

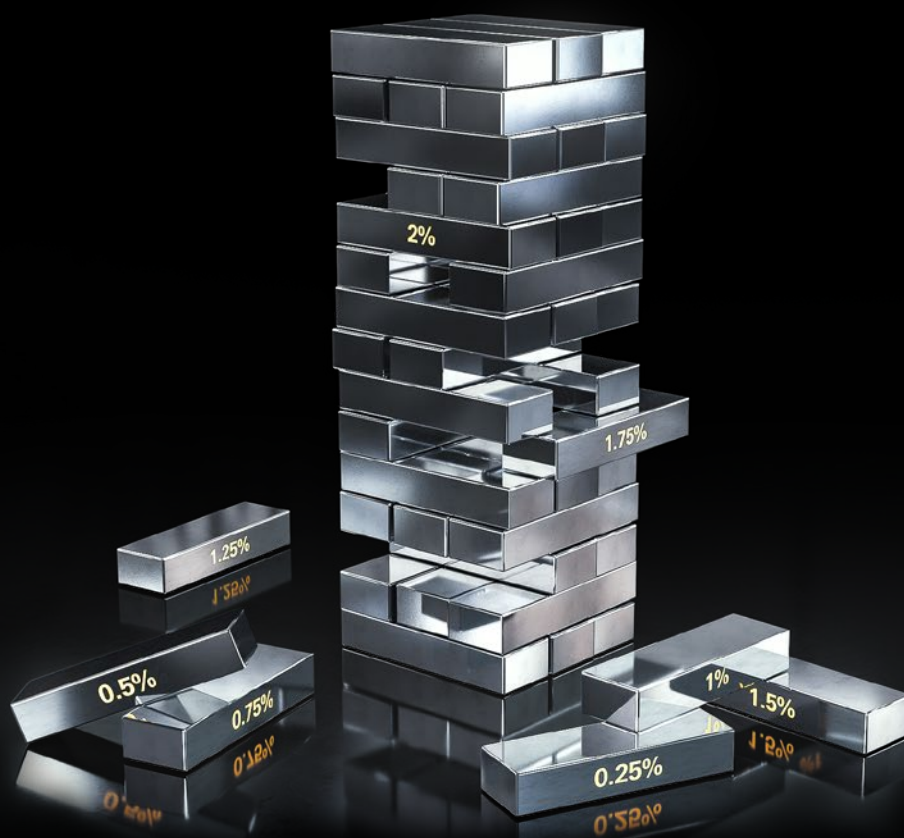
# CIO | VIEW

Aprile 2018

---

## Tassi di interesse in aumento

Come reagiranno i mercati azionari?





# Un altro anno ancora

**C**hi ha saputo mantenere i nervi saldi, facendo acquisti durante la recente correzione di mercato, si trova nuovamente in vantaggio. Come abbiamo visto nel corso di questo lungo mercato rialzista iniziato nove anni fa, oltre a rivelarsi vincenti, queste opportunità di acquisto hanno ripagato gli investitori nel giro di qualche mese. Ma quante altre occasioni favorevoli concederà ancora l'amico toro agli investitori più audaci? Quando, di preciso, i nervi saldi si trasformano in hýbris? Fin dove arriveranno gli investitori, prima di rinunciare a inseguire ancora quell'uno o due punti percentuali per cercare invece di assicurarsi i profitti e ridurre il rischio?

In breve un altro anno positivo è ancora possibile. Il toro sta invecchiando, ma si regge ancora in piedi. Ci aspettiamo che l'economia globale continui a crescere per altri due anni allo stesso ritmo del 2017, un vivace 3,9%. Solo una volta, negli ultimi cinquant'anni, si è avuto un mercato ribassista in assenza di recessione: nel 1987. La crescita sincronizzata dell'economia globale fungerà probabilmente da rete di sicurezza, in particolare per le azioni, ma dopo tre anni di crescita costante le Borse potrebbero anche evidenziare segnali di stanchezza, essendo sempre all'affannosa ricerca di accelerazione e sorprese. Di conseguenza, le nostre aspettative sul ritorno dei mercati dei capitali in generale non sono particolarmente ambiziose.

Ma difficilmente i mercati saranno calmi e noiosi come ci si potrebbe aspettare. Con il toro che invecchia e diventa sempre più irascibile, aumenteranno le brutte cicatrici – per quattro motivi in particolare. Primo, ci aspettiamo che nel secondo semestre, per la prima volta dall'inizio della crisi finanziaria, le quattro maggiori banche centrali riducano i propri bilanci. Secondo, molti investitori si trovano ad affrontare una preoccupazione piuttosto inedita: una crescita che non è troppo scarsa, bensì troppo elevata. Terzo, l'aggressiva retorica protezionistica della Casa Bianca potrebbe provocare spiacevoli "incidenti" a livello di politica commerciale globale. E quarto, questi elementi di disturbo potrebbero colpire quando le valutazioni saranno arrivate a livelli pericolosamente elevati, al margine superiore dei loro range storici. Se tuttavia, come ci aspettiamo, si riuscirà ad evitare questi maggiori rischi, gli investitori inizieranno probabilmente a chiedersi se, quando e fino a che punto la crescita dell'economia statunitense potrà generare pressioni inflazionistiche e quindi un aumento dei tassi di interesse. Ma se i tassi USA, in linea con le nostre previsioni, aumenteranno solo leggermente fino alla fine del ciclo, il trend dei mercati rimarrà probabilmente favorevole.



Stefan Kreuzkamp  
Chief Investment Officer

*"Una prolungata correzione di mercato sarebbe sorprendente in uno scenario economico così consolidato."*

I termini rilevanti sono definiti nel glossario. Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 17/4/18 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

Aprile 2018



## FOCUS

A inizio febbraio il rendimento dei titoli di stato decennali USA ha superato il 2,8% e l'S&P 500 è crollato. I mercati azionari hanno ragione a essere nervosi? Probabilmente no, se l'esperienza passata ci insegna qualcosa.

Tassi di interesse in aumento .....6



## MACRO

Abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime di crescita globale. Alla luce dei moderati aumenti nelle aspettative di inflazione, un surriscaldamento rimane per il momento improbabile. Continuiamo tuttavia a monitorare molti altri fattori di rischio.

Qualcosa è cambiato? .....8



## OBBLIGAZIONI

Nonostante la riduzione del supporto delle banche centrali, rimaniamo positivi sul credito societario e sui mercati emergenti. Nel segmento high yield i fondamentali del credito rimangono stabili grazie all'aumento degli utili aziendali.

Selezionate opportunità .....10

Valute: Dollaro: prevista una ripresa .....12



## AZIONI

Malgrado il nervosismo dei mercati, lo scenario Goldilocks rimane sostanzialmente invariato. L'aumento dei tassi di interesse è meno preoccupante di un rallentamento causato, per esempio, da un'escalation delle tensioni commerciali.

Nervi saldi .....13

Valutazioni: il quadro generale .....15



## ALTERNATIVE

In un quadro macroeconomico e finanziario favorevole, il settore immobiliare offre molti spunti di ottimismo. Le divergenze tra le performance regionali richiedono tuttavia un approccio strategico.

Ancora un anno di solidi risultati .....16



## MULTI ASSET

La volatilità è tornata. A causa dei tassi di interesse in aumento e delle crescenti tensioni commerciali, sono probabili ulteriori picchi di volatilità difficilmente prevedibili. Spieghiamo come gestire tali episodi.

Gestire la volatilità .....18  
Allocazione ..... 20  
Indicatori .....21



## LE NOSTRE PREVISIONI

Abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita per gli Stati Uniti, l'Eurozona e l'economia mondiale in generale. Questo scenario dovrebbe favorire le azioni. Sui mercati valutari ci aspettiamo un rimbalzo del dollaro.

Tutte le previsioni in breve .....22



## CHI SIAMO

DWS offre ai singoli investitori e alle istituzioni investimenti tradizionali e alternativi in tutte le principali classi di attivi.

Chi siamo ..... 24

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 17/4/18 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.

# Tassi di interesse in aumento

» Come reagiranno i mercati azionari? «

**D**on't fight the Fed<sup>1</sup>, recita il vecchio adagio di Wall Street, a ricordarci che i mercati azionari, come molti altri mercati, reagiscono negativamente quando la Federal Reserve USA alza i tassi di interesse, ma positivamente quando invece li abbassa. Attualmente la Fed sta frenando sui rialzi dei tassi. Nei primi sei giorni di negoziazione di febbraio il rendimento dei titoli di stato decennali USA ha reagito superando il 2,8%, e l'S&P 500 è quindi crollato dell'8,5%. A seguito di questa correzione, molti investitori temono che ulteriori rialzi dei tassi di interesse potrebbero mettere nuovamente sotto pressione i mercati azionari. Ma questi timori sono giustificati?

Teoricamente, è possibile. Ottant'anni fa, John Burr Williams<sup>2</sup> spiegava che il valore di un'azione riflette il valore dei suoi dividendi attualizzati. All'aumentare dei tassi di interesse, diminuisce il valore attuale dei dividendi che, sommati, rappresentano il valore dell'azione, mentre quando i tassi di interesse diminuiscono il valore attuale dei dividendi aumenta, e con esso il valore dell'azione. Se aumentano sia i dividendi sia tassi di interesse, per esempio perché l'inflazione sta accelerando, l'effetto sul valore dell'azione sarà generalmente neutrale.

Fin qui, tutto bene. Nella pratica, però, l'inflazione, gli utili e i dividendi oscillano e sono difficili da prevedere, a causa degli alti e bassi dell'economia. Quando c'è pessimismo sulla crescita, solitamente le aspettative su utili e tassi di interesse diminuiscono e i mercati azionari scendono. Quando invece c'è ottimismo sulla

crescita, le aspettative su utili e tassi di interesse tendono ad aumentare e i listini risalgono.

## L'ESEMPIO DELLA BOLLA DOT.COM

In qualche occasione, i mercati hanno ignorato la teoria del "don't fight the Fed". Nella seconda metà degli anni 90, con il boom di Internet – e delle fantasie su crescita e profitti – i titoli azionari subirono un'impennata. Neanche l'aumento dei tassi di interesse, da giugno 1999 a maggio 2000, riuscì a spegnere l'entusiasmo degli investitori – fino a marzo 2000. L'improvviso scoppio della bolla dot.com, seguito dagli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001, instillò i primi dubbi sulla crescita. Il tasso sui fondi federali scese, in tredici riprese, dal 6,5% a inizio 2001 all'1% a giugno 2003. In teoria la flessione dei tassi di interesse avrebbe dovuto stimolare i titoli azionari, ma nella pratica il suo effetto risultò ampiamente compensato dal calo delle aspettative di utili e dividendi e, di conseguenza, le azioni persero quota.

Durante la fase recessiva seguita allo scoppio della bolla dot.com, tra gli investitori dilagava il pessimismo; poi, nel 2003, gli ottimisti ripresero lentamente il sopravvento. Le stime di crescita furono riviste al rialzo e i rendimenti obbligazionari salirono, mentre l'aumento delle aspettative su utili e dividendi risollevò i mercati azionari. L'effetto positivo degli utili compensò l'effetto negativo dei tassi di interesse.

## UN ALTRO ESEMPIO: LA CRISI FINANZIARIA

Anche la crisi immobiliare e finanziaria iniziata nel 2007 ha rivelato chiaramente

l'importanza delle aspettative di utili per i mercati azionari. All'epoca, i rendimenti scesero ai minimi storici a causa del profondo pessimismo sulla crescita economica. Il rendimento dei decennali USA diminuì sia per i titoli convenzionali, che rispecchiano le aspettative di crescita nominale, sia per i titoli indicizzati all'inflazione, che riflettono le aspettative di crescita reale. Il calo dei rendimenti obbligazionari e la convergenza tra rendimenti nominali e reali rivelò che gli investitori si aspettavano un sensibile indebolimento del trend di crescita a medio-lungo termine e la fine dell'inflazione.

