

CIO View



I limiti della politica monetaria

Le banche centrali, da sole, non possono salvare l'economia



Nove posizioni

Le nostre previsioni

Sale la preoccupazione dei banchieri centrali per il possibile surriscaldamento dei mercati.



Settembre la data più probabile per l'aumento dei tassi della Fed.



*Stime Deutsche AWM al 16/6/15

Atteso un lieve recupero dei rendimenti obbligazionari.

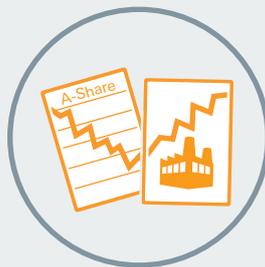


*Stime di rendimento a giugno 2016 per i Bund decennali Stime Deutsche AWM al 16/6/15

I mercati resistono alla crisi greca.



Fiducia a lungo termine sulla Cina.



Probabile aumento delle pressioni sui prezzi del petrolio dopo l'accordo con l'Iran.



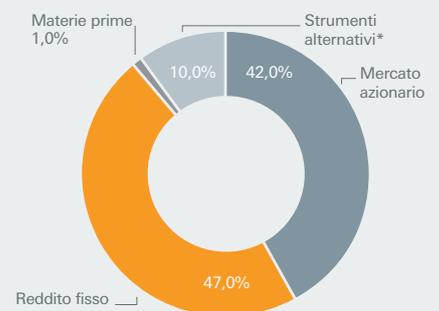
Massima importanza dei trading range: comprare ai minimi, vendere ai massimi.



Attenzione a cogliere le opportunità: un po' di liquidità potrebbe tornare utile.



Strategia di allocazione degli asset del nostro portafoglio modello bilanciato:



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

I termini rilevanti sono definiti nel glossario.

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

Fonte: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, dati al 21/7/15

Lettera agli investitori

Banche centrali – artefici e succubi dei movimenti di mercato

Per molto tempo sono state le banche centrali a portare i mercati su livelli sempre più elevati. Ma il loro potere non è illimitato, né si può prescindere dalle priorità politiche.

Forza e impotenza delle banche centrali dominano la scena attuale in tre continenti. Iniziamo dalla Grecia, afflitta dalla crisi. Dopo vari “ultimatum definitivi”, solo un provvedimento è riuscito a creare un vero senso di urgenza: la decisione della Banca centrale europea (BCE) di non aumentare la liquidità di emergenza prevista dal programma di finanziamento Emergency Liquidity Assistance (ELA). Se l'ELA fosse stata bloccata del tutto, per esempio in caso di mancato servizio del debito della BCE, qualche giorno di chiusura delle banche non sarebbe stato sufficiente a salvare il sistema bancario greco. Ma questo dimostra anche l'impotenza della Banca centrale europea, che alla fine è stata costretta a farsi portavoce degli obiettivi politici, non potendo più decidere autonomamente sulla base delle proprie regole.

Rispetto alle poche centinaia di miliardi di euro in gioco in Grecia, la People's Bank of China (PBoC) si è trovata a combattere contro un mostro ben più temibile: il mercato azionario locale, con una capitalizzazione di mercato di 7.000 miliardi di dollari (in discesa dal picco di oltre 10.000 miliardi di dollari segnato a giugno). La banca centrale cinese, quantomeno, non deve fingere di essere politicamente indipendente, ma non potendo affrontare la situazione da sola ha fornito solo una delle numerose armi con cui Pechino ha reagito ai movimenti erratici del mercato. Il crollo del mercato cinese non sembra avere le caratteristiche di un rischio sistemico: le azioni rappresentano solo il 5% delle attività finanziarie detenute dai cinesi, e anche dopo i recenti ribassi le borse domestiche segnano ancora rialzi a doppia cifra dall'inizio dell'anno. Diversa la situazione dell'Hang Seng China Enterprises Index (HSCEI), fondamentale per gli investitori esteri, che attualmente tratta sui livelli di inizio 2015 e nel secondo semestre

// Elevati livelli di debito e volatilità sono un mix pericoloso. //

potrebbe offrire opportunità di investimento sia sotto il profilo delle valutazioni, sia in vista di una probabile riaccelerazione dell'economia cinese. Da diverso tempo anche la Federal Reserve è costretta a dedicarsi più ai mercati che all'inflazione. A solo qualche settimana di distanza da quella che viene ampiamente considerata la data più probabile per un primo rialzo dei tassi (settembre), la Federal Reserve non vuole – o non può – impegnarsi. Ma soprattutto, quale può essere il suo raggio d'azione? Come molte delle maggiori banche centrali, la Fed sta lottando contro gli effetti a catena innescati dalla crisi. Come dovrebbe gestire un ritorno alla “normalità” in un contesto di crescita stagnante e livelli di indebitamento addirittura più elevati rispetto al periodo pre-crisi? Qualsiasi opinione si abbia sul denaro facile, di certo ha un effetto collaterale negativo: le entità economiche con una forte leva finanziaria e i mercati finanziari sono più suscettibili alle oscillazioni dei mercati, e con le loro azioni possono addirittura rinforzarle. Forse è per questo motivo che le banche centrali continuano a cercare di troncane sul nascere la fase di contrazione dell'economia fornendo liquidità extra. Nel lungo periodo, però, la salute di un'economia risulterà compromessa senza l'effetto depurativo dei cicli economici.



Asoka Wöhrmann,
Chief Investment
Officer Deutsche
Asset & Wealth
Management
(Deutsche AWM) e
Membro del Comitato
esecutivo
di Deutsche AWM

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

Focus

I limiti della politica monetaria

Durante la crisi finanziaria le banche centrali sono apparse come salvatrici. Dove finisce il loro potere?

L'interazione tra potere e mercato è sempre stata una questione aperta per gli economisti. Già cento anni fa sostenevano che nel lungo periodo i salari non sarebbero dipesi dalle relazioni industriali, bensì dalla domanda e dall'offerta, ed erano consapevoli che le distorsioni di mercato potevano causare disoccupazione e diminuzione dei salari. Tuttavia subito dopo la crisi finanziaria, come non era mai successo in passato, tutte le speranze sono state riposte nella politica monetaria, essendo chiaramente riuscita a moderare gli effetti della crisi e a porre fine alla recessione. Ma ormai è sempre più evidente che i mercati monetari e i mercati dei capitali reagiscono in modo simile al mercato del lavoro: gli interventi di politica monetaria hanno i loro limiti.

Nel 1928 l'economista Ludwig von Mises postulò che una crescita monetaria eccessiva determinasse tassi di interesse artificialmente bassi e un'espansione del credito¹ e che parte del denaro preso a prestito sarebbe stato erroneamente allocato, con conseguenti casi di default. Secondo la sua visione, la depressione mondiale del 1929-1933 era stata innescata da errori di politica monetaria. Questa linea di pensiero è tornata alla ribalta sulla scia della crisi finanziaria scoppiata nel 2007.

