato giapponesi (decennali)	0,04%	→	0,10%
Titoli di credito asiatici	229 bp	↘	210 bp

### Globale

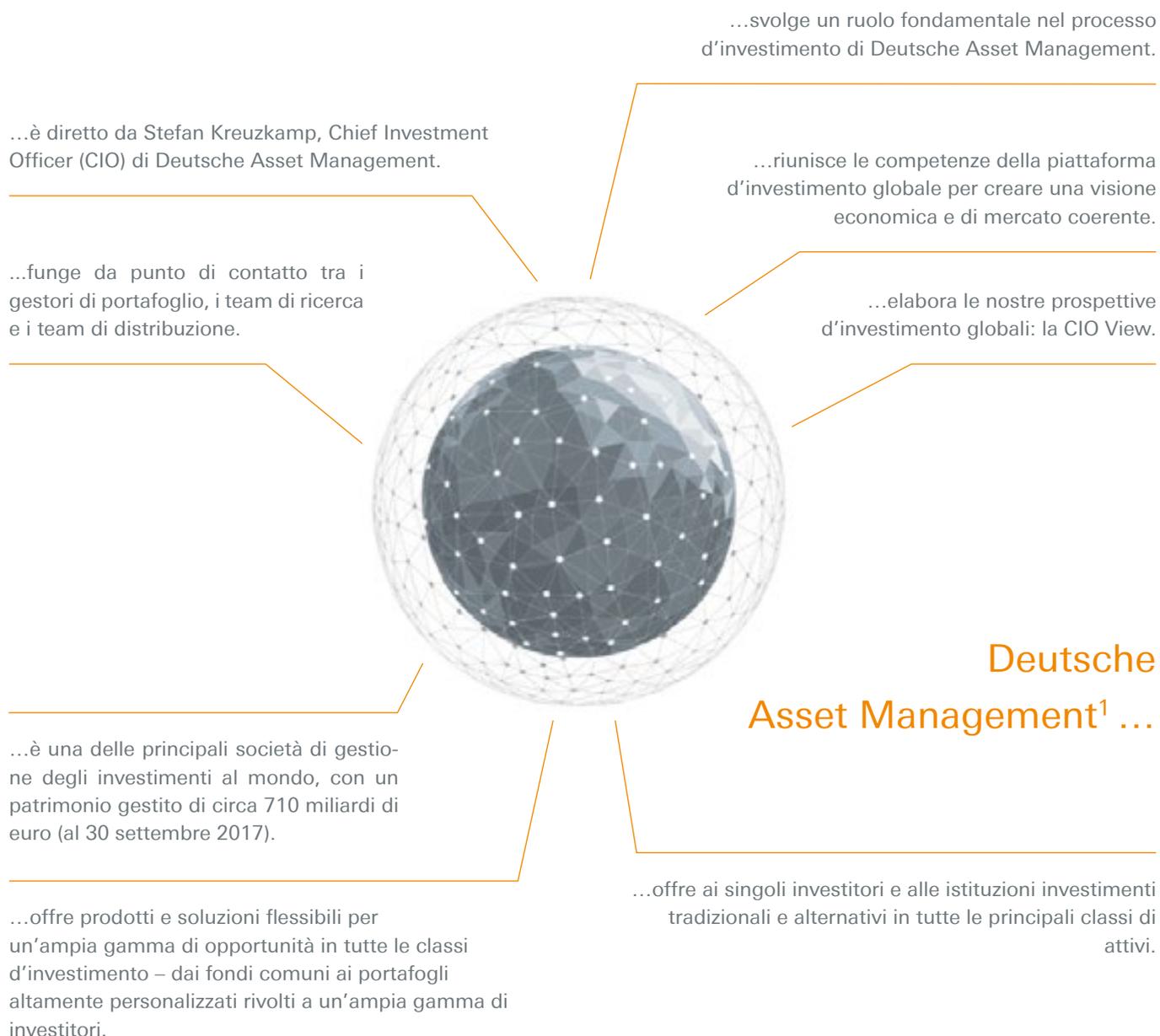
	Attuale*		Dic 2018F
Titoli sovrani mercati emergenti	288 bp	→	285 bp
Titoli di credito mercati emergenti	285 bp	↘	270 bp

### Valute

	Attuale*		Dic 2018F
EUR vs. USD	1,19	↘	1,15
USD vs. JPY	112,5	→	115,0
EUR vs. GBP	0,880	→	0,885
GBP vs. USD	1,35	↘	1,30
USD vs. CNY	6,61	↗	6,80

La lettera "F" indica le nostre previsioni ("Forecast") aggiornate al 16/11/17; pb = punti base

## Il Chief Investment Office ...



<sup>1</sup> Deutsche Asset Management è il nome commerciale della divisione di Gestione patrimoniale del Gruppo Deutsche Bank. Le entità giuridiche che offrono prodotti o servizi sotto il marchio Deutsche Asset Management sono specificate nei rispettivi contratti, materiali di vendita e altri documenti informativi sui prodotti.