In effetti i prezzi aumentarono a un ritmo molto più lento negli anni successivi all'inizio della crisi. In un contesto privo di inflazione, le società non avevano sufficiente spazio di manovra per trasferire l'aumento dei costi sui prezzi. Durante la crisi anche i ricavi subirono forti pressioni. I profitti crollarono e la diminuzione delle aspettative di crescita e inflazione a medio termine contribuì al drastico calo delle aspettative di utili. Il valore delle azioni precipitò durante la recessione che si protrasse da fine 2007 a giugno 2009. In seguito, l'ottimismo sulla crescita tornò gradualmente in primo piano. Le stime sugli utili futuri aumentarono e le quotazioni azionarie risalirono.<sup>3</sup>

## DECISIVO IL RITMO DEI RIALZI DEI TASSI

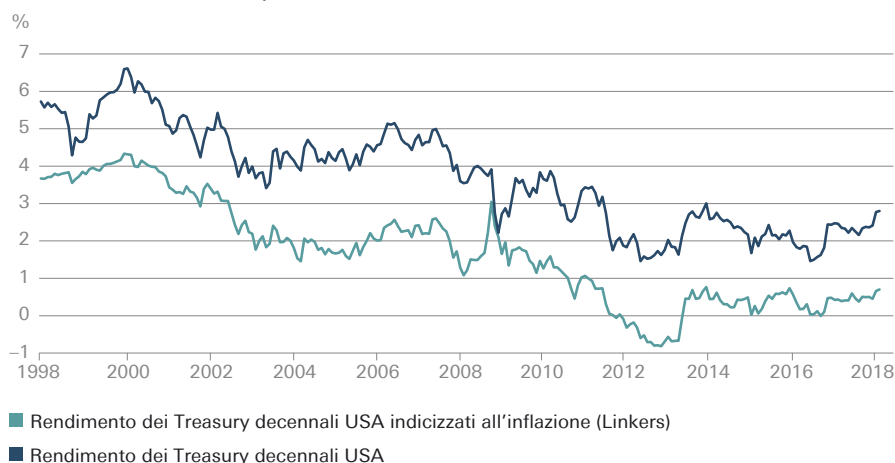
Dopo la crisi finanziaria i tassi di interesse sono stati tagliati e sono rimasti ai minimi, mentre dopo la crisi dot.com erano gradualmente saliti. In entrambi i casi, le quotazioni azionarie sono aumentate. Ma cosa accade quando i rendimenti obbligazionari

umentano drasticamente in poco tempo? Gli eventi del 1999 offrono un buon esempio. All'epoca, le elevate aspettative di crescita e inflazione indussero la Fed ad aumentare sensibilmente il suo tasso di riferimento, e i rendimenti obbligazionari andarono alle stelle. Eppure, i mercati azionari continuarono a crescere in maniera sostenuta. La flessione non arrivò fino a marzo 2000. Alla fine la regola "don't fight the Fed" si è rivelata accurata, ma non particolarmente utile nella scelta del momento giusto per comprare o vendere.

In sintesi, l'attuale contesto di bassi rendimenti obbligazionari indica che le aspettative sono per una crescita al massimo moderata. Il divario tra i rendimenti dei titoli governativi USA convenzionali e indicizzati all'inflazione è leggermente aumentato dalla metà del 2016, ma rimane contenuto. Le aspettative di inflazione tendono al rialzo ma rimangono storicamente basse. La Fed sta quindi normalizzando la sua politica monetaria a piccoli passi, con il risultato di un aumento graduale dei tassi di interesse. La storia dimostra che i mercati azionari realizzano performance positive quando si prevede solo un modesto aumento dei tassi di interesse. Confermiamo quindi le nostre aspettative positive per le azioni.

## RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO DECENNALI USA

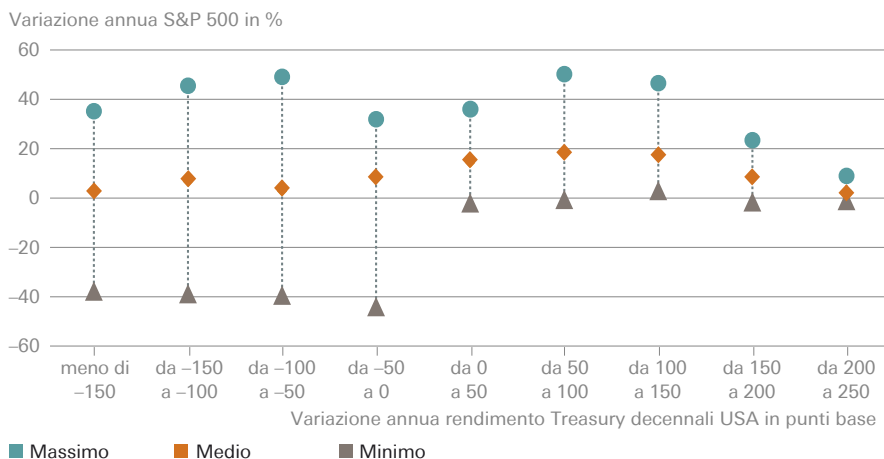
I rendimenti dei titoli di stato USA convenzionali e indicizzati all'inflazione offrono un'indicazione delle aspettative di crescita e inflazione.



Fonte: Thomson Reuters Datastream, dati al 3/3/18

## PERFORMANCE AZIONARIA AL VARIARE DEI RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI\*

Da gennaio 1991 a febbraio 2018, l'S&P 500 ha realizzato le migliori performance quando i rendimenti obbligazionari erano in moderato aumento.



\* Periodo di calcolo compreso tra gen. 1991 e feb. 2018  
Fonte: Thomson Reuters Datastream, dati al 3/3/18

<sup>1</sup> Citazione da *Winning on Wall Street* di Martin Zweig. New York, 1986

<sup>2</sup> John Burr Williams: *The Theory of Investment Value*. Amsterdam, 1938

<sup>3</sup> Il piano di allentamento quantitativo della Federal Reserve USA ha fatto diminuire i tassi di interesse a partire dalla fine del 2008, riducendo però al contempo la rilevanza dei rendimenti come barometro delle aspettative di crescita. A maggio 2013 la Fed ha annunciato una riduzione dell'allentamento quantitativo e a ottobre 2014 ha concluso il suo programma di acquisto di obbligazioni.

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 17/4/18 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.

# Qualcosa è cambiato?

» Finora confermato il nostro scenario centrale positivo per l'economia globale «



Johannes Müller  
Head of Macro Research

## LE NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

Riviste al rialzo le stime di crescita per gli Stati Uniti, l'Eurozona e l'economia mondiale in generale.

I moderati aumenti delle aspettative di inflazione indicano che il rischio di surriscaldamento rimane limitato.

Le misure commerciali annunciate finora dagli Stati Uniti dovrebbero avere un impatto assai moderato sull'attività economica complessiva.

“Cosa potrebbe andare storto?” È questa la domanda che ci siamo posti a novembre, quando abbiamo descritto il nostro scenario centrale positivo per l'economia globale. Finora, il nostro ottimismo si è dimostrato ampiamente giustificato, abbiamo infatti rivisto al rialzo le nostre stime di crescita per gli Stati Uniti, l'Eurozona e l'economia mondiale in generale.

Per gli Stati Uniti prevediamo ora una crescita del 2,6% nel 2018. Da novembre, i tagli fiscali e le ulteriori misure di deregolamentazione hanno contribuito a rilanciare il sentiment delle imprese. I recenti stimoli fiscali statunitensi sono piuttosto peculiari, essendo arrivati in una fase molto avanzata del ciclo economico e in prossimità dei livelli di piena occupazione. Un prolungato incremento degli investimenti o della spesa per consumi farebbe aumentare i rischi di surriscaldamento. Per il momento, l'utilizzo relativamente basso della capacità suggerisce che l'inerzia dell'inflazione è destinata probabilmente a persistere anche nel 2019. Le aspettative di inflazione sono in aumento, ma si attestano a livelli moderati. Rimane inoltre da vedere fino a che punto i tagli fiscali e l'ulteriore deregolamentazione riusciranno a stimolare la crescita potenziale nel medio periodo.

La situazione è simile in Europa, dove abbiamo rivisto al rialzo le stime di crescita per l'Eurozona al 2,3%, ben oltre il potenziale. Su entrambe le sponde dell'Atlantico, vediamo l'inflazione aumentare lentamente e a fatica. In questo scenario, ci aspettiamo che tanto la Fed quanto la Banca centrale europea (BCE) mantengano una certa cautela. La Federal Reserve dovrebbe attuare altri tre rialzi dei tassi entro

marzo 2019. La BCE, invece, aspetterà probabilmente almeno un anno prima di iniziare ad aumentare i tassi, anche se prevediamo che porterà a termine le sue misure di allentamento quantitativo nel quarto trimestre 2018. La crescita dei mercati emergenti appare solida, grazie a una serie di fattori quali la forza dell'economia globale, l'aumento della domanda domestica e l'accelerazione delle riforme nei Paesi più importanti. In Cina l'incertezza politica si è attenuata dopo il XIX Congresso del Partito Comunista. La politica rappresenta del resto una delle due potenziali fonti di rischio che seguiamo con maggiore attenzione. L'altra, sempre collegata, riguarda i mercati finanziari.

Potrà sembrare strano, ma per molto tempo le crescenti tensioni geopolitiche hanno influito poco sulle percezioni di mercato e sul sentiment delle imprese. Per buona parte del primo anno della presidenza Trump, sembrava che la nuova amministrazione repubblicana potesse effettivamente agire in modo piuttosto convenzionale in termini di priorità economiche. Successivamente, i cambi di personale e gli importanti annunci politici comunicati via Twitter hanno ripetutamente innervosito i mercati. Per il momento confidiamo ancora che saranno evitati errori più macroscopici, come un'escalation della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina.

Le misure commerciali annunciate finora dovrebbero avere un impatto assai moderato sull'attività economica in generale. Dall'esterno, sembrano più che altro tattiche di negoziazione. La Cina appare pronta al dialogo. La situazione sarebbe chiaramente diversa se le frizioni commerciali dovesse sfociare in possibili minacce per le



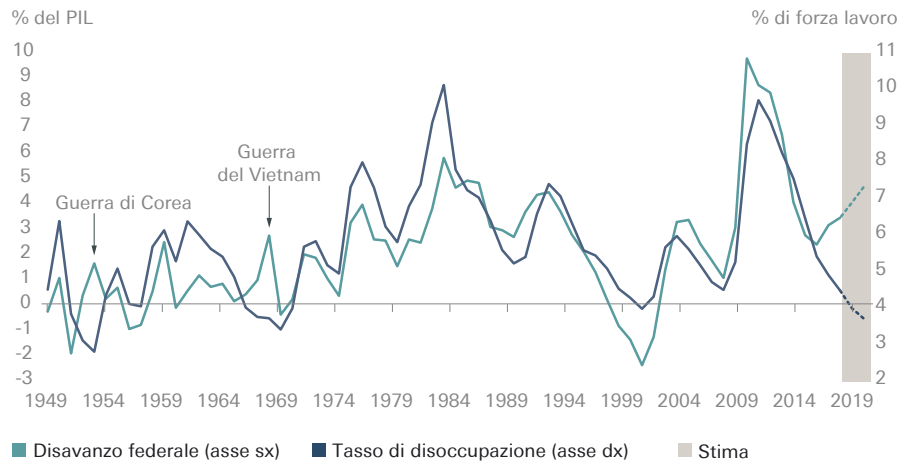
catene di approvvigionamento globali. Entrambe le parti hanno molto da perdere, e quindi sufficienti motivi per evitare un esito simile. Le guerre commerciali non sono mai una buona idea, e non è mai facile vincerle. Anche delle semplici minacce rischiano di minare ulteriormente le regole su cui si basa il sistema commerciale globale. Probabilmente, però, ci vorranno anni, più che mesi, perché l'impatto inizi a trasparire dai dati economici.

