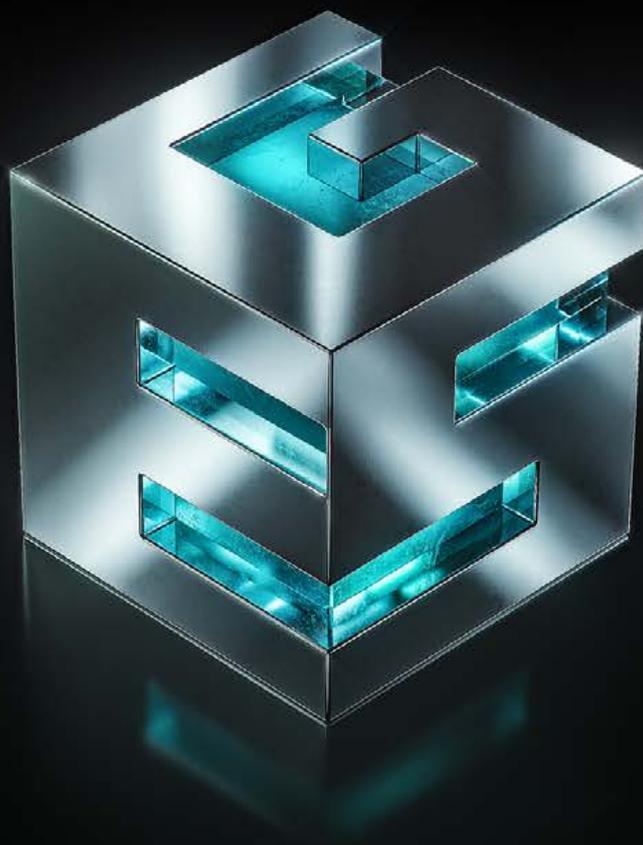


CIO | VIEW

Luglio 2018

Perché la finanza sostenibile sta conquistando i mercati

ESG: cosa significa e perché è importante



MONDI DIFFERENTI

Le nostre stime sul prodotto interno lordo (PIL) dell'economia mondiale sono confermate, non temiamo il rialzo dell'inflazione o dei tassi di interesse e alcuni mercati azionari sono prossimi ai rispettivi massimi storici. Eppure, i nostri gestori si preparano alla pausa estiva con insolita apprensione. Come si spiega questa apparente contraddizione?

Come spesso accade, tutto dipende da come valutiamo e soppesiamo i fattori noti e quelli ignoti. Sappiamo che i dati economici e societari sono positivi in molte parti del mondo, mentre la politica dei tassi d'interesse continua a essere accomodante e non ci sono timori di deflazione. Ma poi ci sono i fattori ignoti. Dopo anni di denaro facile, come reagiranno i mercati all'intenzione delle banche centrali di ridurre i propri bilanci a partire dalla seconda metà dell'anno? Quanto durerà il lungo autunno di questo ciclo economico? E i diversi Paesi inizieranno a rallentare di pari passo, così come sono entrati insieme nella fase espansiva? Intanto, in Europa, c'è il pericolo che l'immigrazione possa dividere l'Unione europea, a meno che Merkel e Macron non sorprendano tutti con un'iniziativa capace di raccogliere consensi. Anche la politica statunitense rappresenta un fattore ignoto. Non si può certo accusare Trump di essere imprevedibile: sta semplicemente realizzando con determinazione le sue promesse elettorali. Ma il Congresso e i tribunali gli pongono sempre meno freni, e persino il suo stesso partito ha gettato la spugna. Probabilmente non siamo gli unici attori del mercato ad avere sperato che le cose andassero diversamente dopo le elezioni. Finora, la nuova amministrazione ha regolarmente superato quelli che in precedenza erano stati considerati limiti invalicabili. Né sta cercando di evitare danni ai settori e alle aziende del Paese. Per questo e per altri motivi, le elezioni di mid-term di novembre potrebbero rappresentare una svolta importante.

Confermiamo comunque il nostro scenario centrale, secondo il quale l'economia globale non subirà danni permanenti a causa della politica. Non temiamo quindi una brusca interruzione della fase di rialzo. Nonostante la generosità delle banche centrali, non sembrano dilagare casi di errata allocazione dei capitali nell'economia reale, com'era invece accaduto nei cicli precedenti. Da parte sua, Bruxelles sta chiedendo agli asset manager una maggiore considerazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG). Accogliamo con favore questo invito, perché i criteri di sostenibilità sono da tempo uno dei principali pilastri del nostro processo di investimento.



Stefan Kreuzkamp
Chief Investment Officer

“Da alcuni anni l'economia continua a superare le aspettative, mentre la politica le delude.”

I termini rilevanti sono definiti nel glossario. Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 19/7/18 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

Luglio 2018



FOCUS

Da qualsiasi prospettiva la si osservi, l'avanzata della finanza sostenibile appare inarrestabile. Come DWS, continuiamo a rafforzare il ruolo della sostenibilità nel nostro processo decisionale di investimento.

Perché la finanza sostenibile sta conquistando i mercati06



MACRO

Le previsioni sull'economia mondiale restano solide, ma crescono i rischi di downside. Dalle tensioni commerciali all'instabilità politica in Europa, fino alle turbolenze di mercato, c'è il rischio di un contagio dell'economia reale.

Allacciate le cinture di sicurezza08



OBBLIGAZIONI

Nei mercati obbligazionari sembrano finiti gli anni delle vacche grasse e siamo entrati nell'ultima fase di un lungo ciclo economico. La volatilità sta aumentando, creando opportunità tattiche.

Addio allo scenario Goldilocks10
Valute12



AZIONI

Confermiamo il nostro cauto ottimismo. Nei prossimi dodici mesi ci concentreremo sui settori anziché sui Paesi. Continuiamo a credere che i titoli tecnologici e finanziari offrano il potenziale più elevato.

Cautamente ottimisti13
Valutazioni: il quadro generale15



ALTERNATIVE

Gli ultimi dieci anni sono stati sorprendentemente remunerativi per (alcuni) investitori nel private equity. Riteniamo che il private equity possa continuare a crescere, ma gli investitori dovranno prestare attenzione ai gestori a cui si affidano.

La fortuna aiuta gli audaci 16



MULTI ASSET

L'economia avanza senza ostacoli, tanto che è difficile scorgere segnali di una conclusione del ciclo. La politica, d'altra parte, potrebbe rovinare la festa. Confermiamo il nostro cauto ottimismo.

Un fine ciclo infinito 18
Allocazione 20
Indicatori 21



LE NOSTRE PREVISIONI

Le nostre previsioni di crescita economica rimangono sostanzialmente invariate, ma i rischi sono in aumento. Nei prossimi mesi potrebbero scatenarsi nuove turbolenze sui mercati. Continuiamo a favorire le azioni rispetto alle obbligazioni.