Prima della crisi finanziaria si potevano osservare elevati livelli di occupazione e prezzi stabili quasi ovunque. Il default della Lehman, e la conseguente reazione a catena sul sistema finanziario, hanno quindi colto di sorpresa le banche centrali. E proprio come durante la crisi asiatica del 1997-1998 e la crisi della New Economy del 2000, le banche centrali delle economie avanzate hanno risposto tagliando i tassi ufficiali e immettendo liquidità nei sistemi bancari. Nonostante questi sforzi, nel 2008 e 2009 le loro economie hanno continuato a peggiorare, sferrando un duro colpo alla convinzione che i ribassi e le crisi cicliche si possano superare con il solo aiuto della politica monetaria.

Modelli alla prova

Per stabilizzare la situazione, alcune banche centrali hanno dovuto ricorrere a misure non convenzionali quali i programmi di acquisto di attivi. A partire dal 2008 l'imprevedibilità e la profondità della crisi hanno stimolato un'intensa attività di ricerca volta a stabilire se i modelli di gestione economica delle banche centrali fossero sufficienti. Sulla base di tali modelli, i banchieri centrali avevano cercato di allineare la domanda e l'offerta di beni in periodi di normale utilizzo della capacità. Gli obiettivi cruciali erano stati pertanto la piena occupazione e l'inflazione moderata.

Ben presto l'analisi dei punti deboli di tali modelli si è indirizzata verso i mercati dei capitali. Fino al 2007 i volumi di credito erano aumentati rapidamente. Il denaro preso a prestito veniva investito in immobili e azioni e i prezzi degli attivi aumentavano di conseguenza. Inoltre, durante questo boom creditizio la volatilità dei mercati era diminuita perché gli investitori si sentivano al sicuro grazie agli elevati livelli di liquidità. Quando il boom finanziario è giunto al termine nel 2007, i default del credito hanno innescato ulteriori pressioni di vendita sfociate in un aumento dell'offerta di proprietà immobiliari e azioni, trascinando ancora più in basso i prezzi degli attivi.

Il risultato è stato un ulteriore aumento dei default dei prestiti e l'aggravarsi della crisi finanziaria.

Una nuova sfida

L'analisi ha rivelato inoltre che il mercato del credito si comporta come un elastico: durante il boom creditizio il volume del credito subisce un rapido aumento, mentre nei periodi di crisi si contrae velocemente. Pertanto non sorprende che la Banca dei Regolamenti Internazionali, nel suo ultimo rapporto annuale, abbia esaminato le potenziali bolle creditizie e finanziarie.² In effetti, in diversi Paesi sono già comparsi segnali di allarme e le banche centrali locali si trovano ad affrontare una nuova sfida: armonizzare l'obiettivo di un'economia equilibrata con la necessità di evitare un boom del credito. Ma tra questi due obiettivi possono sorgere conflitti.

Le scelte politiche dovranno quindi assumere un ruolo di primo piano. Finora i governi si sono dedicati soprattutto alla gestione della domanda aggregata, indebitandosi per aumentare la domanda economica. Il consolidamento sul lato dell'offerta si è invece dimostrato un compito più difficile per i governi di numerosi Paesi.

Nel frattempo molti politici hanno realizzato che solo attraverso le riforme strutturali è possibile ottenere un'ulteriore deregolamentazione dei mercati dei prodotti e del lavoro, promuovendo l'imprenditorialità e l'innovazione. Questo processo dovrebbe determinare un'espansione della crescita che, a sua volta, porterebbe a una politica monetaria più restrittiva, in grado di arginare tempestivamente una crescita del credito poco salutare.

¹ Fonte: Ludwig von Mises: Monetary Stabilization and Cyclical Policy (Stabilizzazione economica e politica ciclica); 1928

² Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali: 85° Rapporto annuale, giugno 2015

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.

Credito e prezzi delle attività finanziarie dall'inizio del 2011 alla fine del 2014

Variazione media annua in %



Focus sul ciclo finanziario

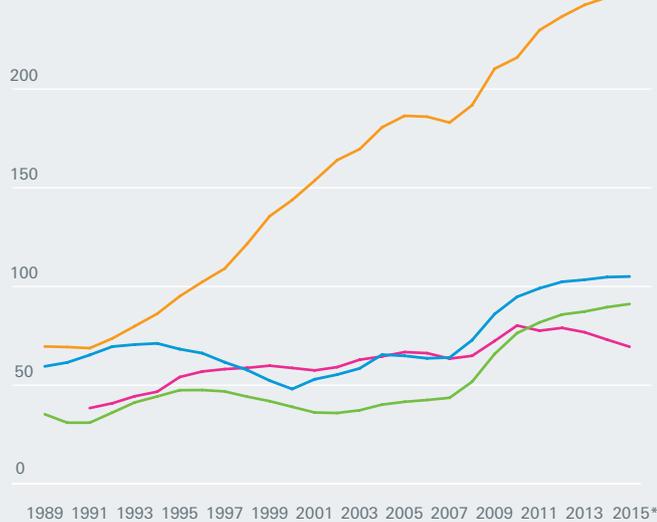
Un ciclo finanziario si dice in rialzo quando i volumi di credito e i prezzi delle attività finanziarie sono in aumento. Questo andamento è chiaramente visibile in Cina, Brasile e Stati Uniti, Paesi dove sta aumentando il pericolo di un boom creditizio e di una successiva crisi del credito. Per questo motivo, le banche centrali di tali Paesi devono perseguire una politica monetaria prudente.

■ Crescita reale del credito*
 ■ Prezzi reali delle abitazioni**

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali: 85° Report annuale, giugno 2015
 *La crescita reale del credito è corretta per il deflatore del prodotto interno lordo (PIL)
 **Prezzi reali delle abitazioni corretti per l'indice dei prezzi al consumo.

Andamento del debito pubblico

250 in % del PIL



1989 1991 1993 1995 1997 1999 2001 2003 2005 2007 2009 2011 2013 2015*

■ Giappone ■ Germania
 ■ Stati Uniti ■ Regno Unito

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali: 85° Rapporto annuale, giugno 2015
 *Per il 2015 sono state utilizzate le stime della Banca dei Regolamenti Internazionali.

Diminuire il margine di manovra finanziario

In passato, nei periodi di recessione, i Paesi industrializzati stabilizzavano l'economia con l'aiuto dei programmi di spesa pubblica. Di conseguenza negli ultimi 25 anni gli indici del debito pubblico hanno subito un aumento strutturale. La crescita del debito potrebbe restringere l'ambito d'azione di tali governi in futuri periodi di crisi.



Germania (Bund decennali)

Quando il rendimento dei Bund decennali si è avvicinato a zero lo scorso aprile, si sono intensificate le voci che attribuivano questo sviluppo a una bolla indotta dalla BCE.

1,10%* (Giugno 2016 F)

* Stime Deutsche AWM al 16/6/15

// L'attuale politica monetaria accomodante non è priva di rischi e facilita la creazione di bolle sui mercati finanziari. //

Klaas Knot, membro del Consiglio direttivo della BCE, conferenza del 7/10/14, Bloomberg Finance L.P.



Eurozona (tasso di rifinanziamento)

La BCE vuole ridare slancio all'economia dell'Eurozona adottando bassi tassi di rifinanziamento che potrebbero generare una bolla dei prezzi delle attività finanziarie.

0,05%* (Giugno 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").