Più nell'immediato, l'instabilità potrebbe tornare sui mercati e ripercuotersi sull'economia reale in vari modi, per esempio alimentando i timori di un aumento dei disavanzi. Il vero problema, però, rischia di sembrare meno interessante di una crisi fiscale: più denaro viene preso in prestito dallo stato in periodi di piena occupazione, minori saranno le risorse disponibili per altre iniziative potenzialmente in grado di stimolare maggiormente la produttività. I tassi di interesse aumentano, e la crescita dello stock di capitale della nazione rallenta. Questo limiterà lo spazio di manovra per gli stimoli fiscali durante la successiva recessione.

Si tratta più che altro di minacce a medio e lungo termine, che non dovrebbero destare preoccupazione nei prossimi dodici mesi. Come spiegano i colleghi nei commenti sulle singole asset class delle pagine seguenti, il quadro sottostante, per esempio in merito agli utili aziendali, rimane solido. E un eventuale peggioramento improvviso delle condizioni sui mercati finanziari verrebbe probabilmente arginato e infine annullato da un intervento delle banche centrali. Per il momento siamo rassicurati da un outlook ancora solido.

### UN DISAVANZO SENZA PRECEDENTI NEGLI STATI UNITI

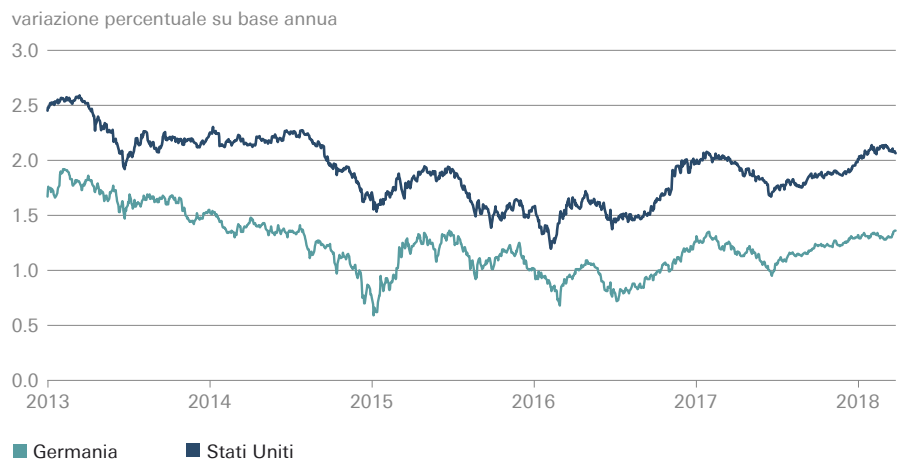
Se si escludono i tempi di guerra, un simile aumento dei disavanzi federali USA in condizioni di quasi piena occupazione rappresenta un caso senza precedenti.



Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH, dati al 28/3/18

### ASPETTATIVE DI INFLAZIONE IN AUMENTO

Da quasi due anni i tassi di inflazione di pareggio, rilevati dai titoli inflation-linked, continuano ad aumentare sia in Germania che negli Stati Uniti.



Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH, dati al 28/3/18

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 17/4/18 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.

# Selezionate opportunità

» Le opportunità sono ancora presenti, soprattutto nell'high yield. Si compra sulle discese, ma è necessario selezionare. «



Jörn Wasmund  
Head of Fixed Income/Cash

## LE NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

Con la progressiva riduzione del supporto delle banche centrali, gli investimenti obbligazionari sembrano destinati a diventare molto più insidiosi di quanto non siano stati per buona parte del ciclo.

Confermiamo la nostra view positiva sul credito societario in generale e sulle obbligazioni dei mercati emergenti, sia sovrane che corporate.

I fondamentali del credito rimangono sostanzialmente stabili, grazie all'aumento degli utili aziendali e ai bassi tassi di default.

Dopo la volatilità degli ultimi mesi, da qui a un anno vediamo tre temi principali in grado di influenzare i rendimenti obbligazionari. Primo, ci aspettiamo che il dollaro inizi a rafforzarsi sull'euro: la sua recente debolezza appare eccessiva e le principali argomentazioni che la supportano non ci sembrano valide, come spieghiamo nell'articolo successivo.

Secondo, i rendimenti dovrebbero aumentare sia per i Treasury decennali USA, sia per i Bund decennali, ma comunque non prevediamo un sell-off sui titoli di stato americani. Il rialzo dei rendimenti probabilmente continuerà a dipendere dalla crescita economica solida e sincronizzata, anziché da un forte aumento dell'inflazione, che in effetti risulta solo in marginale aumento. Di conseguenza, la curva dei rendimenti USA potrebbe appiattirsi ulteriormente, ma non invertirsi. Questo è importante, perché storicamente, a partire dalla Seconda guerra mondiale, ogni recessione statunitense è stata preceduta da una curva dei rendimenti invertita (una correlazione che il nuovo presidente della Fed ultimamente ha cercato di minimizzare). Dato il solido momentum della crescita, per adesso non ci aspettiamo che nei prossimi 12 mesi i mercati inizino a scontare una recessione degli Stati Uniti.

In questo scenario dei tassi, i mercati dovrebbero ritrovare la propensione al rischio nonostante il perdurare di una maggiore volatilità. Questo dovrebbe favorire il credito corporate rispetto ai titoli sovrani. In definitiva, a partire dall'autunno 2018, i mercati potrebbero iniziare a prevedere un'economia da fine ciclo. Con la progressiva riduzione dei bilanci cumulativi delle banche centrali a partire dal secondo

semestre, gli investimenti obbligazionari sembrano destinati a diventare molto più insidiosi di quanto non siano stati per buona parte del ciclo. In generale preferiamo le scadenze più brevi per i titoli di stato, sebbene vi siano ancora selezionate opportunità, anche dove nessuno si aspetterebbe di trovarle.

Tra i titoli di stato dei mercati sviluppati, pensiamo in particolare a quelli italiani. Nonostante lo schiacciante risultato elettorale dei partiti anti-establishment, potremmo effettivamente assistere a una contrazione non appena sarà superata l'incertezza politica legata alla formazione del nuovo governo. Questo dovrebbe significare rendimenti assoluti positivi per i titoli italiani, tra i quali preferiamo in particolare il range 3-5 anni per gli effetti di carry e roll-down.

Confermiamo la nostra view positiva sul credito corporate in generale. Senza dubbio i rischi legati alle recenti misure protezionistiche e alle tensioni geopolitiche richiedono un attento monitoraggio, tuttavia non prevediamo conseguenze durature per il sentiment sul rischio. Consideriamo invece i recenti eventi sui mercati azionari, e in taluni segmenti obbligazionari corporate, come una correzione del mercato rialzista, piuttosto che l'inizio di un mercato ribassista per gli asset rischiosi. Di sicuro la probabile riduzione progressiva degli acquisti di obbligazioni della BCE potrebbe modificare le dinamiche di mercato, presumibilmente entro la fine del 2018. Non bisogna tuttavia dimenticare che la BCE continuerà a essere un compratore, attraverso le cedole e il reinvestimento di obbligazioni in scadenza, ancora per un certo periodo di tempo.

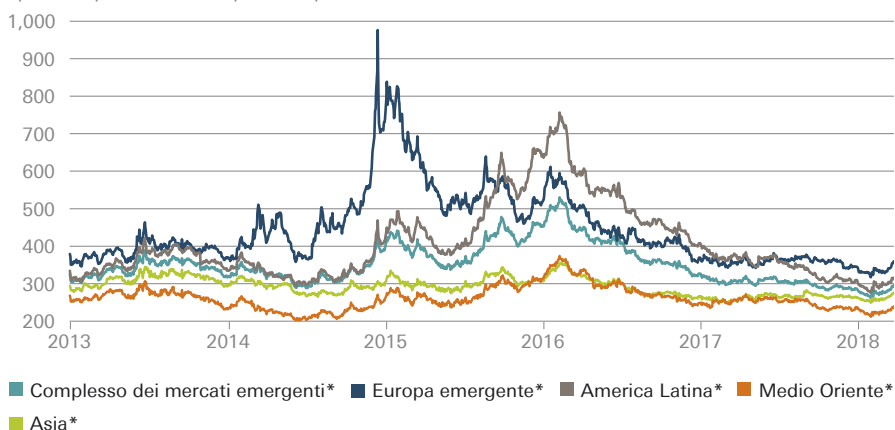
Nell'high yield, il suggerimento è quello di comprare sulle discese. I fondamentali del credito sono sostanzialmente stabili, grazie all'aumento degli utili aziendali e ai bassi tassi di default. I proventi delle nuove emissioni sono destinati perlopiù al rifinanziamento, anziché ad attività che potrebbero penalizzare gli obbligazionisti. In ogni caso, la selezione dei titoli e la gestione attiva si confermano essenziali. Le dinamiche dell'offerta sono alquanto favorevoli. Dall'inizio dell'anno i volumi delle nuove emissioni sono diminuiti dell'11% negli Stati Uniti, a quota \$43 mld, e del 17% in Europa a €10 mld. I deflussi sono stati invece pari a \$13,8 mld negli Stati Uniti e €4,4 mld in Europa. Le valutazioni sono diventate più interessanti sia in Europa che negli Stati Uniti, dove abbiamo un bias positivo verso i titoli singola B e ci concentriamo sugli emittenti che probabilmente beneficeranno dei rialzi dei rating o delle attività di fusione e acquisizione.

Anche le obbligazioni dei mercati emergenti, di emittenti sia sovrani che corporate, si confermano un'asset class interessante, sostenuta dalla stabilità dei prezzi delle materie prime e da una crescita economica globale più forte e sincronizzata. I livelli di rendimento rimangono allettanti. L'asset class beneficia inoltre di un trend positivo dei rating, dove le revisioni al rialzo degli emittenti superano i declassamenti. Un problema consiste però nel fatto che molte buone notizie, in particolare relative alle riforme strutturali attuate negli ultimi anni nei mercati chiave, sono già state scontate. Potenziali condizioni avverse potrebbero derivare da un improvviso picco dei tassi e da un dollaro sensibilmente più forte.

## SPREAD OBBLIGAZIONARI DEI MERCATI EMERGENTI

Gli spread obbligazionari dei mercati emergenti rimangono alquanto interessanti, ma le divergenze a livello regionale sono diminuite.

spread rispetto ai Treasury USA in punti base



\* J.P. Morgan CEMBI Broad e i suoi rispettivi sotto-indici per Asia, Europa, Medio Oriente, America Latina  
Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH, dati al 29/3/18

## HIGH YIELD VS. TREASURY USA

Negli ultimi mesi, gli spread rettificati per le opzioni delle obbligazioni high yield si sono stabilizzati negli Stati Uniti, mentre sono saliti leggermente in Europa.

spread rettificato per le opzioni vs. Treasury USA in punti base



\* ICE BofAML Euro High Yield Constrained Index  
\*\* ICE BofAML US High Yield Constrained Index

Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH, dati al 28/3/18

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 17/4/18 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.

# Dollaro: prevista una ripresa

» Siamo convinti che il dollaro sia sceso a sufficienza.  
Probabilmente nei prossimi dodici mesi lo vedremo risalire. «

## LE NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

A un attento scrutinio, molte delle diffuse spiegazioni per la recente debolezza del dollaro appaiono prive di fondamento.