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 19/7/18 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

PERCHÉ LA FINANZA SOSTENIBILE STA CONQUISTANDO I MERCATI)

» Da qualsiasi prospettiva la si osservi, l'avanzata della finanza sostenibile appare inarrestabile. «

Tra i numerosi ruoli svolti dall'industria dell'asset management, diventa sempre più importante il suo contributo alla creazione di un sistema finanziario verde, capace di integrare i criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) e i fattori legati alla sostenibilità a lungo termine, come il rischio climatico, in aspetti quali le strategie di investimento, la gestione del rischio, l'asset allocation, la governance e le attività di stewardship. Investire in buoni cittadini d'impresa è sicuramente un'idea sensata dal punto di vista finanziario. Nell'era di Twitter e dei boicottaggi messi in atto dai consumatori, vale la pena considerare tutti questi aspetti prima di investire in una società che potrebbe trovarsi ad affrontare situazioni spinose.

In tutto il mondo, gli organi di vigilanza del settore finanziario guardano con crescente interesse alla capacità e alla prontezza degli istituti finanziari nel gestire il cambiamento climatico e i rischi di sostenibilità in generale, e valutano le misure messe in atto per affrontarli. L'idea è quella di sostenere gli investimenti in tecnologie a basso impatto di carbonio che prevedono un uso efficiente delle risorse, promuovendo una visione a più lungo termine. Questo trend ha ricevuto nuovo slancio a settembre 2015, quando il governatore della Bank of England Mark Carney ha descritto il cambiamento climatico come una minaccia per la stabilità finanziaria. Nello stesso anno, il G20 ha creato una taskforce del settore privato, guidata da Michael Bloomberg, che ha elaborato una serie di raccomandazioni sulla divulgazione di dati finanziari relativi al clima da parte delle imprese e degli istituti finanziari.

In Europa, la finanza sostenibile sarà rilanciata dal programma Sustainable

Finance Action Plan (EU SFAP) della Commissione europea. Quindici banche centrali sono inoltre entrate a far parte del Network for Greening the Financial System (la rete per la creazione di un sistema finanziario verde), il cui obiettivo è condividere le best practice riguardanti la vigilanza, la dimensione macro-finanziaria dei rischi climatici e ambientali e le modalità per promuovere i finanziamenti verdi¹. Anche venti autorità di vigilanza assicurativa stanno condividendo le rispettive best practice nell'ambito del Sustainable Insurance Forum. A partire dal 2015, le banche centrali, i fondi pensione e le autorità di vigilanza bancaria e assicurativa sono quindi diventati nuovi attori chiave in questo scenario, stimolando l'attenzione del settore finanziario verso gli investimenti sostenibili e responsabili.

L'esempio europeo

Particolarmente istruttivo, in questo senso, appare l'esempio offerto dall'Unione europea (UE). Uno degli scopi del programma SFAP UE è indirizzare i capitali verso attività sostenibili, al fine di realizzare, entro il 2030, gli obiettivi energetici e climatici dell'Unione europea. Tra questi figurano l'incremento della quota delle energie rinnovabili (energia solare, eolica ecc.) ad almeno il 27% dei consumi energetici finali e la riduzione delle emissioni di gas serra del 40% minimo rispetto ai livelli del 1990. Questo richiederà finanziamenti aggiuntivi pari a circa 180 milioni di euro all'anno, che secondo la Banca europea per gli investimenti dovrebbero aumentare a €270 miliardi se si includono tutti gli obiettivi dei settori energia, trasporti, acqua e rifiuti.

Il quadro di riferimento dell'UE, la cui adozione è prevista entro la fine del prossimo anno, dovrebbe contribuire ad assicurare l'integrità del mercato

della finanza sostenibile, e la fiducia nei suoi confronti, attraverso nuovi standard e label per i prodotti finanziari sostenibili come i green bond².

Nelle intenzioni dell'Unione europea, questo sistema di classificazione unificato, definito "tassonomia della sostenibilità", dovrebbe contribuire alla misurazione dei flussi di capitale sostenibili attraverso la codifica degli asset catalogabili come "green" o "brown"³. La tassonomia coprirà inoltre le attività riguardanti l'attenuazione e l'adattamento climatici, nonché altri obiettivi ambientali e sociali. La disponibilità di un sistema di classificazione unificato dovrebbe inoltre promuovere lo sviluppo di benchmark di sostenibilità e aumentarne la trasparenza.

La Commissione europea sta attuando una serie di misure legislative per chiarire gli obblighi degli investitori in relazione alla sostenibilità e ad altre questioni ESG. In particolare, l'UE fornirà indicazioni esplicite in aree quali strategie di investimento, gestione del rischio, asset allocation, governance e stewardship. Gli investitori istituzionali e gli asset manager dovranno ad esempio predisporre un'informativa su come vengono considerati i fattori ESG e i rischi legati al cambiamento climatico nei rispettivi processi di investimento. Gli asset manager saranno inoltre tenuti a chiedere proattivamente ai propri clienti quali siano le loro priorità in termini di sostenibilità e a spiegare come le considerazioni sulla sostenibilità siano integrate nei propri prodotti di investimento.

Implicazioni

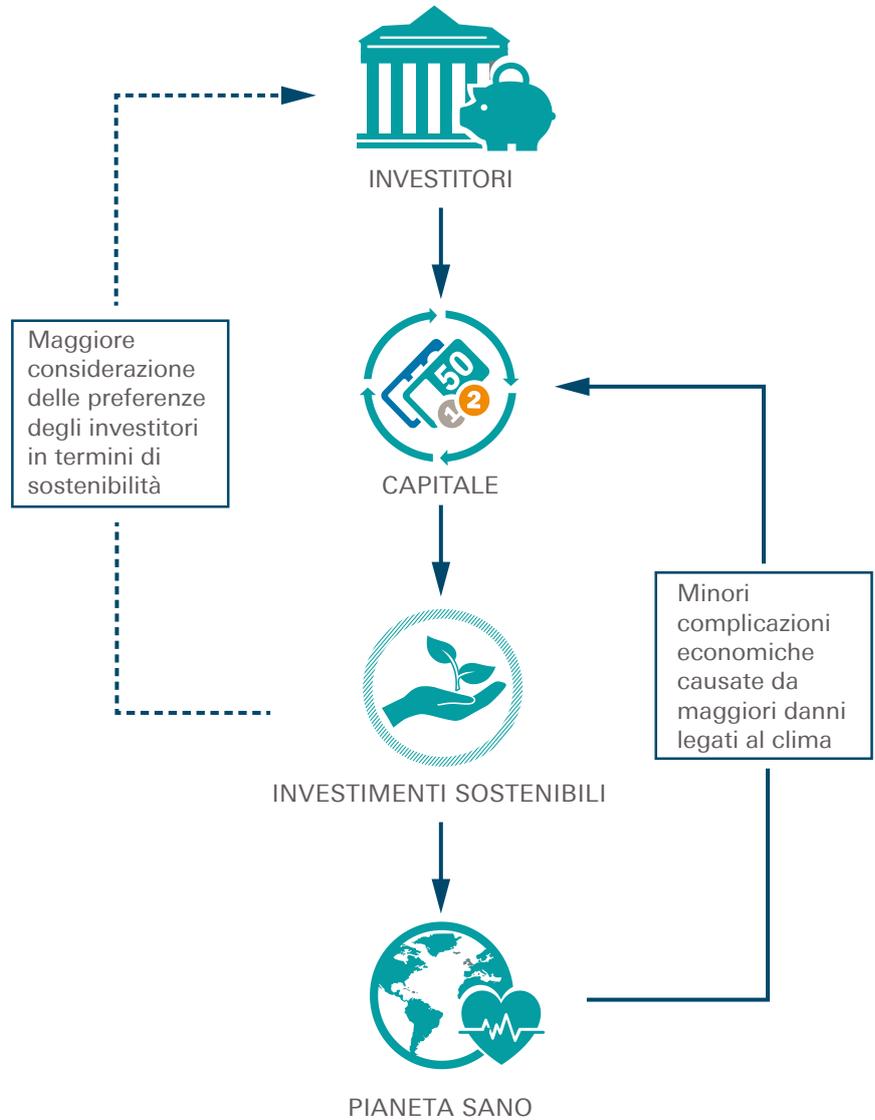
Il quadro che abbiamo delineato definisce i contorni di quella che sarà la finanza sostenibile del futuro, mentre l'esempio europeo rivela la portata