Intervista

Il quadro d'insieme

La crisi crea nuove opportunità: la Grecia e l'Europa dovranno compiere i prossimi passi

// Le probabilità di ristrutturare la Grecia non sono mai state così elevate. //

Ancora una volta ci ritroviamo a parlare della Grecia. Sebbene l'influenza del Paese sull'economia mondiale, e persino su quella europea, sia limitata, la crisi si è fatta comunque sentire sulle borse americane e asiatiche. Questo perché il funzionamento delle unioni monetarie è un fenomeno di interesse mondiale. Come valuta il compromesso di Bruxelles?

Nelle attuali circostanze, penso sia una buona soluzione politica. La politica è l'arte del possibile, non necessariamente la realizzazione dell'optimum economico. Tuttavia stiamo parlando di un processo fragile che si protrae nel tempo. Con la stessa lentezza con cui prima scivolava verso la "Grexit", adesso la Grecia se ne sta allontanando. Il Paese deve affrontare un piano di riforme permanenti e i nuovi aiuti saranno concessi solo gradualmente, ma la situazione offre comunque una grande opportunità al governo greco: la necessità del cambiamento è uno scudo protettivo contro gli attacchi interni. Per il governo Tsipras è giunto il momento di articolare un'agenda nazionale sostenibile. Non è più possibile tornare indietro o rimanere fermi. Le probabilità di ristrutturare la Grecia non sono mai state così elevate.

Ritiene che i greci condividano quest'ottimismo?

Per cogliere quest'opportunità, la Grecia dovrà trovare un consenso trasversale tra i partiti, nella società e a livello di politica estera. I controlli sul capitale, come pure alcuni elementi del pacchetto di salvataggio che riducono la domanda, ostacolano la crescita e potrebbero avere conseguenze esplosive a livello politico.

Potrebbe quindi riaffiorare l'ipotesi di una "Grexit"?

Il dibattito sulla "Grexit" dovrebbe abbandonare i toni dogmatici. Vi sono esempi positivi di dissoluzione delle unioni monetarie (l'ex Unione sovietica) e di ripresa dell'economia dopo una svalutazione (Islanda). Ma la strada per abbandonare l'euro sarebbe lastricata di incertezze e nel periodo di transizione l'economia rimarrebbe nuovamente paralizzata. In ogni caso, non ci sarà nessuna "Grexit" contro il volere del popolo greco. L'opposizione alla reintroduzione della dracma, anche da parte dell'industria del turismo che potrebbe trarre vantaggio dalla svalutazione, è piuttosto eloquente. Tra l'altro, la base d'esportazione della Grecia potrebbe avere un'ampiezza troppo limitata per beneficiare della svalutazione.

Il Regno Unito e gli Stati Uniti sono molto critici nei confronti della "Grexit" e del compromesso di Bruxelles.

Strano, vero? Questi due Paesi hanno sempre considerato l'appartenenza della Grecia come uno dei più grandi errori dell'Eurozona, e adesso, improvvisamente, la "Grexit" rappresenta una grave minaccia? Mi sorprende meno il fatto che ora desiderino un approccio più disteso nei confronti della Grecia: hanno partecipato solo marginalmente al salvataggio finanziario di Atene e da molti anni presentano essi stessi un deficit delle partite correnti.

I dati economici della Grecia sono prova del fallimento di tutti i programmi attuati finora?

Per molti anni l'economia greca è sembrata una nave piena di falle prossima al

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.

naufragio: mancanza di competitività, burocrazia inefficiente, clientelismo, fuga di capitali e di cervelli. Per un periodo piuttosto prolungato non è riuscita a rimanere a galla con le sue sole forze e nel 2010 ha rischiato addirittura di affondare, prima che salisse a bordo la Troika e la salvasse. Forse la Troika ha iniziato a chiudere le falle sbagliate, saltandone alcune completamente. Ma la nave ha continuato ad affondare semplicemente perché le falle erano troppe. Il processo di inabissamento è stato quantomeno rallentato, e in parte addirittura invertito, nel 2014, quando la Grecia ha riportato un avanzo primario di bilancio e un surplus delle partite correnti, anche se questi dati devono essere valutati con cautela. Nonostante le riforme non fossero state attuate appieno, all'epoca si riscontrò un certo dinamismo. I greci dovrebbero ricordarsene quando vedono emergere nuove difficoltà.

Come inciderà il compromesso sul valore dell'euro?

Rispetto a cosa? L'euro di un'unione monetaria perfetta? L'euro dopo la "Grexit"? Il tasso di cambio è una questione dinamica e non è mai riconducibile a un'unica causa. Se le forze centrifughe dell'Eurozona dovessero aumentare e si diffondesse l'idea che dopotutto la BCE finanzia il debito pubblico, assisteremmo a un graduale indebolimento dell'euro e al calo dei prezzi dei titoli governativi.

Alla Grecia serve un alleggerimento del debito?

Il servizio del debito a breve e medio termine è il minore dei problemi per Atene. Discuterne è una perdita di tempo. Adesso è importante rimettere in piedi il Paese dal punto di vista strutturale, affinché possa attirare investitori nazionali e stranieri. Indipendentemente dall'ammontare del suo debito, la Grecia non ha futuro senza investimenti diretti esteri.

Come fermare la frustrazione per l'euro?

Una cosa è certa: l'Europa deve continuare a sviluppare e approfondire il proprio impegno nei confronti dei cittadini, affidandosi

a leader che siano in grado di riaccendere l'entusiasmo per l'idea stessa di Europa. È necessario ridefinire chiaramente concetti quali responsabilità personale, solidarietà e sussidiarietà, abbracciandoli non solo in teoria ma soprattutto nella realtà. Sono questi i pilastri portanti dell'unione fiscale, un'unione fiscale vera, e non semplicemente una "transfer union". I trasferimenti, per esempio sotto forma di fondi strutturali, sono da decenni un elemento di base della politica europea. Ma l'auspicata convergenza economica non sarà mai realizzata finché il quadro istituzionale continuerà a presentare delle falle. Gli stimoli si trasformano rapidamente in forme di dipendenza e inerzia. Per il futuro economico e politico dell'Europa è indispensabile ottimizzare i sistemi di incentivi e migliorare i meccanismi di sanzione e controllo, mentre i cittadini non devono perdere la fiducia nella forza vincolante delle regole.

È un peccato che i governi di Germania e Francia, il cui approccio avrebbe dovuto essere esemplare, abbiano minato questa fiducia violando le regole di Maastricht già nel 2002.

La pressione per il cambiamento

A luglio tutti gli occhi sono rimasti puntati sugli imprevedibili sviluppi della tragedia greca. Di fronte a un pacchetto di riforme più severo di quello che hanno respinto con il referendum, qual è la reazione dei greci? Accettano il piano e sostengono il primo ministro come mai prima d'ora. Tsipras ha quindi più probabilità di tutti i suoi predecessori di attuare con successo le riforme, aiutato anche dalla continua pressione dell'Europa.



Asoka Wöhrmann

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

Il semaforo degli investimenti

La nostra view tattica e strategica

Eurozona (azioni)



Sull'Europa manteniamo una posizione neutrale, mentre l'esposizione verso l'Eurozona è stata aumentata a sovrappeso. Il pericolo di una "Grexit" sembra allontanarsi, pertanto il focus degli investitori può tornare sui risultati delle società che dovrebbero beneficiare dell'accelerazione dei consumi domestici.