Ci aspettiamo che nei prossimi dodici mesi tornino in primo piano i fondamentali.

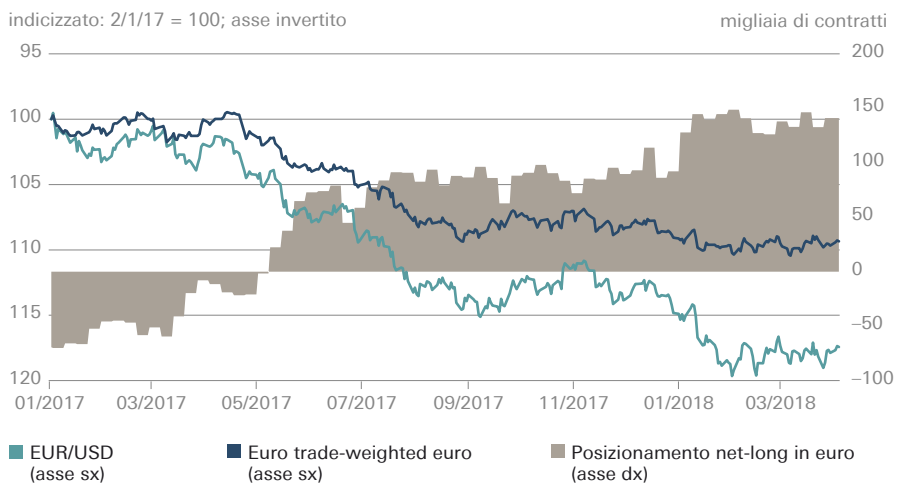
Entro la fine del nostro orizzonte di stima prevediamo un dollaro a 1,15 sull'euro.

Tutti pensano di sapere perché il dollaro continua a indebolirsi, ma a un esame più attento molte delle motivazioni perdono fondamento. Molti si aspettano, per esempio, che l'allargamento dei "deficit gemelli" negli Stati Uniti possa mettere sotto pressione il dollaro, ma in realtà i disavanzi di parte corrente hanno uno scarso valore predittivo per il dollaro e per altre valute, quantomeno nel breve-medio periodo. Se poi aggiungiamo il deterioramento delle finanze pubbliche, l'altra metà della tesi sui deficit gemelli, emerge un quadro ancora più variegato. Ci vuole parecchio prima che la combinazione tra deficit fiscale e disavanzo delle partite correnti riesca a indebolire una valuta; il dollaro ha iniziato a rafforzarsi negli anni 80. Molto dipende anche dai livelli raggiunti dai deficit gemelli, finora piuttosto moderati.

Siamo convinti che ormai il dollaro sia sceso a sufficienza rispetto all'euro. Tra l'altro, ultimamente abbiamo avuto a che fare con la debolezza del dollaro, non con la forza dell'euro. In termini ponderati per gli scambi commerciali, l'euro praticamente non si è mosso. Per i prossimi dodici mesi ci aspettiamo che tornino in primo piano i fondamentali, per esempio con una crescita più rapida dell'economia statunitense grazie anche ai recenti tagli fiscali e all'aumento della spesa pubblica. Anche i differenziali dei tassi di interesse favoriscono il dollaro, e probabilmente continueranno a farlo. Inoltre, il posizionamento del mercato rimane a livelli estremi e anche i fattori tecnici appaiono favorevoli. In una prospettiva a dodici mesi, ci aspettiamo un dollaro a 1,15 sull'euro.

## QUALE SARÀ IL PROSSIMO PASSO DEL CAMBIO EURO-DOLLARO?

In termini ponderati per gli scambi commerciali, l'euro evidenzia un movimento laterale. Le posizioni net long estreme in euro riducono la probabilità di un'ulteriore debolezza del dollaro.



Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH, dati al 4/4/18

# Nervi saldi

» Alla luce delle nostre stime su crescita e tassi di interesse abbiamo ancora un'opinione rialzista sull'azionario, in particolare dopo l'ultima correzione. «

Un po' più di gratitudine non guasterebbe. È vero che la riunione di marzo della Fed non ha riservato sorprese spettacolari e ha solo confermato ciò che molti osservatori si aspettavano, ma di sicuro la banca centrale USA, ancora una volta, ha fornito agli investitori il materiale di cui sono fatti i rally azionari: un'economia né troppo calda né troppo fredda, il classico scenario Goldilocks. E in più, la ciliegina sulla torta: una lieve accelerazione della crescita senza alcuna pressione inflazionistica tangibile. La Fed ha alzato le sue previsioni di crescita per gli Stati Uniti dal 2,5% al 2,7% per il 2018 e dal 2,1% al 2,4% per il 2019, mentre ha mantenuto la stima sull'inflazione all'1,9% per il 2018 e l'ha alzata al 2,1% per il 2019. In sostanza un quadro del tutto positivo per gli investitori. Il rischio di surriscaldamento sembra molto contenuto, se la crescita raggiungerà il picco al 2,7% quest'anno e si raffredderà leggermente il prossimo. Il ritmo di crescita previsto non è né troppo sostenuto, né inflazionistico, bensì in linea col trend: l'economia USA è cresciuta in media del 2,5% negli ultimi 25 anni.

Eppure nessuno ha espresso gratitudine, e la correzione dei mercati è proseguita. Perché? Secondo noi, i mercati sono nervosi per una combinazione di motivi. Primo, dopo l'ottima performance del 2017 e lo straordinario inizio del 2018, le valutazioni azionarie hanno raggiunto livelli tali da reagire anche al minimo indebolimento dei dati. Ad esempio gli indici dei direttori d'acquis-

to, la seconda causa di questo nervosismo, nel primo trimestre sono rimasti su livelli elevati senza però riuscire a salire oltre, o sono addirittura diminuiti come in Europa e in Giappone.

Terzo, a metà marzo era già abbastanza evidente l'effettiva intenzione di Donald Trump di attuare suoi piani protezionistici. E quarto, è opinione ampiamente diffusa che quest'anno gli stimoli delle banche centrali diminuiranno sensibilmente. Quinto, tutto ciò sta accadendo in un contesto di aumento dei tassi di interesse USA. Questo cocktail esplosivo ha messo fine alla fase insolitamente lunga di volatilità minima sui mercati azionari, e l'aumento della volatilità a livelli più normali ha inciso negativamente sulle valutazioni azionarie alimentando il premio al rischio chiesto dagli investitori. Ma in questo scenario, i gestori attivi hanno la possibilità di sfruttare le oscillazioni di mercato attraverso modifiche e aggiustamenti alle posizioni di liquidità in portafoglio.

## IL NOSTRO POSIZIONAMENTO

In sostanza confermiamo il nostro bias ciclico, anche se con alcuni aggiustamenti. Da un punto di vista tattico, abbiamo ridotto il settore materiali a livello neutrale e incrementato a neutrale l'esposizione verso il settore real estate. Dopo una lunga fase di debolezza, i titoli immobiliari sono ora scambiati con un notevole sconto rispetto al mercato in generale. Gli investitori tendono a evitare i settori che rappresentano proxy obbligazionari quando i



Thomas Schüßler  
Co-Head of Equities



Andre Köttner  
Co-Head of Equities

## LE NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

Lo scenario Goldilocks rimane sostanzialmente invariato – crescita discreta, tassi di interesse contenuti – anche se il nervosismo dei mercati potrebbe indicare qualcos'altro.

L'aumento dei tassi di interesse è meno preoccupante di un rallentamento causato, per esempio, dalle dispute commerciali.

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 17/4/18 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.

tassi di interesse sono in aumento, ma le nostre stime sui tassi sono inferiori a quelle del mercato.

Solo un'impennata dei tassi di interesse riuscirebbe a penalizzare le azioni in generale e i titoli ad alto dividendo in particolare. Sebbene questi ultimi tendano a sottoperformare i titoli ciclici in un contesto di tassi di interesse in aumento, uno sguardo alla storia del mercato USA rivela che l'aumento dei tassi di interesse ha dovuto superare i 200 punti base in un anno per portare in rosso i titoli a dividendo. Pertanto consideriamo come livello critico un rendimento superiore al 3,5% sui titoli di stato decennali USA. Se i rendimenti restano sotto tale livello, le azioni dovrebbero tenere. Inoltre, durante la correzione di metà marzo i titoli a dividendo hanno confermato ancora una volta la loro natura difensiva e potrebbero quindi attirare gli investitori che vogliono sentirsi relativamente sicuri in un anno di maggiore volatilità.

Nel settore materiali, preoccupano in particolare le elevate scorte di acciaio e l'aumento dei prezzi del petrolio. Confermiamo la nostra view positiva sul settore tecnologico: sebbene il premio di valutazione sia ulteriormente aumentato dopo che il settore ha battuto il mercato nel primo trimestre, il rialzo è stato indebolito dai risultati operativi. Siamo comunque consapevoli

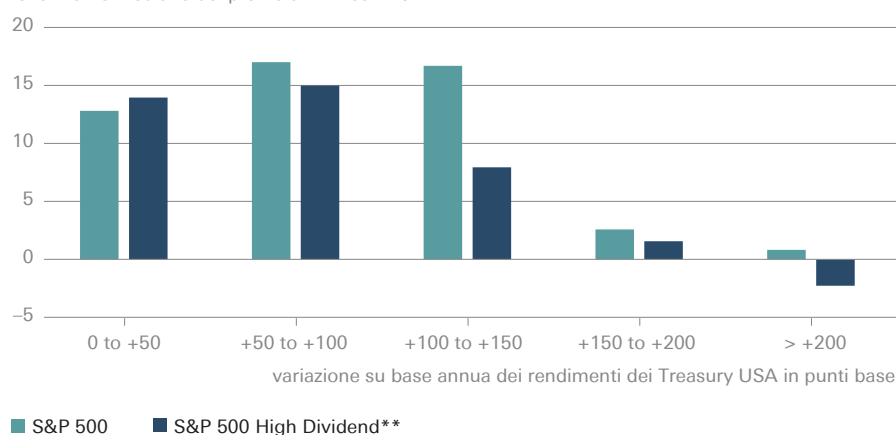
che le società tecnologiche, in particolar modo le più grandi, devono affrontare un quadro normativo sempre più stringente e prevedibilmente oneroso. A quanto pare siamo entrati in una nuova fase, se anche negli Stati Uniti si inizia a discutere di questioni quali la sicurezza dei dati e i diritti di privacy.

Per le regioni e i settori orientati alle esportazioni, una potenziale minaccia è rappresentata dalla retorica sempre più protezionistica della Casa Bianca, di cui abbiamo già avuto qualche assaggio. La questione continuerà probabilmente a incidere sui mercati per un certo periodo di tempo. È difficile formulare scenari realistici di ciò che potrebbe accadere, in quanto le finalità economiche di Trump non sono particolarmente chiare – considerato poi che sempre più società statunitensi farebbero volentieri a meno di questo tipo di supporto dalla Casa Bianca. In questo quadro di incertezza, abbiamo leggermente ridotto i nostri target sugli indici di Giappone, Europa e Germania. Tuttavia, dato che in alcuni casi queste regioni – come i mercati emergenti – godono di sconti record sulle valutazioni rispetto agli Stati Uniti, confermiamo il loro sovrappeso, mentre gli Stati Uniti rimangono sottopesati. Se si esclude il settore tecnologico, quest'anno tali regioni hanno già sovraperformato il mercato USA malgrado tutte le turbolenze. E questo nonostante, in genere, barcollino molto più degli Stati Uniti.