delle possibili implicazioni. Ma l'Europa non è certo sola in quest'avventura.

Pensiamo per esempio all'impegno per un sistema finanziario più verde assunto dal Network for Greening the Financial System, una rete dal nome particolarmente appropriato. Questo gruppo, che comprende rappresentanti di banche centrali e autorità di vigilanza dei mercati finanziari di Paesi sviluppati ed emergenti, sta chiedendo a gran voce una maggiore informativa societaria, in particolare nell'area dei rischi legati al clima. Oltre ai vantaggi in termini di trasparenza dei mercati, l'informativa offre anche importanti spunti per i controlli di vigilanza, gli aspetti normativi e le decisioni politiche.

Che cosa significa tutto questo? Dai Paesi in via di sviluppo al mondo industrializzato, una coalizione trasversale di attori si sta muovendo per classificare, valutare e, in alcune aree geografiche, legiferare per riorientare i flussi di capitale verso gli investimenti sostenibili. Gli obiettivi espressi, riguardanti la gestione dei rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico e la promozione di un approccio più trasparente e lungimirante, sono sicuramente encomiabili. Sebbene permangano alcuni interrogativi sull'effettiva realizzabilità di tali programmi, siamo convinti che gli investitori dovranno essere coinvolti nella definizione di queste nuove aspettative, preparandosi inoltre alla loro attuazione. Come DWS, continuiamo ad approfondire l'integrazione dei fattori ESG rilevanti e a rafforzare il ruolo della sostenibilità nel nostro processo decisionale di investimento. Per noi che lavoriamo nell'industria dell'asset management, sono momenti di grande entusiasmo.

VERSO UN'ECONOMIA PIÙ SOSTENIBILE



¹ Finanziamenti verdi: qualsiasi strumento o investimento finanziario che miri a creare benefici ambientali positivi e un ritorno per gli investitori o i finanziatori.
² Green bond: qualsiasi tipologia di strumento obbligazionario i cui proventi saranno utilizzati esclusivamente per finanziare o rifinanziare, parzialmente o interamente, progetti verdi nuovi o esistenti idonei allo scopo. Tali progetti riguardano per esempio aree quali la prevenzione e il controllo dell'inquinamento, le energie rinnovabili e l'efficienza energetica.
³ Green/brown asset: questo termine è collegato a una proposta dell'Ue che prevede l'imposizione di minori requisiti di capitale a prestiti o investimenti verdi, per esempio nell'ambito delle energie rinnovabili o dell'efficienza energetica ("green asset"). Per contro, prestiti/investimenti collegati ad attività inquinanti come il carbone dovrebbero rispettare requisiti di capitale più elevati.

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 19/7/18 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

ALLACCIATE LE CINTURE DI SICUREZZA

» Le previsioni sull'economia globale restano solide, ma crescono i rischi di downside. «



Johannes Müller
Head of Macro Research

NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

- _ Le crescenti tensioni commerciali e l'instabilità politica nell'Eurozona continuano a destare preoccupazione.
- _ Abbiamo leggermente rivisto le nostre previsioni, che riteniamo ancora ragionevolmente prudenti.
- _ Tuttavia, il rischio che le turbolenze sui mercati contagino l'economia reale è più elevato rispetto a sei mesi fa.

Se siete appena usciti dal letargo, le nostre ultime previsioni macroeconomiche non vi coglieranno molto di sorpresa. Le rettifiche apportate alle stime su inflazione, partite correnti e crescita economica sono piuttosto irrilevanti. Abbiamo leggermente aumentato le aspettative di crescita sugli Stati Uniti, indicando un aumento del prodotto interno lordo (PIL) del 2,7% per il 2018, un valore che riflette ampiamente i dati molto positivi pubblicati dall'inizio dell'anno. Per contro, abbiamo rivisto lievemente al ribasso le previsioni di crescita del PIL 2018 sia per l'Eurozona che per il Regno Unito, rispettivamente al 2,2% e 1,4%. Le previsioni sul PIL per il 2019 restano invariate al 2,4% per gli USA, all'1,9% per l'Eurozona e all'1,6% per il Regno Unito.

Revisioni così modeste potrebbero sembrare strane. Le crescenti tensioni commerciali, per non parlare dell'amministrazione USA, sempre più isolata a livello internazionale, continuano a destare preoccupazione. Nello stesso tempo, all'inizio di giugno, durante la fase disordinata che ha condotto alla formazione del nuovo governo italiano, per un momento è sembrato che ci stessimo avviando verso una nuova crisi del debito dell'Eurozona. Anche in Germania e nel Regno Unito la politica interna ha avuto momenti difficili e questo non ha facilitato il percorso verso la definizione di una politica europea comune sull'immigrazione, l'unione bancaria o una Brexit morbida¹.

Ma allora, pecciamo forse di compiacenza se non apportiamo maggiori rettifiche alle nostre previsioni? Nel complesso, crediamo di no. Partiamo dall'Italia: gli eventi degli ultimi mesi sono stati piuttosto istruttivi.

La situazione politica a Roma è instabile e confusa da tempo. Anche prima delle

elezioni di marzo, era piuttosto chiaro che la possibilità che le forze populiste ottenessero la maggioranza sia alla Camera che al Senato e si alleassero per formare un governo non era poi così remota. Analogamente, è ormai chiaro che per poter durare a lungo, l'Eurozona ha bisogno di maggiore supporto istituzionale. Questi sono alcuni dei motivi che nell'ultimo trimestre ci hanno spinto a non aumentare in modo più aggressivo le nostre previsioni di crescita per l'Eurozona, che consideriamo ancora ragionevolmente prudenti in quanto riflettono i rischi non solo di upside, ma anche di downside del nostro scenario di base. Le prime dichiarazioni del nuovo governo italiano sono piuttosto incoraggianti. Il nuovo Ministro dell'Economia e delle Finanze, Giovanni Tria, ha escluso un'uscita dell'Italia dall'euro. Considerando il momentum economico sottostante ancora solido, è più ragionevole aspettare di vedere il governo in azione piuttosto che intervenire in modo impulsivo sulle nostre previsioni. Per quanto riguarda la Germania e la Francia, abbiamo già scontato qualche conseguenza negativa derivante dalle recenti tensioni commerciali.