Germania (azioni)



Sebbene le azioni tedesche siano destinate a trarre vantaggio da diversi fattori, la composizione del DAX non è ottimale nel contesto attuale. I produttori di automobili potrebbero risentire della stagnazione della domanda cinese, mentre gli industriali e i chimici saranno penalizzati da un calo degli investimenti.

Asia ex Giappone (azioni)



La rapida flessione dei prezzi sulle borse di Shanghai and Shenzhen nei mesi di giugno e luglio ha spinto il governo a intervenire. Riteniamo che l'impatto sull'economia sarà limitato. Nonostante la volatilità dei mercati azionari, nei prossimi mesi le azioni di classe H potrebbero offrire buone opportunità grazie alle valutazioni più convenienti.

Salute (azioni)



Il potere di definizione dei prezzi, le fusioni e acquisizioni e l'invecchiamento della società sono fattori positivi nel lungo periodo, tuttavia il settore sta ormai sovraperformando il mercato da quattro anni e le valutazioni hanno seguito questo andamento, pertanto la posizione non può superare il livello neutrale.

Industria (azioni)



I bassi prezzi del petrolio e delle altre materie prime e l'aggiustamento economico in Cina contribuiscono al calo degli investimenti che sta penalizzando gli industriali, in particolare in Europa più che negli Stati Uniti.

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. Dati al 15/7/15

U.S. Treasuries (10 anni)



Siamo neutrali su tutte le scadenze dei Treasury USA. Ci aspettiamo ancora un'accelerazione della crescita economica nel secondo semestre dell'anno, tuttavia le indicazioni relative alla data del primo rialzo dei tassi di interesse della Fed rimangono ambigue. Aumentano le possibilità di un avvio nel mese di dicembre.

Bund tedeschi (10 anni)



Come per la maggior parte delle obbligazioni, ci aspettiamo che anche i Bund continuino per il momento a oscillare all'interno di un trading range, con possibili opportunità a lungo termine. Per esempio una posizione tattica di sottopeso.

Investment grade USA



L'esposizione verso i titoli corporate USA è stata ridotta a sottopeso. Durante la stagione estiva il mercato tende a prosciugarsi, con un conseguente aumento della volatilità dovuto soprattutto alla riduzione delle attività di trading da parte delle banche. Sul settore pesano inoltre il fitto calendario di emissioni e l'incombente rialzo dei tassi della Fed.

La legenda del Semaforo degli investimenti è riportata a pagina 9.

1-3 mesi
Fino a giugno 2016

Nove posizioni
Focus
Il quadro d'insieme
Il semaforo degli investimenti
Asset class: prospettive
Portafoglio



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 ¹	⊙	↘
EUR high yield ¹	●	↘
Titoli di Credito asiatici	●	→
Titoli di Credito Mercati Emergenti	●	↘
Titoli Cartolarizzati speciali		
Covered bonds ¹	●	↘
U.S. municipal bonds	●	↘
U.S. mortgage-backed securities	●	→
Valute		
EUR vs. USD	●	↘
USD vs. JPY	●	↗
EUR vs. GBP	●	↘
EUR vs. JPY	●	↘
GBP vs. USD	●	↘
Mercati Emergenti		
Emerging-market sovereigns	●	↘
Strumenti Alternativi**		
Infrastrutture	●	↗
Materie prime	⊙	↗
Real estate (quotati)	●	↗
Real estate (non quotati)	●	↗
Hedge funds	●	↗
Private Equity ²	●	→

** Fonte: Deutsche Asset & Wealth Management. Dati al 21/7/15

Investment grade EUR



Nonostante le misure di allentamento quantitativo della BCE, da un paio di mesi i premi al rischio del settore corporate continuano ad ampliarsi a causa delle incertezze sulla Grecia. I premi dovrebbero tornare a contrarsi al diminuire delle probabilità di una "Grexit". Un ulteriore problema potrebbe essere rappresentato dall'accumulo di emissioni, anche se negli ultimi tempi sul mercato primario ha regnato la calma.

Materie prime

Sulle materie prime manteniamo una posizione di sottopeso. Molte commodity risentono ancora del rallentamento della domanda cinese, a cui si aggiungono le difficoltà associate all'espansione della capacità produttiva. L'offerta di petrolio potrebbe aumentare ulteriormente dopo la conclusione dell'accordo sul nucleare con l'Iran che prevede il ritiro delle sanzioni economiche.

La view tattica (1-3 mesi)

Indici azionari:

- view positiva
- view neutrale
- view negativa

Reddito fisso e tassi di cambio:

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

I semafori precedenti sono riportati nei piccoli grafici a lato.

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

View strategica fino a giugno 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 Treasury USA, salvo ove diversamente indicato. ↗ indica un atteso ampliamento dello spread, → un trend laterale dello spread e ↘ una contrazione dello spread.

I colori delle frecce segnalano le opportunità di rendimento 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.

¹ Spread rispetto ai Bund tedeschi

² 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 and
Joern Wasmund,
Global Co-Heads of
Fixed Income/Cash

Prospettive per i mercati del reddito fisso

Ritorno alla modalità "risk-on"? Attenzione alla legge delle conseguenze non intenzionali

Il primo semestre del 2015 è stato particolarmente turbolento. Russia, Ucraina e Brasile hanno fatto notizia nei primi mesi dell'anno, con i riflettori puntati sui prezzi delle materie prime e l'abbandono del cambio fisso EUR/CHF. Il secondo trimestre è stato invece dominato dalla crisi greca e dalla Cina. Ad aprile i rendimenti dei Treasury USA e dei Bund tedeschi hanno segnato nuovi minimi prima di aumentare sensibilmente, portando a rendimenti assoluti negativi. Gli spread di credito si sono ampliati e la volatilità è aumentata.

Alle soglie del secondo semestre, miracolosamente alcune di tali questioni geopolitiche sono state quasi risolte. La Grecia sembra intenzionata ad accettare le rigide condizioni imposte dai creditori, mentre la Cina ha bloccato il sell-off sui mercati azionari e inaspettatamente si è giunti a un accordo con l'Iran che prevede il ritiro delle sanzioni.

A questo punto, sono i tempi del primo rialzo dei tassi USA a suscitare maggiore incertezza nel breve periodo. Considerato tuttavia il consenso pressoché unanime sulla data (settembre o dicembre) e sulla gradualità degli aumenti, eventuali turbolenze appaiono poco probabili.

In tale contesto riteniamo opportuno¹ iniziare a riaprire alcune posizioni più rischiose nei segmenti high yield (escluso il settore energia), investment-grade in euro e titoli sovrani dei mercati emergenti. Non temiamo particolarmente un imminente sell-off sui tassi in quanto i bassi prezzi delle commodity dovrebbero contenere le aspettative di inflazione.

Tuttavia questa calma apparente potrebbe essere ingannevole. Tra gli stati membri dell'Eurozona permangono profonde differenze d'opinione in merito alla natura dell'unione monetaria. Inoltre le autorità cinesi, con il loro intervento sui mercati, hanno dimostrato ancora volta di non fidarsi pienamente della libera interazione delle forze di mercato, un atteggiamento che può avere implicazioni sugli investimenti esteri.