### CONTENUTI RIALZI DEI TASSI HANNO SOSTENUTO LE AZIONI IN PASSATO

Poiché i tassi di interesse solitamente aumentano quando migliora la crescita, spesso salgono anche le azioni. Ma la soglia, finora, è stata di 2 punti percentuali.

rendimento mediano del prezzo a 12 mesi in %\*



\* Periodo di calcolo compreso tra gennaio 1991 e febbraio 2018

\*\* S&P 500 Dividend Aristocrats Price Index

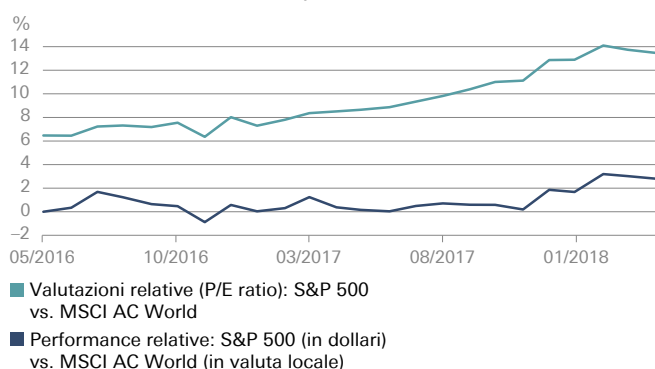
Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH, dati al 25/3/18



# Valutazioni: il quadro generale

## AZIONI USA

Gli effetti della riforma fiscale si fanno già sentire sui mercati azionari statunitensi, come dimostra il forte aumento delle previsioni sugli utili e delle operazioni di buyback registrato nel primo trimestre. Tuttavia, la correzione del mercato di febbraio ha neutralizzato il rally iniziale, evidenziando il principale timore degli investitori, ovvero il rialzo dei tassi d'interesse. Pur non prevedendo un aumento significativo dei tassi nel medio termine, manteniamo il sottopeso sulle azioni USA a causa delle valutazioni elevate di questi titoli.



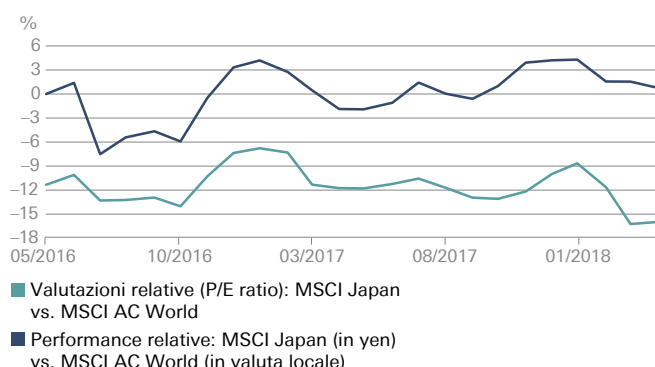
## AZIONI EUROPEE

Confermiamo la posizione di sovrappeso sulle azioni europee. Dato il suo orientamento all'export, l'Europa continua a trarre beneficio da un'economia globale solida. Anche l'euro forte ha avuto un effetto negativo limitato finora, e non ci attendiamo un ulteriore apprezzamento della valuta nel 2018. Tra gli altri fattori positivi figurano un'economia domestica forte e un incremento dell'attività d'investimento in Europa. Inoltre, le azioni del Vecchio Continente dovrebbero beneficiare della reflazione globale in misura maggiore rispetto alle altre regioni.



## AZIONI GIAPPONESI

Manteniamo una posizione di sovrappeso anche nelle azioni giapponesi. Oltre agli effetti sorprendentemente limitati dello yen forte sui dati delle aziende esportatrici, le imprese orientate all'economia domestica stanno mostrando forte fiducia, beneficiando della crescita della fiducia dei consumatori dovuta in parte al calo della disoccupazione. Considerato l'ulteriore miglioramento delle stime sugli utili, non riteniamo che i titoli giapponesi presentino valutazioni eccessive.



## AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

Le azioni dei mercati emergenti rimangono sovrappesate. Crescita globale solida e aumento dell'inflazione costituiscono uno scenario ideale, soprattutto per i Paesi ricchi di materie prime. Per il 2018 ci attendiamo un aumento degli utili del 20%, dopo il 27%, dato ancora più sorprendente, registrato nel 2017. Finora la stagione degli utili è stata molto incoraggiante, tuttavia se il dollaro USA dovesse registrare un rialzo molto superiore rispetto alle nostre previsioni, il mercato potrebbe non essere in grado di fare altrettanto.



Fonti: FactSet Research Systems Inc., Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 30/3/18

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 17/4/18 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.

# Ancora un anno di solidi risultati

» Confermiamo il nostro giudizio positivo sul settore immobiliare globale, ma la selezione e una corretta strategia di diversificazione globale restano fondamentali. «



Mark G. Roberts  
Head of Research & Strategy,  
Alternatives

## LE NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

Ci sono tanti motivi per essere ottimisti, dalla solidità della domanda di locazioni allo scenario macroeconomico e finanziario ancora favorevole.

Nonostante l'eccesso di offerta in alcune aree, in generale l'attività di costruzione resta inferiore alle medie storiche.

Le performance relative a livello geografico e settoriale sembrano tuttavia destinate a divergere, e richiedono pertanto un approccio strategico.

Quanta differenza può fare un anno. Le prospettive dell'economia mondiale sono decisamente migliorate e, di conseguenza, gli investitori possono trovare molti spunti di ottimismo nel settore immobiliare. In primo luogo, la crescita stabile dell'occupazione nella maggior parte dei mercati dovrebbe continuare a tradursi in una domanda di locazioni sostenuta. In secondo luogo, i tassi d'interesse rettificati per l'inflazione, o "reali", sono tendenzialmente bassi, se non addirittura negativi, nella maggior parte dei mercati; inoltre, i tassi reali restano inferiori alle medie storiche, indicando un rischio d'investimento limitato sui mercati dei capitali.

Il terzo fattore riguarda la politica fiscale, attualmente meno austera e, nel caso degli Stati Uniti, molto favorevole alla crescita economica. Ciò è in netto contrasto con lo scenario che ha caratterizzato la maggior parte dell'ultimo decennio. Quarto, i rischi di recessione appaiono molto limitati. Probabilmente le banche centrali aumenteranno i tassi a breve termine negli Stati Uniti e in qualche altro mercato, ma interventi marginali porterebbero comunque a tassi d'interesse inferiori alla media e a un'inclinazione positiva delle curve dei rendimenti. Da una prospettiva storica, ciò suggerisce che la possibilità di una recessione negli Stati Uniti nei prossimi 12 mesi, il nostro orizzonte previsionale, resta remota. Quinto, nonostante l'eccesso di offerta in alcune aree, in generale l'attività dei nuovi cantieri resta inferiore alle medie storiche.

Inoltre, nel settore immobiliare non vediamo lo stesso tipo di leva aggres-

siva e accomodante che ha portato alla crisi creditizia. Infatti, il mercato dei CMBS (commercial mortgage-backed securities) è ormai l'ombra di se stesso sia in Europa che negli USA. Anche i finanziamenti istituzionali e bancari appaiono oggi soggetti a una maggiore regolamentazione. Di conseguenza, i rendimenti immobiliari offrono un premio di rischio ragionevole rispetto ai tassi di finanziamento. Naturalmente negli ultimi tempi i mercati finanziari sono stati caratterizzati da una certa volatilità, ma, come sostengono i miei colleghi, l'eventuale inasprimento delle condizioni finanziarie dovrebbe avere carattere temporaneo.

Sulla base di questi fattori, ci attendiamo che il settore immobiliare a livello globale possa continuare a offrire rendimenti complessivi interessanti – compresi tra il 5% e l'8% (su base unlevered) – fino al 2019, e superare il mercato obbligazionario, offrendo nel contempo un rendimento competitivo rispetto alle azioni. Ciò che è cambiato è la performance relativa attesa per le singole regioni. Inoltre, i dati regionali complessivi non tengono conto dell'eventuale dispersione dei rendimenti a livello di città, Paese o settore. Ad esempio, per gli Stati Uniti ci attendiamo un rendimento complessivo compreso tra il 6 e il 7% fino al 2019. Tuttavia, riteniamo sia possibile ottenere rendimenti maggiori sovrappesando il settore industriale e logistico e sottopesando alcuni mercati di grandi dimensioni, come New York o San Francisco, che hanno una ponderazione sproporzionata nell'indice.

Passando all'Asia-Pacifico, restiamo estremamente positivi sulla regione

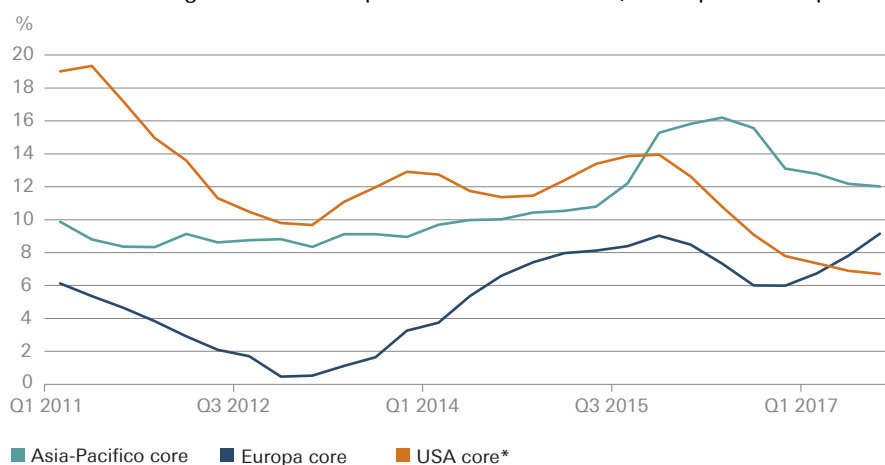


dove prevediamo rendimenti complessivi più elevati rispetto agli Stati Uniti, compresi tra il 6 e l'8%. Il mercato immobiliare dell'Asia-Pacifico è sostenuto da una crescita economica a tassi di gran lunga superiori a quelli registrati negli USA e in Europa. In Australia, i mercati core degli uffici e della logistica dovrebbero continuare a sovraperformare la nostra media regionale. Anche per il Giappone prevediamo rendimenti "high single digit" (su base levered), sulla scorta del basso costo del denaro e del miglioramento delle prospettive economiche. Singapore, tradizionalmente caratterizzata da un'ampia dispersione dei rendimenti nell'arco di un ciclo di mercato, è ancora una volta ben posizionata per una ripresa ciclica, grazie al miglioramento del commercio economico globale.

Infine, negli ultimi 12 mesi le prospettive economiche per l'Europa sono migliorate sensibilmente. Per i prossimi due anni ci attendiamo ottimi rendimenti complessivi, compresi tra il 7 e il 7,5%. Mentre l'offerta cresce, il calo della disoccupazione nella maggior parte dei mercati, unitamente a fattori quali la solida domanda di locazioni, una crescita dei canoni positiva, maggiori tassi di rilascio e la diminuzione dei tassi di disponibilità, dovrebbe creare un momentum positivo per i rendimenti complessivi nel 2018. Inoltre, gli spread degli swap restano bassi. In un contesto globale, il mercato immobiliare sembra essere una meta interessante per molti investitori internazionali. Naturalmente, una corretta strategia di diversificazione, che tenga conto dei rischi di tasso di cambio rilevanti, resta fondamentale, così come la selezione dei segmenti e delle location giustiall'interno di ciascuna regione.