Indubbiamente, a nostro parere, gli attacchi improvvisi dell'amministrazione Trump al libero scambio sono, per usare un eufemismo, sostanzialmente sbagliati e pericolosamente disinformati. E come abbiamo scritto in un CIO Special disponibile sul nostro sito web, rischiano anche di ridurre le prospettive di crescita degli USA e dell'economia mondiale nel suo complesso.

A nostro avviso, appare ovvio che minare l'ordine internazionale fondato sulle regole, che sostiene il commercio globale, e indebolire le filiere internazionali penalizzerà tutte le parti coinvolte, inclusi i mercati emergenti. Tuttavia, è improbabile che provochi una reces-

sione globale nel prossimo futuro. Naturalmente, come per la Brexit e le politiche monetarie, continueremo a monitorare questi aspetti.

Sul fronte della politica britannica vediamo alcuni segnali incoraggianti che sembrano scongiurare uno scenario di Brexit dura², ma è troppo presto per poterci contare. Nonostante il quadro politico incerto, la Banca Centrale Europea (BCE) ha appena delineato il suo percorso per i prossimi trimestri, che non prevede rialzi dei tassi fino al secondo semestre del 2019. Anche la Federal Reserve statunitense (Fed) sembra voler evitare errori politici. Finora, i segnali di un surriscaldamento dell'economia a stelle e strisce sono scarsi. La politica della Fed continuerà a dipendere dai dati che saranno pubblicati. Attualmente, ci attendiamo complessivamente 3-4 rialzi dei tassi da qui alla fine del 2019, che porteranno il tasso sui Fed Funds al 3-3,25%.

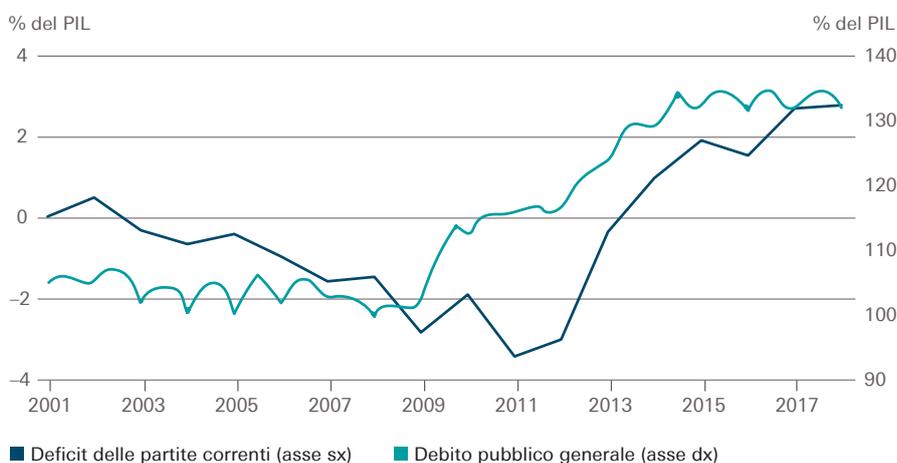
Considerati tutti questi aspetti, quali sono i rischi per le nostre previsioni? Probabilmente il rischio maggiore, che peraltro sta crescendo, potrebbe essere rappresentato dalle turbolenze sui mercati finanziari, in grado di causare una forte stretta delle condizioni finanziarie globali. Oltre ai potenziali fattori scatenanti già menzionati, ci sono tanti altri rischi, come un aumento improvviso del prezzo del petrolio causato, ad esempio, dal riemergere delle tensioni in Medio Oriente o dal default del Venezuela. Questa dovrebbe essere la vera lezione che i recenti eventi italiani ci insegnano: il mondo è incerto e il sostegno monetario sta progressivamente venendo meno. Con i mercati già nervosi, i rischi di una spirale ribassista sono più forti rispetto a sei mesi fa.

¹ Per Brexit morbida s'intende un accordo tra il Regno Unito e l'Unione europea che garantisce una transizione progressiva e ordinata, consentendo così di evitare uno shock improvviso agli scambi commerciali di beni e servizi dopo marzo 2019. Naturalmente, molto dipenderebbe comunque dai dettagli specifici dell'accordo.

² Per Brexit dura s'intende uno scenario in cui il Regno Unito e l'Unione europea non riescono a finalizzare un accordo vincolante per una transizione ordinata prima di marzo 2019. Ipotizzando che la Brexit si realizzi comunque, questo potrebbe portare a un'uscita improvvisa del Regno Unito dall'Unione, causando gravi problemi ai flussi di capitali e agli scambi commerciali di beni e servizi.

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 19/7/18 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.

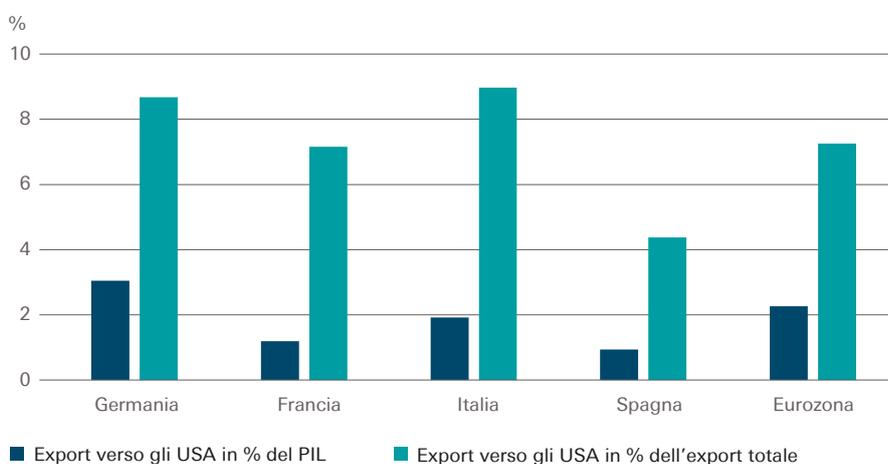
POLITICA A PARTE, L'ITALIA HA EFFETTIVAMENTE COMPIUTO PROGRESSI
Negli ultimi anni, l'Italia ha conseguito una crescita costante del surplus delle partite correnti. Il rapporto debito/PIL si è stabilizzato.