Un altro argomento che merita particolare attenzione riguarda le conseguenze non intenzionali delle restrizioni normative. Si pensi, per esempio, ai limiti di Value-at-Risk (VaR) imposti ai

trading desk e a numerosi investitori istituzionali. Un aumento del VaR determina una minore propensione al rischio e può tradursi in una diminuzione dell'attività di trading, esacerbando i movimenti dei prezzi – una conseguenza non intenzionale.

Il grafico mostra il VaR dei titoli sovrani tedeschi dal 2000. Si noti la recente impennata fino al valore massimo degli ultimi decenni. L'aumento del VaR potrebbe essere il motivo della carenza di domanda di titoli sovrani tedeschi tra la fine di aprile e l'inizio di maggio e avere quindi contribuito al forte rialzo dei rendimenti dei Bund. Questo andamento dimostra l'assoluta rilevanza di un corretto approccio di gestione al rischio che consideri il possibile impatto di tali fattori.

Value-at-Risk (VaR) dei titoli sovrani tedeschi*



Tra la fine di aprile e l'inizio di maggio il VaR dei titoli sovrani tedeschi ha segnato il massimo degli ultimi decenni. L'aumento del VaR potrebbe essere collegato alla scarsità della domanda e all'impennata dei rendimenti.

* Markit iBoxx Euro Sovereign Bond Germany Index, rendimento complessivo in euro. Periodo di detenzione di un giorno con livello di confidenza pari al 99%.
Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, dati a luglio 2015

¹ Non idoneo a tutti gli investitori. Prima di investire, i potenziali investitori dovrebbero richiedere una consulenza finanziaria professionale.

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



Henning Gebhardt,
Global Head of Equities

Prospettive dei mercati azionari

Rendimenti più sani per i portafogli di investimento

In periodi di volubilità del sentiment di mercato, vertici sulla crisi e politiche non convenzionali delle banche centrali è facile perdere traccia dei trend a lungo termine. Eppure sono proprio questi i driver del settore salute. In una società che invecchia, la domanda di farmaci, cure mediche e capacità ospedaliera non può che aumentare. Molti anziani devono assumere diverse medicine al giorno per contrastare le malattie croniche.

Persino nei Paesi emergenti il settore salute cresce a tassi superiori alla media. Grazie al maggiore benessere economico, un numero sempre più elevato di persone in Asia, Africa e America Latina si può permettere farmaci e trattamenti offerti dalla medicina moderna. Insieme agli stili di vita occidentali, si stanno diffondendo rapidamente anche le malattie ad essi associate, per esempio il diabete, pertanto cresce l'esigenza di cure mediche.

Lo sviluppo di nuovi farmaci assorbe ingenti fondi destinati alla ricerca: secondo i dati dell'industria farmaceutica il costo di una nuova terapia si aggira intorno a 1,5 miliardi di dollari. Ma può valerne la pena.

I pazienti affetti da epatite C che rischiano di perdere il fegato, per esempio, possono guarire completamente in dodici settimane, o ancora è possibile inserire le valvole cardiache artificiali attraverso una piccola incisione inguinale. Nuovi prodotti di immuno-oncologia potrebbero contribuire a migliorare le prospettive di longevità dei malati di tumore, trasformando il cancro da patologia letale a malattia cronica.

Non solo i pazienti, ma anche gli azionisti hanno beneficiato dell'andamento del settore salute negli ultimi anni. In un quinquennio il mercato complessivo dei prodotti per la salute è raddoppiato, mentre il valore di mercato del settore è quasi triplicato.¹

Il settore salute presenta un outlook a lungo termine favorevole per gli utili societari, mentre anche il profilo strutturale appare relativamente positivo. Contrariamente a quanto accade per

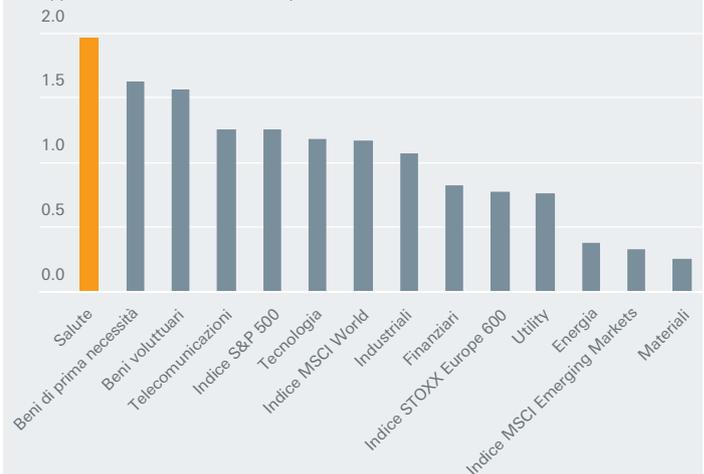
¹ Fonte: FactSet Research Systems Inc., 6/30/10-6/30/15, in euro, total return; total market index: MSCI AC World Index +98.2%; healthcare sector index: MSCI AC Health Care Index +189.6%

la domanda di materie prime o automobili, il fabbisogno di medicinali è sostanzialmente immune alle oscillazioni cicliche. In poche parole, "ci si ammala anche quando c'è crisi".

Gli investitori hanno quindi realizzato rendimenti interessanti con un rischio relativamente basso. Il grafico illustra la forza relativa del settore salute. La nostra analisi dei trend demografici e della pipeline di ricerca indica che il settore salute continuerà a distinguersi positivamente in termini di rapporto rischio/rendimento e potrebbe quindi rivelarsi salutare, nel lungo periodo, per qualsiasi portafoglio azionario. In una prospettiva a breve termine dovremo invece aspettare migliori punti di ingresso a causa delle valutazioni elevate.

Crescita difensiva nel settore salute

Rapporto rischio/rendimento a cinque anni*



In un confronto settoriale, il settore salute ha evidenziato il miglior rapporto rischio/rendimento negli ultimi cinque anni: rendimenti sopra la media con oscillazioni dei prezzi inferiori alla media.

Fonti: Stime Deutsche AWM, FactSet Research Systems Inc., dati al 16/7/15
*Settori dell'indice MSCI AC World. Il rapporto rischio-rendimento si calcola dividendo il rendimento medio annuo degli ultimi cinque anni per la volatilità giornaliera annualizzata nello stesso periodo.