### DIVERGENZA DEI RENDIMENTI IMMOBILIARI A LIVELLO GEOGRAFICO

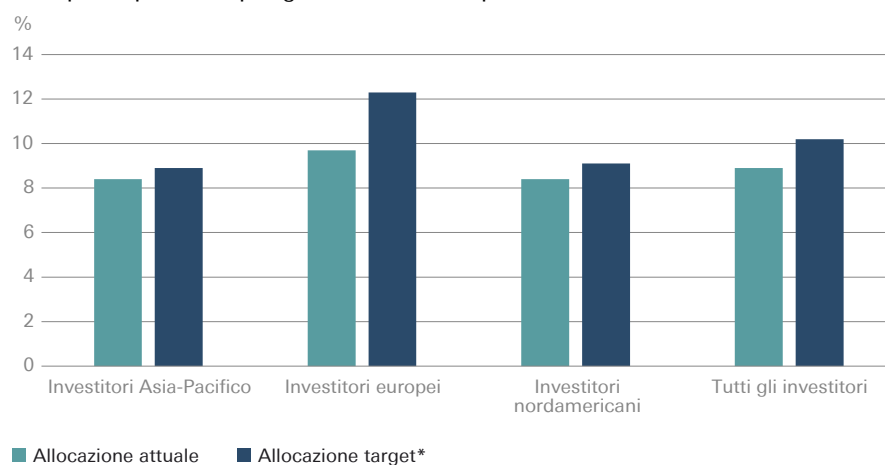
Rispetto agli Stati Uniti, i fondi immobiliari non quotati della regione Asia-Pacifico continuano a registrare risultati positivi. Recentemente, l'Europa ha recuperato.



\* Indice NCREIF ODCE  
 Fonti: ANREV, INREV, NCREIF al 10/2017

### SPAZIO PER MAGGIORI ALLOCAZIONI AL SETTORE IMMOBILIARE

Le allocazioni immobiliari globali rimangono al di sotto dei valori target. Il divario è ampio soprattutto per gli investitori europei.



\* Le allocazioni target sono ponderate in base agli asset immobiliari. Non è possibile garantire il raggiungimento delle allocazioni target.  
 Fonti: Indagine sulle intenzioni degli investitori condotta da PREA, INREV e ANREV al 16/1/18

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 17/4/18 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.

# Gestire la volatilità

» Alcuni temono una crescita eccessiva, altri una troppo modesta. In entrambi i casi, l'aumento di volatilità sui mercati dovrebbe essere gestibile. «



Christian Hille  
Head of Multi Asset

## LE NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

La volatilità, praticamente assente per tutto il 2017, ha fatto ritorno già a partire dalla correzione di fine gennaio.

In un quadro di aumento dei tassi di interesse, caratterizzato da timori di surriscaldamento e discorsi protezionistici, i mercati rimarranno probabilmente molto volatili.

Siamo pronti sia per un contesto di elevata volatilità, sia di bassa volatilità, preferendo una strategia elegante a una aggressiva.

Con il senno di poi, il 2017 sarebbe stato un anno quasi perfetto per lasciarsi guidare dal pilota automatico. Nel 2018 gli investitori devono invece restare vigili: ben concentrati sulla strada, con entrambe le mani sul volante e pronti a cambiare direzione e velocità in qualsiasi momento.

Pur essendo solo agli inizi, il 2018 ha già posto fine al clima di serenità che ha contraddistinto lo scorso anno. L'8 febbraio, dopo più di 400 giorni, l'indice S&P 500 ha concluso il suo periodo più lungo senza una correzione del 5%. Inoltre, l'indice azionario statunitense ha già subito 20 oscillazioni superiori all'1,0% da inizio anno, due volte e mezza più di quelle registrate in tutto il 2017. Lo scorso 5 febbraio il Vix, che rispecchia la volatilità implicita dell'S&P 500, ha registrato il suo maggior rialzo giornaliero nella storia, sia in termini percentuali sia assoluti. Nel 2017 il Vix è rimasto sotto i 10 punti per ben 55 giorni, un risultato particolarmente significativo se si considera che l'indicatore di volatilità era stato per soli 10 giorni sotto il livello 10 dalla sua introduzione (giugno 1990) fino alla fine del 2016.

I primi scenari apocalittici hanno iniziato a circolare quando lo scorso 5 febbraio l'S&P 500 è sceso, per la prima volta, al di sotto del livello di inizio anno. Da quel momento, la maggior parte dei mercati è rimasta intorno ai livelli di fine 2017, registrando un aumento della volatilità. Se per elevata volatilità intendiamo un Vix superiore ai 20 punti, in gennaio e febbraio si possono contare ben 21 giorni di negoziazione con livelli elevati di volatilità. La successiva fase

di forti oscillazioni dei mercati è iniziata lo scorso 22 marzo. Sempre secondo questa definizione, nel 2017 non si è registrato neanche un solo giorno di elevata volatilità (cfr. grafico) mentre, per trovare un periodo più lungo, gli investitori dovrebbero tornare a inizio 2016.

## LE NOSTRE PREVISIONI PER IL MERCATO...

Cosa succederà adesso? La volatilità sembra avere raggiunto il punto di minimo nel 2017. L'attuale ciclo dei tassi di interesse e i segnali di un possibile avvio (al più tardi nel quarto trimestre di quest'anno) della riduzione dei bilanci delle principali banche centrali (Eurozona, Giappone e Stati Uniti) non possono più essere ignorati dai mercati. Per noi, il ritorno della curva di Phillips rappresenta un importante scenario di rischio per i prossimi 1-2 anni, che potrebbe comportare conseguenze ancor più gravi qualora la curva dovesse ripresentarsi con una forma non lineare. Il mantenimento (o, ancor di più, l'intensificazione) di questo eccesso di domanda sul mercato del lavoro farebbe salire i rischi di un'accelerazione più sostenuta dei costi del lavoro.

Ma non è questo il nostro scenario centrale. Non ci aspettiamo un netto incremento dell'inflazione o dei tassi di interesse in questo ciclo. La Fed potrebbe chiudere il ciclo rialzista dei tassi intorno al 3%. Confermiamo le nostre aspettative circa la presenza di una volatilità più accentuata nel corso dell'anno, in quanto gli investitori dovranno scendere a patti con l'incremento dei tassi e i timori di un surriscaldamento. Ma la ripresa sin-

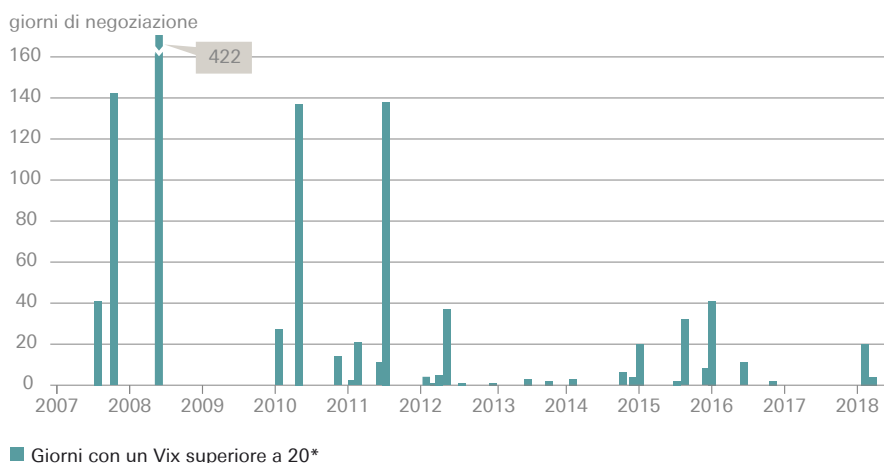
cronizzata globale dovrebbe continuare al tempo stesso a fungere da rete di sicurezza, prolungando la spinta di fine ciclo dei mercati azionari. Tuttavia non si potranno escludere impen-nate improvvise della volatilità, anche se il dato medio dovrebbe salire solo in misura ridotta nel medio periodo.

### ... E COME CI POSIZIONIAMO

In considerazione di potenziali picchi di volatilità, non adotteremo strategie basate su un posizionamento short aggressivo sulla volatilità. Riteniamo senza dubbio che esistano modi più eleganti di sfruttare la volatilità o le sue oscillazioni. Ad esempio, gli investitori possono sfruttare le incongruenze dei prezzi derivanti dalla convessità dei prodotti sensibili alla volatilità. Particolarmente allettante in questo contesto risulta anche la vendita di opzioni put, vale a dire transazioni su opzioni garantite. Questa strategia è diventata ancora più interessante a fronte del lieve incremento della volatilità media. Il secondo grafico mostra la performance che avrebbe avuto un investimento in un indice di opzioni put sull'S&P 500 con una corrispondente somma di liquidità investita in uno strumento fruttifero come collateral. Pur avendo archiviato una performance pressoché analoga su un periodo di 20 anni, l'indice ha registrato una volatilità nettamente inferiore all'S&P 500.

### RITORNO ALLA NORMALITÀ

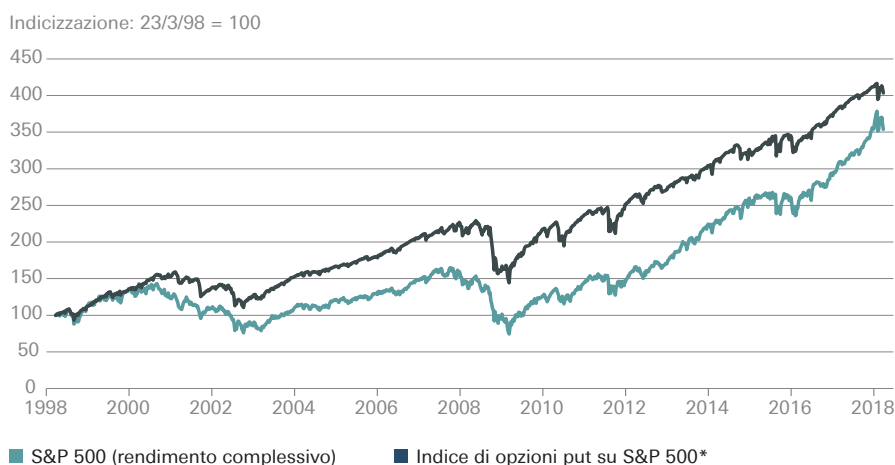
Il 2017 è stato un anno particolarmente tranquillo per i mercati azionari. Il Vix non ha mai toccato i 20 punti. Il grafico mostra la durata dei precedenti periodi di elevata volatilità.



\* Un periodo di volatilità elevata si conclude quando il Vix resta sotto ai 20 punti per oltre 4 giorni consecutivi. Fonti: Thomson Reuters Datastream, Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 27/3/18

### QUASI LO STESSO RISULTATO CON UNO STRESS INFERIORE

Negli ultimi 20 anni, la vendita di opzioni put sull'S&P 500 ha prodotto risultati simili a quelli ottenuti con l'acquisto di posizioni lunghe sull'S&P 500, ma con livelli di volatilità inferiori.



\* Indice CBOE S&P 500 PutWrite  
Fonti: Thomson Reuters Datastream, Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 27/3/18

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 17/4/18 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.