# Glossario

## » Definizioni dei principali termini utilizzati nella CIO VIEW «

**Arbitraggio** è la pratica di sfruttare il differenziale di prezzo tra due (o più) mercati.

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

**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.

Il **coefficiente prezzo/utigli (P/E)** raffronta il prezzo attuale del titolo di una società con il suo utile per azione.

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

I **covered bond** sono titoli simili agli ABS (asset-backed securities, titoli garantiti da attivi) coperti da prestiti del settore pubblico o ipotecari e restano nel bilancio dell'emittente.

In economia, la **curva di Phillips** è un rapporto storico inverso tra i tassi di disoccupazione e i corrispondenti tassi di inflazione.

Il **Dax** è un indice del mercato azionario delle blue chip composto dalle 30 principali società tedesche trattate sulla Borsa Valori di Francoforte.

La **deflazione** è un decremento sostenuto del livello generale dei prezzi di merci e servizi.

Il **dollaro USA (USD)** è la valuta ufficiale degli Stati Uniti e dei rispettivi territori d'oltremare.

L'**euro (EUR)**, valuta comune degli Stati partecipanti all'Unione economica e monetaria, è la seconda valuta di riserva internazionale dopo il dollaro USA.

L'**Euro Stoxx 50** è un indice che traccia la performance dei titoli blue chip nell'Eurozona.

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

La **Federal Reserve Board USA**, spesso denominata "la Fed", è la banca centrale degli Stati Uniti.

I **Gilt** sono obbligazioni emesse dal governo britannico.

**Greenback** è un'espressione comunemente utilizzata per indicare il dollaro USA.

Il **Gruppo dei 7 (G7)** si compone dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali delle sette principali economie avanzate secondo la classifica del Fondo Monetario Internazionale: Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. Si incontrano per discutere principalmente di questioni economiche.

L'**Ifo Institute for Economic Research**, con sede a Monaco di Baviera, è uno dei principali istituti di ricerca, noto in particolare per il suo indicatore di sentiment "ifo Business Climate Index."

L'**Indice Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return** è un indice obbligazionario che contiene obbligazioni societarie di categoria investimento denominate in euro con scadenza di almeno un anno.

L'**Indice Barclays Euro High Yield** traccia la performance dei titoli di debito ad alto rendimento in euro.

L'**Indice Barclays U.S. Aggregate Bond** traccia la performance delle obbligazioni di categoria investimento USA.

L'**Indice Barclays U.S. Corporate High Yield** misura il mercato delle obbligazioni societarie a tasso fisso ad alto rendimento denominate in dollari.

L'**Indice BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial High Yield Constrained** traccia la performance delle obbligazioni societarie inferiori alla categoria investimento denominate in euro emesse nei mercati eurobond o euro-domestic da emittenti non finanziari, con un limite dell'esposizione verso il singolo emittente pari al 3%.

L'**Indice di copertura degli interessi** è calcolato dividendo gli utili di un'azienda per gli interessi passivi in un dato periodo di tempo.

L'**Indice FTSE 100** misura la performance delle 100 maggiori società quotate alla Borsa Valori di Londra.

L'**Indice iBoxx Euro Corporate** include obbligazioni societarie denominate in euro emesse da soggetti con rating di categoria investimento.

L'**Indice J.P. Morgan EMBI Global Diversified Composite** comprende i titoli di stato denominati in dollari emessi da alcuni Paesi dei mercati emergenti.

L'**indice MSCI AC Asia ex Japan** comprende società a grande e media capitalizzazione di 2 Paesi dei mercati sviluppati su 3 (escluso il Giappone) e 8 Paesi dei mercati emergenti in Asia.

L'**Indice MSCI AC World** intercetta aziende ad alta e media capitalizzazione in 23 mercati sviluppati e 24 emergenti.