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



Portafoglio

La nostra strategia di allocazione degli asset in un portafoglio bilanciato¹

Asset class tradizionali

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

■ Azioni

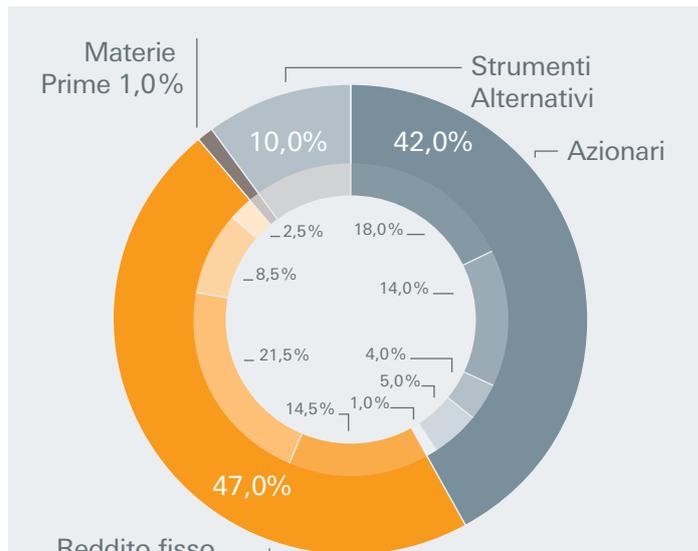
Nonostante i significativi progressi compiuti a luglio nei negoziati con la Grecia, sono ancora probabili periodi di incertezza e, di conseguenza, ulteriori picchi di volatilità. Confermiamo la nostra preferenza per le azioni dei Paesi sviluppati rispetto a quelle dei mercati emergenti. Se in Grecia si faranno ulteriori progressi, riteniamo che i mercati europei potrebbero tornare a focalizzarsi sugli incoraggianti risultati aziendali pubblicati di recente. Le azioni statunitensi quest'anno stanno dimostrando una relativa solidità, tuttavia rimane possibile una temporanea inversione di tendenza. I titoli azionari cinesi rappresentano una seria fonte di preoccupazione, ma potrebbero beneficiare di una maggiore crescita della Cina negli ultimi mesi dell'anno.

■ Fixed income

Confermiamo le nostre aspettative di un primo rialzo dei tassi della Fed nei prossimi mesi, probabilmente a partire da settembre. La Banca centrale europea (BCE) continuerà invece a portare avanti il programma di allentamento quantitativo, pertanto le divergenze di politica monetaria rimarranno un tema fondamentale. Le posizioni in titoli sovrani consentono ancora di ridurre il rischio di portafoglio, inoltre manteniamo una posizione di sovrappeso sul reddito fisso in generale. Il debito sovrano della periferia dell'Eurozona può offrire alcune opportunità, tuttavia abbiamo adottato maggiore cautela sul debito dei mercati emergenti, in particolare alla luce della recente volatilità. Il segmento investment grade USA potrebbe risultare frenato dall'incombente rialzo dei tassi della Fed, mentre l'high yield statunitense ed europeo continueranno a dipendere dalle notizie sulle società.

■ Materie prime

La cautela rimane d'obbligo. Ultimamente i prezzi del petrolio sono tornati a diminuire, in parte a causa del nuovo aumento del numero di pozzi petroliferi. Sul mercato del petrolio permane l'eccesso di offerta e nel lungo periodo l'accordo con l'Iran potrebbe esacerbare il problema. Inoltre vi sono timori anche sul fronte della domanda, per esempio per quanto riguarda la Cina. I prezzi dell'oro sono aumentati solo moderatamente con l'escalation della crisi greca e riteniamo che l'oro sarà fortemente penalizzato dall'atteso rafforzamento del dollaro e dall'aumento dei tassi di interesse USA.



Mercati azionari	peso suggerito
Mercati sviluppati	36,0%
Stati Uniti	18,0%
Europa	14,0%
Giappone	4,0%
Mercati Emergenti	6,0%
Asia ex Giappone	5,0%
America Latina	1,0%
Reddito Fisso	
Titoli di credito	14,5%
Titoli sovrani	21,5%
Titoli Mercati Emergenti	8,5%
Liquidità	2,5%
Materie Prime	
Materie Prime	1,0%
Strumenti Alternativi	
Strumenti Alternativi	10,0%

Fonti: Regional Investment Committee (RIC), Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, Deutsche Bank (Suisse) SA, dati al 21/7/15. Strategia di allocazione degli asset suggerita agli investitori in dollari. Questa strategia di allocazione degli asset potrebbe non essere idonea a tutti gli investitori.

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

¹ Questo portafoglio potrebbe non essere idoneo a tutti gli investitori.
² Gli investimenti alternativi sono trattati separatamente nel capitolo successivo.



Long o short, Stéphane Junod?

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

Un forte aumento dell'inflazione sarebbe un rischio per la politica della Fed?

SHORT Negli Stati Uniti l'inflazione inerziale è ancora inferiore al target del 2% fissato dalla Fed. Sebbene il dato sia destinato ad aumentare con il consolidamento della ripresa economica, ci vorrà del tempo prima che torni in linea con il valore obiettivo. Le aspettative di inflazione molto stabili e l'impatto del rafforzamento del dollaro sui prezzi alla produzione terranno a freno eventuali aumenti. Anche il tasso di incremento del costo del lavoro USA dovrebbe rimanere su livelli relativamente modesti. Tutti questi fattori consentiranno alla Fed di alzare i tassi seguendo un percorso ben delineato.

La Bce è impegnata in un piano di allentamento quantitativo (QE) a tutto campo?

LONG All'inizio di quest'anno, quando la crescita europea ha evidenziato segnali di ripresa, molti si sono chiesti se la BCE avrebbe portato a termine il suo piano di QE, ma ultimamente i dati economici piuttosto eterogenei – e la Grecia – hanno evidenziato i problemi che l'Eurozona deve ancora affrontare. La BCE ha infatti deciso di estendere la gamma di asset acquistabili nell'ambito del programma di QE per avere maggiore potenza di fuoco se necessario, qualora dovessero emergere ulteriori minacce sul fronte della Grecia o altrove.

High yield USA migliore dell'high yield euro?

LONG La forte incidenza dei titoli energetici sul debito high yield USA appare preoccupante a fronte dei prezzi del petrolio ostinatamente bassi, tuttavia le altre misure di valutazione dei debitori high yield statunitensi sono positive. Si tratta inoltre di un mercato molto più vasto rispetto all'euro high yield e di conseguenza meno incerto sotto il profilo della liquidità futura.

L'attrattiva dei mercati azionari emergenti è aumentata?

SHORT La storia suggerisce che un ciclo di contrazione della Fed non interferisce necessariamente con i mercati azionari rialzisti, ma quando le valutazioni sono a livelli estremi (come adesso) i rendimenti dei mercati sviluppati possono essere relativamente modesti. Anche in questo caso, tuttavia, i mercati emergenti potrebbero non essere una buona alternativa, in quanto probabilmente saranno più vulnerabili nei confronti dei rialzi dei tassi della Fed. Il maggiore indebitamento delle società dei mercati emergenti potrebbe inoltre rappresentare un'ulteriore fonte di preoccupazione.

Azioni cinesi - ci possiamo aspettare ulteriore volatilità?

LONG Le recenti inversioni di tendenza delle azioni cinesi sono state determinate dai timori sulla liquidità piuttosto che dai fondamentali. Gestire questo tipo di preoccupazioni con un intervento politico può essere difficile: le autorità cinesi hanno dovuto varare una vasta serie di provvedimenti per riportare la situazione sotto controllo. Con gli investitori in agitazione, riteniamo possibili ulteriori picchi di volatilità nei prossimi mesi, ma crediamo che il mercato possa iniziare a offrire opportunità d'acquisto nelle fasi di discesa.

Il Value at Risk (VaR) è ancora una misura utile?

LONG Il VaR è la stima della perdita minima potenziale attesa con un certo grado di probabilità per un'asset class o un portafoglio. Non si tratta solo di una questione teorica, in quanto gli aumenti del VaR possono provocare vendite forzate automatiche dai trading book. In aprile, per esempio, un aumento del VaR dei Bund ha innescato due ondate successive di aggiustamento delle posizioni degli investitori, portando il VaR dei titoli governativi tedeschi al massimo livello degli ultimi decenni. Le classi d'investimento sopravvalutate in termini fondamentali e con bassi livelli di Value at Risk sono probabilmente le più vulnerabili a possibili sell-off innescati da shock sul VaR.