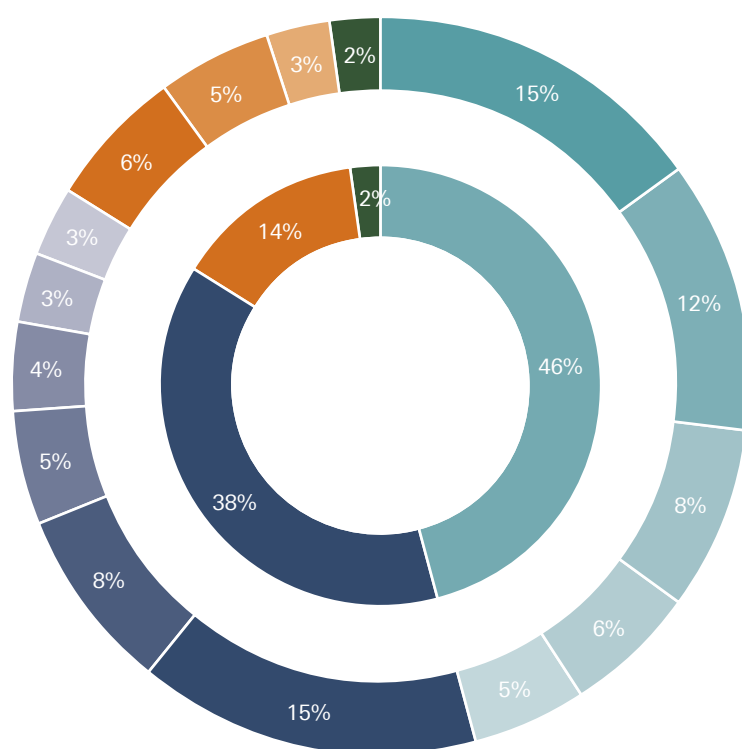
# Addio allo scenario Goldilocks

» Nonostante l'aumento della volatilità e la flessione dei rendimenti, i mercati dovrebbero essere gestibili. «

La volatilità è tornata, facendo scemare la fiducia nel proseguimento dello scenario Goldilocks. Le nostre prospettive macroeconomiche restano ottimistiche, anche se ci aspettiamo un po' di nervosismo sui mercati. In questa congiuntura, abbiamo una leggera predilezione per le azioni rispetto alle

obbligazioni. Prevediamo solo lievi differenze a livello regionale, mentre preferiamo selezionare le posizioni sulla base del settore e della tipologia di asset. Negli Stati Uniti e nei mercati emergenti continuiamo ad apprezzare i titoli "momentum", come quelli tecnologici, mentre in Europa e Giappone preferiamo i titoli orientati al valore.

Per quanto riguarda le obbligazioni, manteniamo un approccio tatticamente flessibile e combiniamo obbligazioni difensive, ad esempio floater, e cicliche, tra cui quelle dei mercati emergenti, all'interno di una strategia di tipo barbell. Al momento evitiamo le obbligazioni corporate dei mercati sviluppati.



Fonte: Multi Asset Group, Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 28/3/18

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 a tutti gli investitori ed è soggetta a variazioni in qualsiasi momento senza preavviso. Gli investimenti alternativi sono soggetti a rischi di diversa natura e non sono necessariamente idonei a tutti gli investitori o a qualsiasi portafoglio.

# Tempo d'aprile

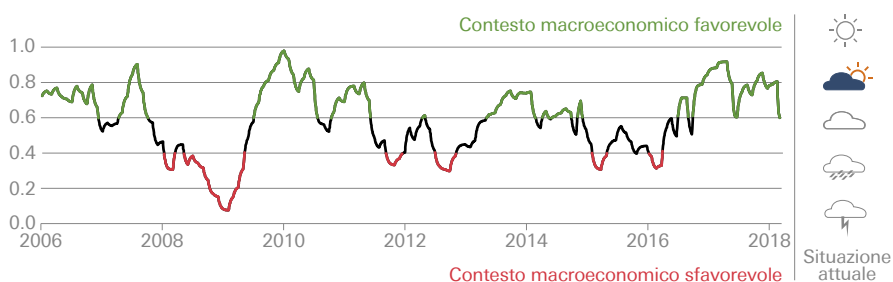
» Nubi sparse sui mercati «

**D**opo quasi 12 mesi all'insegna del sereno, nei primi mesi del 2018 alcune nuvole sono tornate a minacciare i mercati. Tutti e tre gli indicatori DWS hanno subito un arretramento. Il clima economico favorevole che ha caratterizzato l'intero 2017 ha alimentato le aspettative degli analisti, lasciando poco margine a sorprese gradite. L'Europa, i cui dati molto positivi sono diventati fortemente negativi dall'inizio dell'anno, è stata la principale fonte di tensione per l'indicatore di sorpresa DWS. In Asia e negli Stati Uniti, gli indicatori sono invece saliti da inizio anno. A livello mondiale, però, difficilmente prevalgono le sorprese positive.

Molti investitori non si aspettavano la correzione del mercato di inizio febbraio e ne hanno risentito in termini di propensione al rischio. L'aumento di volatilità del mercato ha inciso sull'indicatore di rischio DWS. Già a metà dicembre 2017, il nostro dato sulla liquidità indicava la presenza di lievi tensioni che hanno pesato ulteriormente sull'indicatore di rischio. Di conseguenza, l'indicatore ha segnalato un contesto negativo da inizio febbraio. Nonostante la flessione subita di recente dal macroindicatore DWS, i tre sotto-indicatori restano ai massimi, a conferma della solidità del contesto macroeconomico. Pertanto due indicatori DWS su tre sono ancora in territorio positivo.

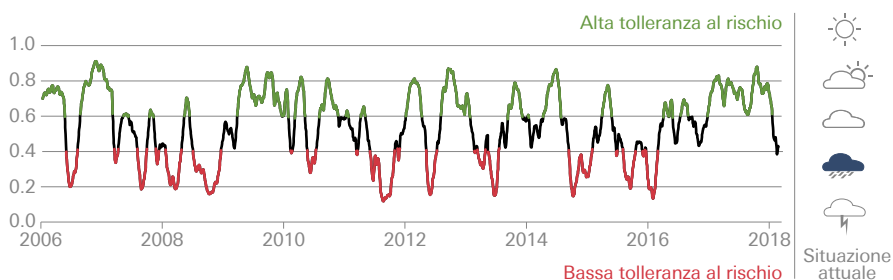
## MACROINDICATORE

Riassume un'ampia gamma di dati economici



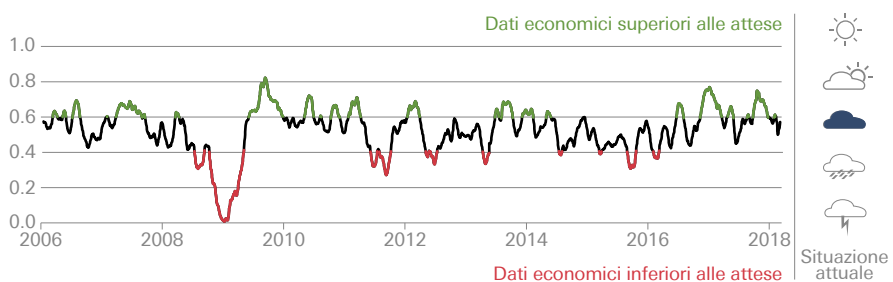
## INDICATORE DI RISCHIO

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: Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 16/3/18

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 17/4/18 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 | Qualcosa è cambiato

### GDP growth (in %, year-on-year)

	2018F		2019F
Stati Uniti	2,6	↘	2,4
Eurozona	2,3	↘	1,9
Regno Unito	1,5	↗	1,6
Giappone	1,5	↘	1,0
Cina	6,5	↘	6,3
Mondo	3,7	↗	3,9

### Deficit fiscale (in % del PIL)

	2018F		2019F
Stati Uniti	-4,1	↘	-4,7
Eurozona	-0,9	↗	-0,8
Regno Unito	-2,5	↘	-2,7
Giappone	-4,0	↗	-3,8
Cina	-3,5	↗	-3,2

### Inflazione dei prezzi al consumo in % (su base annua)

	2018F		2019F
Stati Uniti <sup>1</sup>	1,9	↗	2,0
Eurozona	1,5	↗	1,7
Regno Unito	2,7	↘	2,1
Giappone	1,0	↗	1,4
Cina	2,0	↗	2,2

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

	2018F		2019F
Stati Uniti	-2,8	↘	-3,0
Eurozona	3,0	↘	2,9
Regno Unito	-4,0	→	-4,0
Giappone	3,8	→	3,8
Cina	1,5	↘	1,2

### Tassi di riferimento (in %)

	Attuale*		Mar 2019F
Stati Uniti	1,50-1,75	↗	2,25-2,50
Eurozona	0,00	→	0,00
Regno Unito	0,50	↗	1,00
Giappone	0,00	→	0,00
Cina	4,35	→	4,35

### Materie prime (in dollari)

	Attuale*		Mar 2019F
Greggio (WTI)	65,5	↘	60
Oro	1,340	→	1,290
Rame (LME)	6,945	↗	7,300

\*Fonte: Bloomberg Finance L.P. dati al 10/4/18

<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 22/3/18

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 ↘ falling yields. 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. → limitate 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 17/4/18 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 | È tornata la volatilità

	Attuale*		Mar 2019F	Rendimento complessivo (atteso) <sup>1</sup>		Crescita degli utili attesa	Impatto P/E	Dividend yield
			Previsioni	in %				
Stati Uniti (Indice S&P 500)	2,657	↗	2,850	9,6		14%	-6%	2,4%
Europa (Indice Stoxx Europe 600)	378	↗	390	6,6		7%	-4%	3,6%
Eurozona (Indice Euro Stoxx 50)	3,439	↗	3,640	9,7		9%	-3%	3,9%
Germania (Indice DAX) <sup>2</sup>	12,397	↗	13,500	8,9		8%	-2%	3,2%
Regno Unito (Indice FTSE 100)	7,267	→	7,200	3,4		6%	-7%	4,3%
Svizzera (Indice Swiss Market)	8,756	↗	9,100	7,5		25%	-17%	3,5%
Giappone (Indice MSCI Japan)	1,024	↗	1,080	7,8		5%	0%	2,3%
Indice MSCI Emerging Markets (USD)	1,175	↗	1,280	11,6		15%	-5%	2,7%
Indice MSCI AC Asia ex Japan (USD)	725	↗	790	11,5		13%	-3%	2,6%
Indice MSCI EM Latin America (USD)	3,019	↗	3,200	8,9		22%	-13%	2,9%

\*Fonti: Bloomberg Finance L.P., FactSet Research Systems Inc.; dati al 10/4/18

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

<sup>2</sup>Indice total return (dividendi inclusi)

## Reddito fisso | Giudizio ancora positivo

### Stati Uniti

	Attuale*		Mar 2019F
Treasury USA (decennali)	2,80%	↗	3,25%
Obbligazioni municipali USA	88%	↘	85%
Titoli corporate investment-grade USA	101 bp	↘	80 bp
Titoli corporate high yield USA	341 bp	→	350 bp
Cartolarizzati: titoli garantiti da ipoteca <sup>1</sup>	75 bp	↗	95 bp

### Europa

	Attuale*		Mar 2019F
Bund tedeschi (decennali)	0,52%	↗	1,00%
Gilt UK (decennali)	1,41%	↗	1,75%
Titoli corporate investment grade in euro <sup>2</sup>	105 bp	↘	75 bp
Titoli corporate high yield in euro <sup>2</sup>	315 bp	↘	260 bp
Cartolarizzati: covered bond <sup>2</sup>	41 bp	↗	51 bp
Italia (decennali) <sup>2</sup>	128 bp	↘	120 bp

\*Fonte: Bloomberg Finance L.P.; dati al 10/4/18

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

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

La lettera "F" indica le nostre previsioni ("Forecast") aggiornate al 22/3/18  
pb = punti base

### Asia-Pacifico

	Attuale*		Mar 2019F
Titoli di stato giapponesi (decennali)	0,04%	→	0,10%
Titoli di credito asiatici	230 bp	→	225 bp