L'**indice MSCI Emerging Markets** comprende società a grande e media capitalizzazione di 23 Paesi dei mercati emergenti.

L'**indice MSCI Emerging Markets (EM) Latin America** comprende società a grande e media capitalizzazione di cinque Paesi dei mercati emergenti in America Latina.

L'**indice MSCI Japan** è inteso a misurare la performance dei segmenti a grande e media capitalizzazione del mercato giapponese.

L'**indice MSCI World** traccia la performance dei titoli a grande e media capitalizzazione di 23 Paesi sviluppati in tutto il mondo.

L'**Indice Russell 3000** è un indice ponderato della capitalizzazione di mercato che traccia la performance delle 3000 società più grandi del mercato azionario USA.

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

L'**indice S&P 500 Information Technology** contiene i titoli di tutte le società del settore tecnologico dell'S&P 500.

L'**indice Stoxx Europe 600** rappresenta la performance di 600 società quotate in 18 Paesi europei.

L'**indice Swiss Market**, il più importante indice azionario svizzero, è composto dai 20 titoli maggiori e più liquidi fra quelli ad alta e media capitalizzazione.

L'**inflazione** è la velocità con cui aumenta il livello generale dei prezzi delle merci e dei servizi e conseguentemente diminuisce il potere di acquisto.

Un rating **investment grade (IG)** assegnato da un'agenzia di rating indica che un'obbligazione presenta un rischio di default relativamente basso.

La **lira sterlina (GBP)**, o semplicemente sterlina, è la valuta ufficiale del Regno Unito e dei suoi territori.

Un **MBS (Mortgage-backed Security)** è un tipo speciale di titolo garantito in cui il titolare riceve gli interessi e i rimborsi dai debitori ipotecari consorziati, garantiti dalle ipoteche sottostanti.

I  **Mercati Emergenti (ME)** sono economie non ancora pienamente sviluppate, per esempio in termini di efficienza di mercato e liquidità.

Un  **Mercato Sviluppato (MS)** è un Paese pienamente sviluppato dal punto della sua economia e dei mercati dei capitali.

Le **obbligazioni ad alto rendimento (high yield)** sono emesse da emittenti di categoria inferiore alla categoria investimento e solitamente offrono un rendimento relativamente alto.

Le **obbligazioni municipali (Munis)** sono titoli di debito emessi da stati, municipalità o Paesi.

Il **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.

**Quantitative easing** è uno strumento di politica monetaria non convenzionale con il quale una banca centrale effettua acquisti di titoli su vasta scala.

**Short**, nel contesto dei mercati finanziari, si riferisce ad approcci che cercano di guadagnare dalla discesa del prezzo dell'attivo sottostante.

Le **strategie azionarie long/short** sono strategie d'investimento che assumono posizioni lunghe su singole azioni o settori che si prevede aumentino di valore e posizioni corte su quelle che si prevede perdano di valore.

Il **tasso di interesse privo di rischio** è un concetto teorico di economia finanziaria che descrive un investimento che genera esattamente il rendimento atteso al momento dell'acquisto. Viene principalmente utilizzato come benchmark per altri investimenti più rischiosi. In pratica, solitamente è stimato prendendo il rendimento di un titolo di stato a lunga scadenza e con rating elevato.

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

**Volatilità** è il grado di variazione di una serie di prezzi di negoziazione nel tempo. Può essere utilizzata per misurare il livello di rischio di un asset.

Lo **yen giapponese** è la valuta ufficiale del Giappone.

Lo **Yuan cinese (CNY)** è la valuta ufficiale della Cina continentale nonché unità di conto della valuta, il Renminbi (RMB).

## Disclaimer

### Avvertenze legali

Messaggio pubblicitario con finalità promozionali.

Il presente documento è stato redatto da Deutsche Asset 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 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 Management non è da ritenersi responsabile. Tutte le opinioni date e qui rappresentate riflettono le valutazioni della società di gestione appartenente a Deutsche Asset 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 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 Management Investment GmbH (Mainzer Landstrasse 11-17, 60329 Francoforte sul Meno, Germania), presso Deutsche Asset Management 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, Dicembre 2017

Deutsche Asset Management é la divisione che racchiude in sé tutte le attività di asset management di Deutsche Bank AG e delle società controllate. In Italia Deutsche Asset 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.DeutscheFunds.it](http://www.DeutscheFunds.it).