Fonti: Banca dei Regolamenti Internazionali, Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 22/6/18

L'EUROPA NON DIPENDE POI COSÌ TANTO DAL COMMERCIO USA

In percentuale del PIL, l'esposizione diretta dei Paesi dell'Eurozona ai dazi USA imposti sulle esportazioni è piuttosto contenuta.



Fonti: Eurostat, Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 22/6/18

ADDIO ALLO SCENARIO GOLDBLOCKS

» Rimangono tuttavia selezionate opportunità, offerte in particolare dalle obbligazioni in dollari con duration breve (in tutte le asset class) e dall'high yield in euro. «



Jörn Wasmund
Head of Fixed Income/Cash

NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

- _ Nei mercati obbligazionari, gli anni delle vacche grasse sono finiti; apparentemente, siamo entrati nell'ultima fase di un lungo ciclo economico.
- _ Aspettative d'inflazione sostanzialmente stabili dovrebbero sostenere il reddito fisso.
- _ La volatilità sta crescendo, creando opportunità tattiche. In dollari, preferiamo le obbligazioni con duration breve (in tutte le asset class), mentre in euro preferiamo l'high yield.

Un paio di mesi possono fare una grande differenza. Molto prima di quanto anche noi avevamo previsto, il dollaro si è rafforzato nei confronti dell'euro, portandosi a livelli prossimi al nostro target strategico di 1,15 dollari per euro. Per contro, altre nostre stime si sono rivelate meno favorevoli del previsto. In particolare, abbiamo sottostimato i rischi politici in Italia e le loro conseguenze negative per i titoli di Stato italiani, nonché l'intensità del dibattito sui dazi, che ha messo sotto pressione i mercati emergenti.

Questi eventi sono indicativi di un aumento dei rischi di coda, ma allo stesso tempo il repricing e la volatilità che li accompagnano creano opportunità che intendiamo sfruttare. Prendiamo, ad esempio, i Paesi periferici dell'Eurozona: se guardiamo il differenziale di rendimento (spread) tra i titoli di Stato decennali spagnoli e italiani, vediamo che i mercati obbligazionari sono diventati piuttosto bravi a distinguere tra i vari Paesi dell'Eurozona a più alto rendimento. Dal 2013, l'economia spagnola è cresciuta tre volte più rapidamente di quella italiana. Le finanze pubbliche sono migliorate a tal punto che recentemente abbiamo cominciato a trattare la Spagna come un Paese "semi-core" e non più come un Paese periferico. L'ampliamento dello spread spagnolo, indotto dall'Italia, rende queste obbligazioni molto interessanti.

Anche l'Italia merita maggiore attenzione. Probabilmente, gli investitori hanno sottostimato le difficoltà incontrate dai due partiti euroscettici, Lega e Cinque Stelle, nel formare un nuovo governo. A maggio, i timori di una "Italexit"¹, dovuti forse a strategie politiche volutamente adottate dalla Lega, hanno causato uno spostamento improvviso

della propensione al rischio degli investitori. Ora che le acque si sono calmate, restiamo fiduciosi sulla periferia dell'Eurozona. La stessa Italia è in uno stato di forma decisamente migliore di quanto non fosse durante il picco della crisi della regione. Senza dubbio, tuttavia, i giorni in cui si poteva semplicemente acquistare sui minimi sono finiti. La volatilità sta crescendo, e non soltanto in relazione ai titoli di Stato dell'Eurozona o alle obbligazioni dei mercati emergenti. Nella recente saga italiana, l'avversione al rischio si è rapidamente diffusa ad altri segmenti di mercato.

Questi episodi diventeranno probabilmente più frequenti. Apparentemente, siamo entrati nell'ultima fase di quello che è stato un lungo ciclo economico. Il sostegno delle banche centrali sta progressivamente diminuendo. Secondo il programma delineato dalla BCE, l'espansione del bilancio dell'istituto centrale cesserà alla fine dell'anno. In previsione del primo rialzo dei tassi nell'Eurozona, che a nostro avviso si verificherà nell'autunno del 2019, probabilmente i rendimenti inizieranno sempre di più a salire, come stanno già facendo sulla scorta della politica restrittiva attuata dalla Fed. Detto questo, non aspettiamoci troppo e troppo presto.

Nei prossimi 12 mesi prevediamo un ulteriore appiattimento della curva dei rendimenti USA, ma non un'inversione di tendenza. Le aspettative d'inflazione restano sostanzialmente stabili. Nella situazione attuale il momentum economico appare solido, tuttavia i rischi politici sono tanti, dal commercio alle nuove turbolenze nell'Eurozona. I timori di un possibile „soft patch“ nei prossimi anni dovrebbero porre un freno ai tassi a lungo termine.

Data la maggiore attrattiva offerta dal tasso d'interesse „risk-free“ sui Treasury a breve termine, ci stiamo orientando maggiormente verso un posizionamento sul tratto breve della curva. Restiamo cautamente ottimisti sulle obbligazioni denominate in dollari, anche dei mercati emergenti. La storia c'insegna che, anche durante i periodi di appiattimento della curva come quello che ci attendiamo, gli spread obbligazionari possono restare abbastanza stabili piuttosto a lungo. A tale proposito, riteniamo che il recente ampliamento degli spread abbia creato selezionate opportunità negli Stati Uniti, soprattutto sul fronte delle obbligazioni corporate a breve termine. Nei mercati emergenti, sono soprattutto alcuni tra i titoli sovrani più rischiosi a offrire queste opportunità. Preferiamo le obbligazioni hard currency agli investimenti in valuta locale. Sul fronte corporate consideriamo le obbligazioni asiatiche un'asset class interessante, dati i livelli elevati dei rendimenti assoluti.

I fondamentali del credito europei restano solidi. Preferiamo i titoli ad alto rendimento rispetto a quelli investment grade e le obbligazioni corporate europee a quelle statunitensi, poiché sono meno esposte al ritmo dei rialzi della Fed e all'attività di M&A. Nel complesso, stiamo tornando a mercati obbligazionari meno distorti dalle banche centrali, più normali e più volatili. Questo comporta dei rischi, a dire il vero, ma riteniamo che stia anche creando opportunità tattiche.

LE SORTI DIVERGENTI DI SPAGNA E ITALIA

Nel 2013, i rendimenti dei titoli di Stato spagnoli erano di gran lunga superiori a quelli delle controparti italiane. Da allora, abbiamo assistito a una brusca inversione di tendenza.