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.¹

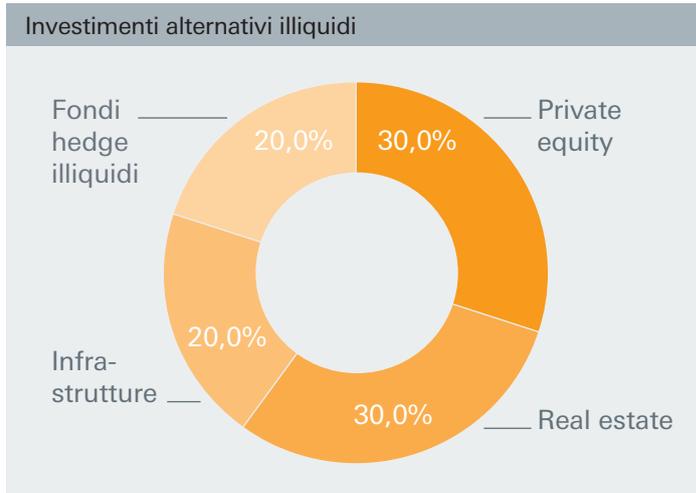
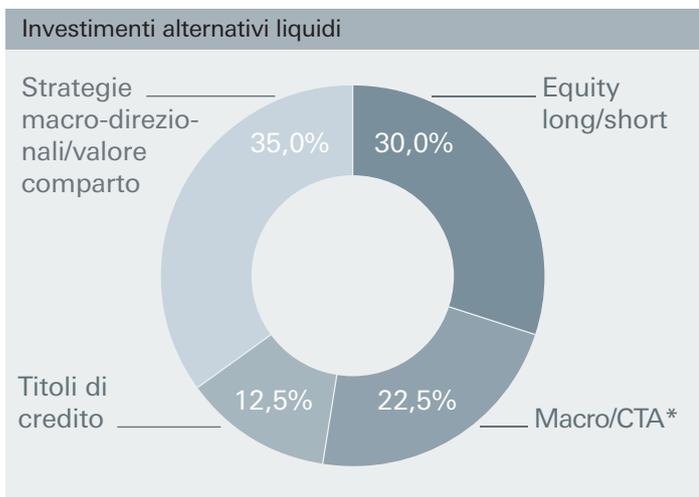
Investimenti alternativi liquidi

■ Commodity Trading Advisors (CTA)

Le questioni geopolitiche e i timori per gli effetti a catena del cambiamento della politica monetaria USA potrebbero complicare la vita ai gestori sistematici con posizioni a lungo termine. Tali gestori avranno difficoltà a catturare i trend direzionali attraverso i portafogli in quanto le correlazioni tra classi d'investimento stanno cambiando e si temono picchi di volatilità. Per contro, i gestori – meno numerosi – che seguono modelli orientati al breve termine (con periodi di detenzione da un giorno a una settimana) potrebbero beneficiare di queste rotazioni dei mercati. Alcuni di questi gestori hanno già riportato un sensibile aumento della performance nell'anno in corso.

■ Strategie macro discrezionali

Le strategie macro discrezionali si sono dimostrate le più adatte per superare i recenti periodi di volatilità e affrontare le inversioni di tendenza dei tassi e delle azioni. Le divergenze di politica monetaria tra Stati Uniti ed Europa dovrebbero continuare a creare trend sfruttabili nelle asset class più liquide. Il rafforzamento del dollaro USA potrebbe accelerare quando la Fed inizierà ad alzare i tassi nei prossimi mesi. La normalizzazione della politica monetaria USA dovrebbe inoltre costringere i mercati emergenti a intraprendere percorsi di aggiustamento assai diversi tra loro, creando molteplici opportunità sia da un punto di vista direzionale che di arbitraggio nelle valute locali e nei tassi.



Investimenti alternativi illiquidi²

■ Private equity

Continua l'ottima performance dei mercati del private equity. Le valutazioni europee rimangono leggermente inferiori a quelle statunitensi, inoltre potrebbero offrire maggiori potenzialità di rialzo. Nel private equity i multipli di acquisizione (il prezzo pagato rispetto agli utili target delle società) per le operazioni di piccole e grandi dimensioni, negli Stati Uniti come in Europa, sono superiori alle rispettive medie decennali. Negli Stati Uniti i livelli di pricing si confermano molto competitivi in quanto sia i compratori strategici che gli investitori finanziari sono estremamente attivi. Il primo trimestre del 2015 è stato dominato dai deal originati dal segmento public-to-private sul mercato USA e dai buyout secondari in Europa. Nel primo trimestre gli investitori hanno inoltre ricevuto ingenti distribuzioni dai gestori di fondi. Il dinamismo evidenziato dai mercati dei capitali cinesi fino a poco tempo fa aveva consentito ai gestori di private equity di vendere le società in portafoglio in tempi record e a condizioni favorevoli, tuttavia la recente correzione dei mercati locali potrebbe rendere il contesto più problematico in futuro.

Fonti: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, Deutsche Bank AG Filiale London, dati al 21/7/15. Tale allocazione potrebbe non essere idonea a tutti gli investitori. Nel nostro portafoglio modello bilanciato, gli investimenti alternativi si attestano attualmente al 10% (cfr. "Portafoglio").

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

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

* Commodity Trading Advisor

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.



Long o short, Mark G. Roberts?

Il responsabile strategie e ricerca real estate commenta i principali temi di investimento a breve e lungo termine

Il real estate non quotato può continuare a sovraperformare?

LONG Secondo MSCI, gli investimenti immobiliari globali non quotati che non fanno uso della leva finanziaria hanno generato un rendimento complessivo del 9,9% nel 2014. Poiché i tassi di interesse reali rimarranno probabilmente bassi in termini storici, i rendimenti complessivi dovrebbero superare del 7,5% la media a lungo termine. I rendimenti USA stanno beneficiando della maggiore crescita del PIL, mentre i rendimenti europei sono sostenuti da fattori quali il calo della disoccupazione, l'aumento della domanda di affitti e la scarsità di nuovi cantieri. Australia, Corea del Sud e Giappone probabilmente riporteranno performance superiori alla media, ma la decelerazione della crescita economica rappresenta una minaccia per i mercati immobiliari cinesi. A Hong Kong e Singapore il mercato degli uffici rischia di subire pressioni sui prezzi.

I rendimenti del real estate quotato USA sono interessanti?

SHORT I REIT quotati fanno un uso maggiore della leva finanziaria, pertanto i rendimenti possono essere più volatili rispetto al mercato non quotato. Tra il 1993 e il 2014 ci sono stati 13 periodi durante i quali i tassi di interesse statunitensi (definiti dal rendimento dei Treasury) sono stati in aumento. Durante tali periodi l'indice S&P500 è salito in media del 10%, mentre i REIT USA sono cresciuti mediamente del 2,8% e l'indice Barclays Aggregate U.S. Bond ha perso il 2,7%. Nell'anno successivo a un aumento dei tassi, tuttavia, i rendimenti dei REIT si sono attestati in media al 16%, un livello superiore rispetto al rendimento complessivo medio del 9,7% segnato dall'S&P 500 e al rendimento del 9,6% dell'indice Barclays Aggregate U.S. Bond. Ne consegue che, nel breve periodo, i REIT USA possono essere volatili.