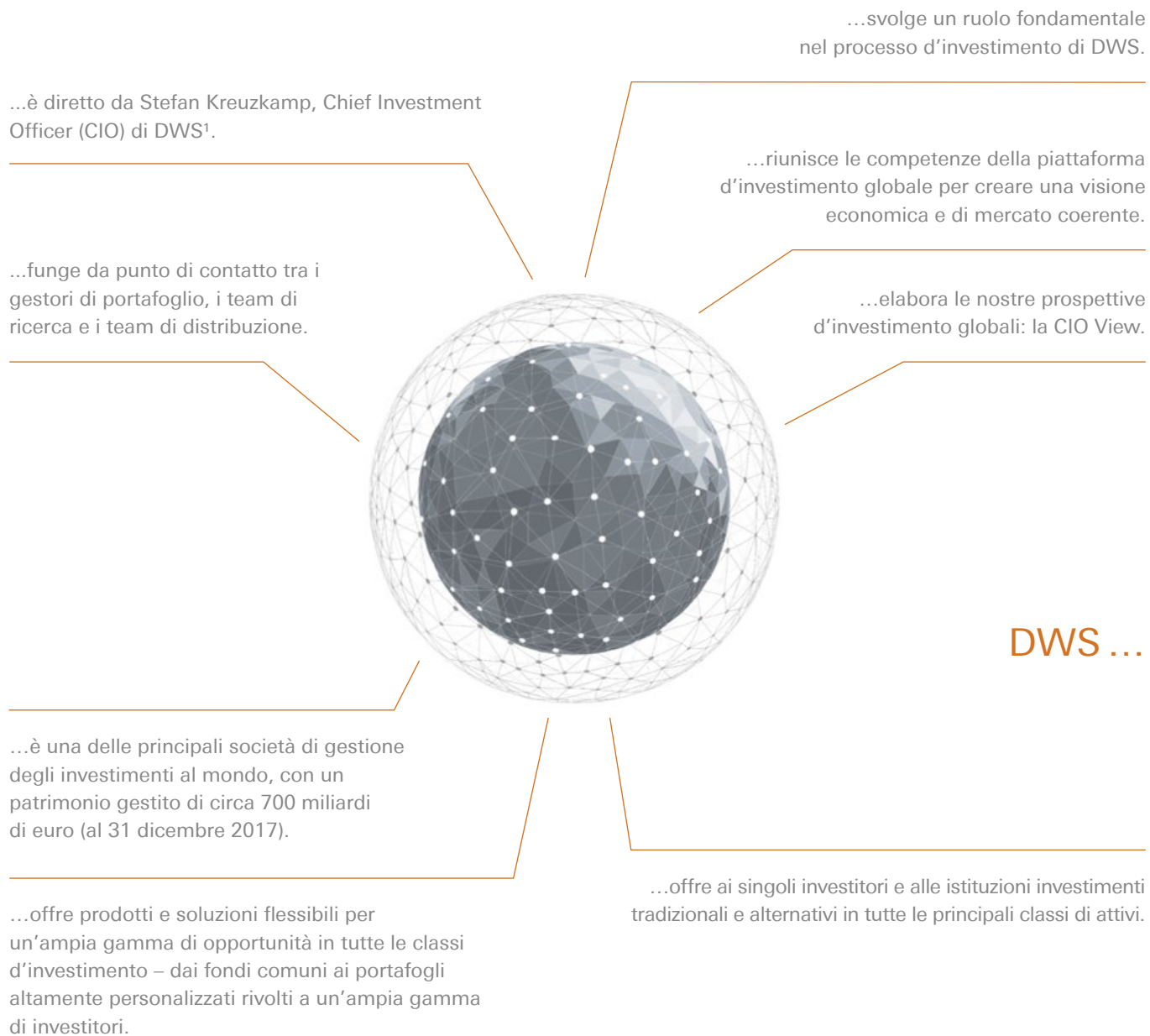
### Globale

	Attuale*		Mar 2019F
Titoli sovrani mercati emergenti	298 bp	↘	285 bp
Titoli di credito mercati emergenti	290 bp	↘	270 bp

### Valute

	Attuale*		Mar 2019F
EUR vs. USD	1,24	↘	1,15
USD vs. JPY	107,2	↗	112,0
EUR vs. GBP	0,872	→	0,90
GBP vs. USD	1,42	↘	1,28
USD vs. CNY	6,28	→	6,50

## Il Chief Investment Office ...



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



# Glossario

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

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

**Bolla dot.com** si riferisce al repentino incremento e successivo crollo delle valutazioni dei titoli tecnologici sui mercati azionari tra la fine degli anni Novanta e il 2001.

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

I **CMBS (Commercial mortgage-backed security)** sono MBS assistiti da ipoteche su immobili commerciali anziché residenziali.

La **convessità** descrive una relazione non lineare tra una variabile dipendente e una variabile che si avvicina asintoticamente a un determinato valore. Due esempi rappresentativi sono il rapporto tra il prezzo di un'obbligazione e le variazioni dei tassi d'interesse oppure tra la volatilità e il tempo residuo.

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

Una **curva dei rendimenti** rappresenta, su una curva, i rendimenti annualizzati di titoli obbligazionari per contratti di diversa durata. Quando è invertita, le obbligazioni con scadenze più lunghe presentano rendimenti inferiori a quelle con scadenze più brevi.

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.

I **Dividend Aristocrat (S&P 500 Dividend Aristocrats Price Index)** sono quei titoli dell'Indice S&P 500 che hanno aumentato i dividendi distribuiti per almeno 25 anni consecutivi.

Un **dividendo** è la distribuzione di una quota degli utili di una società ai suoi azionisti.

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

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

L'**effetto roll-down** può rappresentare una componente significativa del rendimento di un'obbligazione e si verifica quando le obbligazioni a lungo termine offrono rendimenti superiori rispetto a quelli dei titoli dello stesso emittente con scadenze più brevi. In presenza di una curva dei rendimenti di questo tipo, il rendimento obbligazionario scenderà all'avvicinarsi della scadenza e, di conseguenza, il valore aumenterà "scendendo" lungo la curva dei rendimenti.

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

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

Il **Federal Reserve Board statunitense**, spesso denominato "la Fed", è la banca centrale degli Stati Uniti.

**Floater** è un'abbreviazione per floating-rate note, ossia obbligazioni con una cedola variabile che dipende da un tasso di riferimento.

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

Il termine **Goldilocks economy** si riferisce a uno stato dell'economia in cui non si risente né della minaccia dell'inflazione a causa di un'economia in surriscaldamento né della minaccia di una recessione.

L'**Indice CBOE S&P 500 PutWrite** misura la performance di un portafoglio ipotetico che settimanalmente vende opzioni put sull'Indice S&P 500 garantite da riserve liquide detenute in un conto del mercato monetario.

L'**Indice di volatilità CBOE (Vix)** è un simbolo ticker registrato dell'Indice di volatilità del mercato del Chicago Board Options Exchange (CBOE). Rappresenta una diffusa misura della volatilità dell'Indice S&P 500, intesa come la volatilità implicita nei prezzi a breve termine delle opzioni sull'indice.

L'**Indice Euro Stoxx 50** misura la performance dei titoli blue chip dell'Eurozona.

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

L'**Indice ICE BofAML Euro High Yield Constrained** è un indice di obbligazioni corporate denominate in euro di categoria inferiore a investment grade.

L'**Indice ICE BofAML US High Yield Constrained** è un indice di obbligazioni corporate denominate in dollari di categoria inferiore a investment grade.

L'**Indice J.P. Morgan Corporate Emerging Markets Bond (CEMBI)** misura la performance delle obbligazioni denominate in dollari emesse da società dei mercati emergenti.

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

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

L'**Indice Swiss Market (SMI)**, 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 **leva finanziaria** mira a potenziare i guadagni quando si investe ricorrendo a capitale di prestito per acquistare attivi.

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 il cui 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 rialzista** è un mercato finanziario i cui prezzi sono in aumento; il termine è in genere utilizzato nel contesto dei mercati azionari.

Tecnicamente, un **mercato ribassista** indica una situazione in cui il valore dell'indice diminuisce di almeno il 20% rispetto a un picco recente.

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

Il "**NCREIF Fund Index – Open End Diversified Core Equity**" è un indice ponderato in base alla capitalizzazione di mercato composto da fondi immobiliari di tipo aperto.

In economia, un valore si definisce **nominale** quando non è aggiustato per l'inflazione, ovvero reale se è aggiustato per l'inflazione.

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

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

Un'**opzione put** è un titolo finanziario che dà al titolare il diritto, ma non l'obbligo, di vendere l'attivo sottostante a un determinato prezzo in uno specifico momento (opzione europea) o nel corso di un specifico periodo di tempo (opzione americana).

Il **Partito repubblicano (Repubblicani)**, anche noto con l'acronimo inglese GOP (Grand Old Party), è uno dei due principali partiti politici degli Stati Uniti. In genere si colloca a destra del suo principale rivale, il Partito democratico.

**Politica fiscale** descrive le politiche di spesa del governo che influenzano le condizioni macroeconomiche. Attraverso la politica fiscale, il governo cerca di migliorare i tassi di disoccupazione, controllare l'inflazione, stabilizzare i cicli economici e influenzare i tassi di interesse allo scopo di controllare l'economia.

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

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

In economia, un valore si definisce **reale** quando è aggiustato per l'inflazione.

Una **recessione** si verifica, tecnicamente, quando un'economia si contrae per due trimestri consecutivi, tuttavia il termine viene spesso usato in modo più ampio per indicare un calo della produzione.

Il termine **reflazione** si riferisce all'aumento dei prezzi dopo periodi di grave debolezza economica.

**Rendimento** è il ritorno di un investimento riferito all'interesse o ai dividendi percepiti da un titolo, calcolati di norma su base annua in percentuale sul costo dell'investimento, sul suo attuale valore di mercato o sul suo valore nominale.

**Rischio dei mercati dei capitali** indica qualsiasi fattore di rischio che potrebbe avere un impatto significativo sulle valutazioni degli attivi finanziari e incidere sull'attività economica reale.

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

Lo **spread corretto in base alle opzioni (OAS)** è un indicatore comunemente utilizzato per i titoli obbligazionari con opzioni incorporate (call, put o sink) che rende il rendimento di questi strumenti comparabile a quello di strumenti analoghi ma privi di tali opzioni incorporate. Generalmente, l'OAS degli strumenti sensibili all'andamento del credito è calcolato rispetto alla relativa curva dello spread degli swap. Tecnicamente, per valutare gli strumenti con opzioni incorporate sono utilizzati i metodi di determinazione dei prezzi delle opzioni.

In finanza, adottare una **strategia barbell** significa evitare gli asset con un profilo rischio-rendimento di medio livello. Un diffuso esempio di tale strategia prevede di investire in obbligazioni con duration lunga e breve evitando invece le obbligazioni con duration intermedia.

Uno **swap** è un contratto derivato tra due parti che si scambiano sequenze di flussi di cassa per un dato periodo di tempo.

**Tasso di default** si riferisce alla quota di mutuatari che non sono in grado di servire il proprio debito.

Il **tasso sui Fed Funds** è il tasso di interesse, stabilito dalla Fed, al quale le banche si prestano denaro tra loro, solitamente su base overnight.

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 attivo.

Lo **yen giapponese (JPY)** è la valuta ufficiale del Giappone.

Lo **yuan cinese (CNY)** è la valuta legale della Cina continentale e l'unità di conto della moneta, il renminbi (RMB).

## Disclaimer

### Avvertenze legali

Messaggio pubblicitario con finalità promozionali.

Il presente documento è stato redatto da DWS 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 DWS 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 DWS non è da ritenersi responsabile. Tutte le opinioni date e qui rappresentate riflettono le valutazioni della società di gestione appartenente a DWS 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 DWS 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.dws.it](http://www.dws.it)

© Deutsche Bank AG - Milan Branch, Aprile 2018

DWS è la divisione che racchiude in sé tutte le attività di asset management di DWS Group GmbH & Co. KGaA (DWS) e delle società controllate. In Italia DWS 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.dws.it](http://www.dws.it).