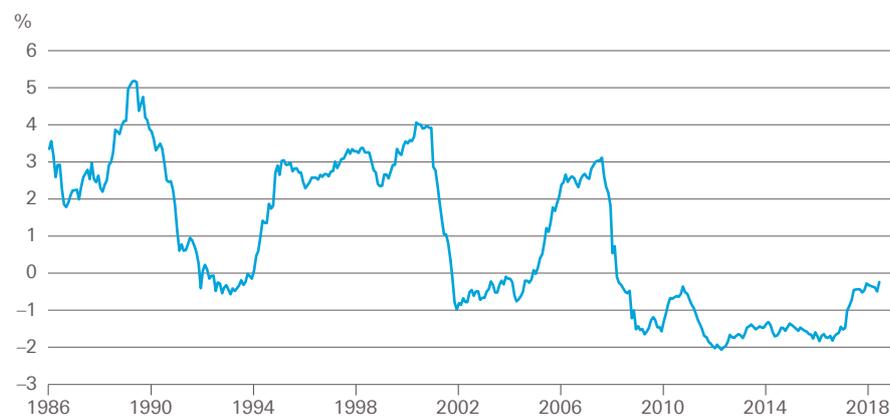
■ Spread di rendimento tra Spagna e Italia*

*scadenza a 10 anni

Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 3/7/18

TASSI REALI SUI FED FUNDS ANCORA PIUTTOSTO BASSI

Storicamente, le strette monetarie della Fed non sono mai state aggressive. I tassi reali sui Fed Funds restano estremamente bassi, ma la situazione sta cominciando a cambiare.



■ Tasso reale sui Fed Fund (riferimento: core CPI)

Fonti: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 30/6/18

¹ Combinazione delle parole "Italia" ed „exit“ per indicare la possibile uscita dell'Italia dall'Unione europea.

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 19/7/18 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

IL DOLLARO NON STA ANDANDO DA NESSUNA PARTE

» Gli ultimi dati economici sono positivi per il dollaro. Il debito e la politica no. «

NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

- _ Le posizioni estreme sul mercato dei future EUR/USD sono state liquidate e i grafici non danno segnali chiari.
- _ L'economia USA sta sovraperformando quella europea. Lo spread transatlantico è ai massimi storici. Ma cosa accadrà adesso?
- _ A lungo termine prevediamo rischi per il dollaro, derivanti dall'aumento del deficit di bilancio e dalle politiche isolazionistiche di Trump.

L'andamento delle valute dipende da numerosi fattori, riconducibili a tre categorie generali: fondamentali macroeconomici, sentiment/posizionamento e fondamentali tecnici di mercato. Questi ultimi, a nostro avviso, sono stati il driver principale del 2018. Sul fronte macro il tema più dibattuto è stato lo spread sui tassi d'interesse tra gli Stati Uniti e gli altri Paesi, il cui impatto sul cambio EUR/USD si è tuttavia virtualmente azzerato, non da ultimo a causa della politica monetaria estremamente accomodante. D'altro canto, ci sono altri due fondamentali al momento trascurati: la politica e il deficit di bilancio e delle partite correnti (deficit gemelli) negli Stati Uniti.

I deficit gemelli appaiono destinati a crescere in misura significativa, dal 5% ca. del PIL quest'anno all'8% entro il 2020, a causa dei tagli fiscali di Trump. Come dimostra il nostro grafico, c'è

stato soltanto un periodo in cui il dollaro è riuscito a evitare un deficit così elevato: quando Ronald Reagan alimentò le speranze di riforme economiche orientate al mercato, all'inizio degli anni Ottanta. E in effetti la crescita subì una forte accelerazione fino alla metà del decennio. È lecito chiedersi se l'attuale programma fiscale possa ottenere un risultato analogo. Bisognerà anche capire in che misura l'attuale politica stia erodendo il dominio del biglietto verde. Il dollaro ha iniziato a indebolirsi subito dopo l'elezione di Trump. Con la sua avversione agli accordi multilaterali e la fiducia riposta nelle sanzioni, anche nei confronti degli alleati, Trump non sta certamente aiutando le banche e le aziende globali a mostrare entusiasmo per il dollaro come valuta di regolamento. Il nostro Speciale CIO View "Dollar pros and cons", pubblicato all'inizio di luglio, spiega perché questo sta penalizzando il dollaro.

IL DEFICIT DI BILANCIO E DELLE PARTITE CORRENTI TORNA A CRESCERE

Fino a oggi, un saldo negativo ha sostenuto il dollaro soltanto una volta.



*Media mobile a 4 mesi; dal 2018 in poi previsioni del Congressional Budget Office
Fonte: Thomson Reuters Datastream, Congressional Budget Office; dati al 19/6/18

CAUTAMENTE OTTIMISTI

» Nei prossimi dodici mesi ci concentreremo sui settori anziché sui Paesi. «

Andiamo dritti al punto: diversamente da quanto accaduto nel recente passato, durante il nostro ultimo strategy meeting non abbiamo aumentato i target di prezzo per gli indici azionari di riferimento. Questo fatto è degno di nota per due motivi. Primo, le nostre previsioni sul PIL per il 2018 e il 2019 sono sostanzialmente invariate, perché l'economia globale resta solida, la disoccupazione continua a diminuire, i direttori degli acquisti sono ancora fiduciosi e molte aziende rimangono sedute su una montagna di liquidità. Soltanto recentemente, quattro grandi istituti finanziari statunitensi hanno annunciato l'intenzione di distribuire 110 miliardi di dollari agli azionisti tramite dividendi e riacquisti di azioni. La fase finale del ciclo economico si presenta quindi vivace e apparentemente non abbiamo motivo di temere né un surriscaldamento, né un rapido aumento dei tassi d'interesse. Secondo, in base a questo scenario macro e finanziario, stando al nostro normale processo previsionale dovremmo aumentare i target di prezzo del 2-3%. Perché? I nostri target di prezzo si applicano a un orizzonte temporale di 12 mesi. Poiché i dati vengono rivisti ogni tre mesi, la nostra ipotesi di crescita media degli utili del 10% circa fino all'estate del 2019 si traduce in una crescita trimestrale del 2,5% circa. Considerando un rapporto prezzo-utile (P/E ratio) invariato, dovremmo aumentare i nostri obiettivi di prezzo del 2,5% ogni trimestre.

Ma allora perché i nostri target sono rimasti sostanzialmente invariati? In primo luogo, perché abbiamo abbassato leggermente i target P/E.

E soltanto per i mercati emergenti abbiamo ridotto lievemente anche le previsioni sulla crescita degli utili. Stiamo quindi estrapolando un andamento evidenziato negli ultimi trimestri in molti mercati azionari e, da qualche mese, anche nel solido mercato USA: una diminuzione dei P/E ratio. Pertanto, per determinare i prezzi delle azioni, agli utili societari (realizzati o previsti) vengono applicati multipli inferiori. Ciò significa che, nel medio termine, gli investitori prevedono o una diminuzione degli utili, o un tasso di attualizzazione più elevato, o un maggior premio di rischio. A nostro avviso, al momento l'aspettativa è una combinazione tra la prima e la terza opzione. Nonostante l'assenza di prove concrete, sempre più investitori prevedono una conclusione del ciclo economico al più tardi nel 2021. Tuttavia, la fine del ciclo potrebbe essere anticipata dalla riduzione del bilancio delle banche centrali (prevista a partire da quest'anno), dalle tensioni commerciali in atto e dai commenti di Trump su singoli settori e aziende, dalla bolla immobiliare cinese o da importanti distorsioni causate dai debiti elevati di aziende e Stati. Anche se questi rischi non fanno parte del nostro scenario di base, non possiamo più ignorarli del tutto nelle nostre previsioni. Il nostro timore principale è che gli azionisti statunitensi stiano operando una selezione mirata nell'assortimento di politiche