Ma i dividend yield non riescono a controbilanciare questo fenomeno?

LONG I dividend yield più elevati possono servire a compensare questa volatilità. Attualmente i REIT offrono un dividend yield molto interessante del 3,87%, che supera sia il dividend yield dell'S&P 500 (1,97%), sia quello dei Treasury USA decennali (2,42%).¹ Questo dividend

¹ Tutti i dividend yield sono al 10/7/15.

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

yield più elevato può ridurre il rischio di ribassi e sostenere la sovraperformance futura. Inoltre, stimiamo che i REIT USA trattino con uno sconto del 10% rispetto al loro valore patrimoniale netto.

La sostenibilità giocherà un ruolo crescente nel settore degli investimenti immobiliari?

LONG Dopo l'avvento di Internet, a metà degli anni 90, i proprietari immobiliari scoprirono ben presto che fornendo un accesso Internet non guadagnavano un vantaggio competitivo: si trattava piuttosto di un servizio necessario per evitare l'obsolescenza degli stabili. Oggi lo stesso discorso vale per la sostenibilità del settore edilizio. Conduttori, enti normativi e investitori parlano tutti dei benefici delle pratiche sostenibili nell'edilizia. Con la riduzione dei costi energetici, l'uso più efficiente delle risorse idriche e la necessità di evitare l'eccessiva cementificazione nelle aree a minore densità, le pratiche sostenibili diverranno lo standard e saranno sempre più rilevanti agli occhi degli investitori.

La tecnologia in generale inciderà sugli investimenti infrastrutturali a lungo termine?

LONG Sì, pensiamo per esempio all'interazione tra le politiche sul cambiamento climatico in Europa e le tecnologie per lo stoccaggio di energia, l'efficienza energetica e le emissioni zero. I sistemi a rete intelligente faranno aumentare la quota delle energie rinnovabili, in quanto sono più efficienti e consentono un migliore allineamento tra picchi di domanda e livelli di produzione. Sebbene ancora in fase iniziale, lo stoccaggio di energia presenta prospettive a lungo termine positive per la gestione dei problemi legati alle strozzature della rete e all'intermittenza delle energie rinnovabili, con implicazioni per gli investimenti infrastrutturali.

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

Adozione di un cambio fisso, in un contesto valutario, consiste nel fissare artificialmente il tasso di cambio tra due valute.

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

Arbitraggio consiste nello sfruttare il differenziale di prezzo tra due (o più) mercati.

Avanzo primario di bilancio la differenza positiva tra spesa pubblica ed entrate dello Stato prima del pagamento degli interessi sul debito pubblico.

Azioni di classe H sono azioni di società della Cina continentale quotate a Hong Kong o presso altre Borse valori non continentali.

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.

Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) è l'organizzazione internazionale delle banche centrali.

Banca popolare cinese (PboC) è la banca centrale della Cina.

Bank of England (BoE) è la banca centrale inglese.

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

Bolla speculativa è un mercato con valutazioni artificialmente elevate che potrebbe essere prossimo a scoppiare.

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

Buyout secondario si verifica quando una società di private equity acquista una quota di una società direttamente da un'altra società di private equity.

Clientelismo è l'uso di incentivi economici da parte dei politici per influenzare alcuni settori dell'elettorato.

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

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

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

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.

Effetto leva è un indicatore che misura il rapporto tra indebitamento e capitale proprio di un investitore o di una società.

Emergency Liquidity Assistance (ELA) è una misura della BCE che permette alle banche centrali nazionali dell'Eurosistema di erogare moneta di banca centrale a favore di un'istituzione finanziaria solvibile che si trovi ad affrontare temporanei problemi di liquidità.

Euro (EUR) è la valuta ufficiale dell'Eurozona.

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 loro successiva valutazione come opportunità di investimento.

Fuga di cervelli indica l'emigrazione all'estero dei lavoratori più qualificati di un Paese, solitamente per motivi economici.

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.

Gestori sistematici, nel contesto dei Commodity Trading Advisors (CTAs), mirano a individuare e sfruttare i trend che caratterizzano un portafoglio diversificato di attivi.

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

Indice Barclays U.S. Bond misura la performance del mercato obbligazionario investment grade statunitense.

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

Indice DAX misura la performance dei 30 titoli tedeschi a maggiore capitalizzazione quotati alla Borsa di Francoforte.

Indice Hang Seng China Enterprises (HSCEI) comprende le azioni di classe H a maggiore capitalizzazione e più liquide quotate a Hong Kong.

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

Indice MSCI AC World Financials comprende società ad alta e media capitalizzazione del settore finanziario (principalmente banche) di 46 Paesi sviluppati ed emergenti.

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

Indice S&P 500 Consumer Discretionary misura la performance delle società incluse nell'indice S&P 500 classificate come appartenenti al settore consumi discrezionali GICS.

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).

Leverage 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.

Ludwig von Mises fu un seguace della Scuola austriaca di economia, che attribuiva i boom e i crolli economici alla creazione e distruzione del denaro. Dal 1945 al 1969 fu professore all'Università di New York.

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 del credito è il mercato delle obbligazioni societarie.

MSCI è una società che fornisce indici e altri strumenti analitici destinati agli investitori.

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

Operazioni non a leva sono le operazioni o gli investimenti ai quali non è associato alcuno strumento di debito.

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.

Premio al rischio di un investimento dipende dal rendimento atteso di tale investimento al netto del tasso risk-free.

Principio di sussidiarietà, secondo la definizione dell'Unione europea, sancisce che il potere deve essere devoluto al livello più basso di governo.

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.

Public-to-private indica il processo di buyout di una società per rimuoverla da un listino e ricondurla a proprietà privata.

Quantitative easing (QE), o allentamento quantitativo, 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.

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

Regole di Maastricht definiscono cinque criteri che devono essere rispettati dai Paesi candidati a entrare nell'euro.

REIT (Real Estate Investment Trusts) sono società, perlopiù quotate, che possiedono e spesso gestiscono varie tipologie di beni immobiliari. Sono obbligati a distribuire almeno il 90% degli utili.

Rete intelligente è una rete elettrica che usa le informazioni relative alla produzione e ai consumi per gestire con maggiore efficienza la distribuzione.

Scadenza è il periodo di tempo, ovvero il termine, dopo il quale un titolo cessa di esistere e si procede al rimborso del capitale.

Società quotate sono negoziate presso una Borsa valori; le società non quotate sono scambiate privatamente.

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

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

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

Utilizzo della capacità indica la quota della capacità produttiva di un'economia attualmente in uso.

Valore patrimoniale netto (NAV) è il valore del patrimonio di un'organizzazione al netto del valore delle sue passività.

Value at Risk (VaR) è una misura di rischio. Rappresenta la perdita potenziale di una particolare posizione di rischio con un certo grado di probabilità entro un determinato orizzonte temporale.

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

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.

© Deutsche Bank AG - Milan Branch, Agosto 2015

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

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

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

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