Thomas Schüßler
Co-Head of Equities



Andre Köttner
Co-Head of Equities

NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

- Lo scenario d'investimento dovrebbe restare favorevole, ma siamo più prudenti sui prossimi 12 mesi.
- Praticamente non abbiamo più preferenze a livello regionale, ma riteniamo che i titoli tecnologici e finanziari continuino a offrire il potenziale più elevato

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 19/7/18 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

dell'amministrazione Trump – concentrandosi, ad esempio, sulla riforma fiscale e sulla deregulation. Ciò risulta evidente dall'andamento dell'indice Russell 2000, maggiormente orientato al mercato domestico, che dall'inizio di febbraio ha nettamente sovraperformato sia il mercato cinese che quello tedesco – il CSI 300 del 28% e il Dax del 17,1%.¹

I titoli tecnologici, insieme alle società con un forte bias domestico, hanno trainato ancora una volta il mercato statunitense. Le dieci società che hanno messo a segno la maggiore crescita assoluta in termini di capitalizzazione di mercato nel primo semestre dell'anno ruotano tutte intorno alla tecnologia. La loro capitalizzazione di mercato è cresciuta di circa 700 miliardi di USD. Questa cifra, in prospettiva, equivale al 50% circa della capitalizzazione di mercato del Dax, ma rispetto all'aumento della capitalizzazione di mercato dell'S&P 500, pari

a 298 miliardi di USD, dimostra anche che i giganti tecnologici stanno costantemente consolidando il loro dominio.

Come cantava il gruppo pop svedese degli ABBA nel 1975, „The Winner Takes It All“. Negli ultimi anni sembra sia stato così per alcune società tecnologiche, ma probabilmente, un giorno o l'altro, qualche autorità antitrust o agenzia governativa interverrà.

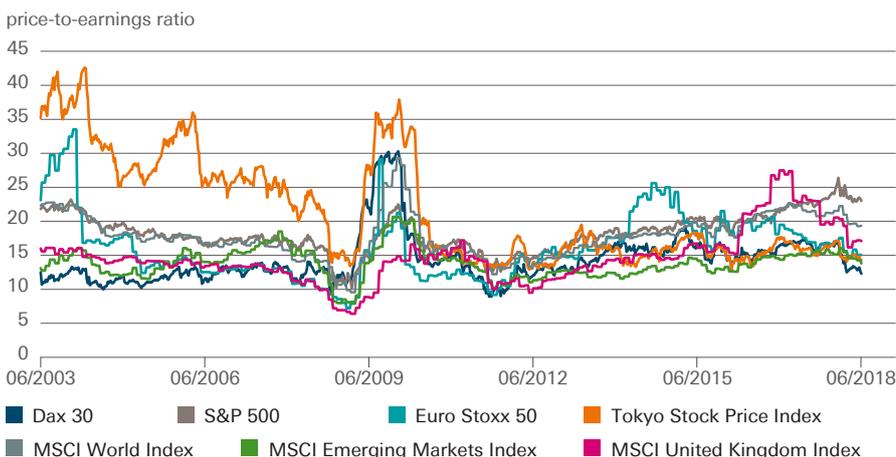
Anche se potrebbe servire ancora qualche tempo, crediamo che gli investitori stiano iniziando ad anticipare questa fase, e la diminuzione dei P/E ratio potrebbe essere un segnale in tal senso. Anche noi stiamo diventando più selettivi con le società tecnologiche. Ma se la storia insegna qualcosa, il settore potrebbe essere sostenuto dal comportamento degli investitori che, in passato, non hanno sostituito il loro settore preferito prima che il rally si fosse esaurito. Per i prossimi dodici mesi, accanto ai

titoli tecnologici, accordiamo la nostra preferenza anche ai titoli finanziari e alle società a bassa/media capitalizzazione europee.

Considerando la solidità dei titoli tecnologici, non sorprende che, dopo la prima metà dell'anno, il Nasdaq sia il migliore tra i pochi indici ancora in territorio positivo. La maggior parte degli indici è in negativo. Il CSI 300 cinese e il Merval argentino sono addirittura già entrati in territorio di correzione – scambiando ben al di sotto (almeno del 20%) dei massimi toccati fino a oggi. L'Ibovespa brasiliano non è molto lontano. Oltre che a fattori quali il dollaro forte, l'aumento dei tassi USA e le tensioni commerciali globali, la debolezza di alcuni mercati emergenti è riconducibile a problemi idiosincratici, pertanto riteniamo che non abbia natura sistemica. Continuiamo a credere che soprattutto i mercati emergenti asiatici siano sostanzialmente in buona forma e che le loro valutazioni siano interessanti dopo l'ultima correzione. Oltre a questo, riteniamo che il dollaro non continuerà a rafforzarsi allo stesso ritmo e che i rendimenti decennali statunitensi siano prossimi al picco del ciclo. Tutto ciò dovrebbe alleviare la pressione sulle azioni.

ANCHE GLI AZIONISTI USA SONO DIVENTATI PIÙ PRUDENTI

I P/E ratio stanno diminuendo ormai da qualche tempo. L'ultimo della serie è stato l'S&P 500, i cui dati, tuttavia, sono stati distorti dalla riforma fiscale.



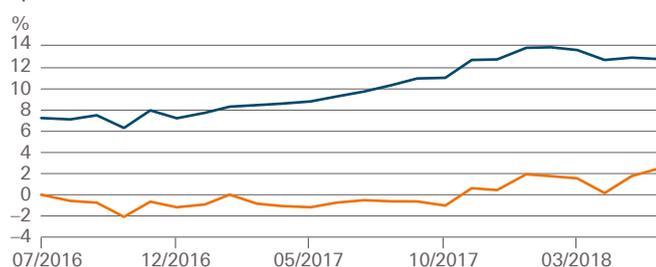
Fonti: Thomson Reuters Datastream, Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 2/7/18

¹ Total return. Fonte: Bloomberg Finance L.P.; dati al 9/7/18

VALUTAZIONI: IL QUADRO GENERALE

AZIONI USA

Gli Stati Uniti si confermano una fonte inesauribile di incertezza politica, ma finora l'economia e il settore corporate continuano ad archiviare ottimi risultati. Abbiamo quindi rivisto lievemente al rialzo le nostre previsioni sul PIL. Gli utili statunitensi hanno inoltre archiviato la crescita più elevata tra i mercati consolidati, raggiungendo quasi il 13%. La valutazione del mercato è ancora piuttosto alta, ma il settore tecnologico resta una roccaforte a livello di performance. L'esposizione verso le azioni USA è stata aumentata a neutrale.



■ Valutazioni relative (P/E ratio): S&P 500 vs. MSCI AC World
 ■ Performance relative: S&P 500 (in dollari) vs. MSCI AC World (in valuta locale)

AZIONI EUROPEE

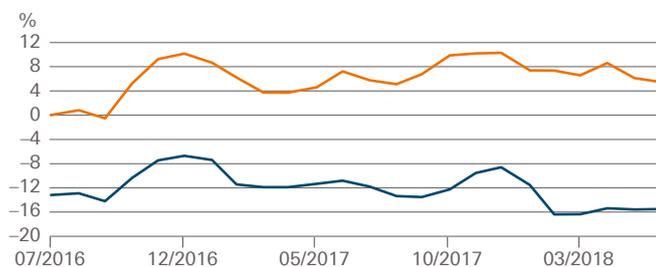
Sul fronte societario, siamo ancora ottimisti sull'Europa. I dati trimestrali sono apparsi robusti, anche se non eccezionali. Rispetto agli Stati Uniti, la valutazione del mercato è in linea con l'andamento storico. Anche l'apprezzamento del dollaro è risultato favorevole. Al momento però l'Europa non è solo alle prese con problemi interni (Italia, Brexit, crisi del governo a Berlino), ma anche con la politica commerciale statunitense. L'esposizione verso l'Europa, Germania compresa, è stata quindi ridotta a neutrale.



■ Valutazioni relative (P/E ratio): Stoxx Europe 600 vs. MSCI AC World
 ■ Performance relative: Stoxx Europe 600 (in euro) vs. MSCI AC World (in valuta locale)

AZIONI GIAPPONESI

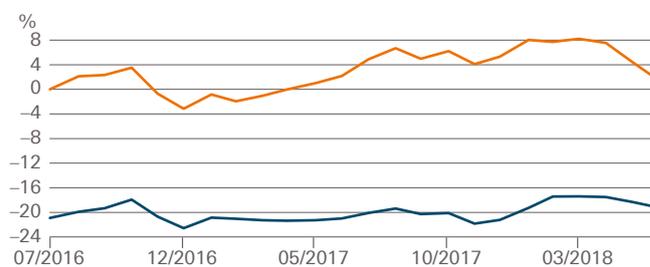
L'esposizione verso il Giappone è stata ridotta a neutrale. Nonostante i risultati d'esercizio pubblicati alla fine di marzo siano stati molto positivi, le imprese giapponesi sono state incredibilmente prudenti nelle loro stime. La congiuntura dovrebbe restare propizia per le società concentrate sul mercato interno, mentre qualsiasi ulteriore rafforzamento dello yen potrebbe rivelarsi problematico per le società orientate alle esportazioni che, proprio come le controparti europee e cinesi, potrebbero risentire della politica di Trump.



■ Valutazioni relative (P/E ratio): MSCI Japan vs. MSCI AC World
 ■ Performance relative: MSCI Japan (in yen) vs. MSCI AC World (in valuta locale)

AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

L'esposizione verso i mercati emergenti è stata ridotta a neutrale, ma solo perché siamo scettici su Europa orientale e America latina. Restiamo rialzisti sull'Asia che diventa la nostra regione preferita. Anche se prevediamo una certa volatilità dei mercati, data l'emotività degli investitori dovuta a Trump, alla solidità del dollaro e all'aumento dei rendimenti statunitensi, riteniamo che il dollaro e i tassi di interesse non subiranno altre oscillazioni significative.



■ Valutazioni relative (P/E ratio): MSCI Emerging Markets vs. MSCI AC World
 ■ Performance relative: MSCI Emerging Markets (in dollari) vs. MSCI AC World (in valuta locale)

Fonti: FactSet Research Systems Inc., Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 29/6/18

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 19/7/18 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

LA FORTUNA AIUTA GLI AUDACI

» Gli ultimi dieci anni sono stati sorprendentemente remunerativi per (alcuni) investitori nel private equity. Scopriamone le implicazioni. «



Mark J. McDonald
Head of Private Equity

NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

- _ Nel complesso, il private equity ha realizzato davvero un'ottima performance dalla crisi finanziaria globale.
- _ Tuttavia si sono rilevate forti discrepanze tra i fondi migliori e peggiori in termini di performance.
- _ Riteniamo che il private equity possa continuare a crescere, ma gli investitori dovranno prestare attenzione ai gestori a cui si affidano.

Il mercato del private equity (PE) si è sviluppato in maniera fenomenale nell'ultimo decennio, dopo la crisi finanziaria globale. Si stima che complessivamente il patrimonio gestito nel private equity abbia quasi raggiunto i 3.000 miliardi di dollari nel 2017, sulla scia di un contesto molto favorevole per la raccolta dei capitali che ha permesso alle società di private equity di raccogliere impegni per quasi 2.000 miliardi di dollari negli ultimi cinque anni.¹ Questo impressionante incremento nasconde tuttavia quattro importanti tendenze del mercato di oggi che gli investitori dovrebbero tenere in considerazione.

La prima tendenza è che il private equity ha offerto rendimenti molto interessanti. Tuttavia ciò ha riguardato solo gli investitori rimasti fedeli ai gestori (noti come soci accomandatari o General Partner, "GP") nel corso di molteplici cicli e con accesso ai GP di maggior successo. Ad esempio, dai dati tratti dai fondi "vintage" del 2008 risulta che la varianza di rendimento tra le performance del primo e dell'ultimo quartile sia stata nell'ordine delle due cifre. Oggi, tali fondi tendono ad essere maturi e mostrano una varianza di rendimento futura relativamente ridotta. Gli investitori nei fondi di gestori posizionati nel primo quartile hanno inoltre beneficiato di premi di rendimento rispetto ai corrispondenti indici di riferimento del mercato pubblico; tuttavia, per chi ha investito nei fondi meno remunerativi, non sempre i rendimenti sono riusciti a compensare la relativa illiquidità di questa classe di attivi.

A proposito di illiquidità, una seconda importante tendenza è rappresentata

dalla sostenuta crescita dei buyout secondari registrata nell'ultimo periodo. Storicamente, il mercato del private equity è sempre stato una classe di attivi intrinsecamente illiquida e di lungo periodo, tanto che alcuni fondi sono stati liquidati dopo oltre 19 anni. Con la sempre maggiore prevalenza di capitale secondario sul mercato, gli investitori (noti come soci accomandatari o Limited Partner, "LP") sono riusciti a vendere le proprie quote nei fondi di private equity e sono stati anche in grado di liquidare molteplici società in portafoglio in una volta sola, talvolta mediante operazioni guidate dagli stessi GP dei fondi di private equity. Dato che, secondo le stime, il mercato disporrebbe di circa 125 miliardi di dollari² di dry power, gli LP sono indotti a sfruttare la congiuntura di mercato mediante la vendita di portafogli illiquidi di private equity per un valore che può arrivare a 2 miliardi di dollari.

In questo modo, la classe di attivi è diventata effettivamente più liquida. Inoltre, gli LP hanno investito ingenti importi nei fondi di private equity, mirando soprattutto ai buyout secondari. Ciò permette di avere immediatamente accesso a un portafoglio private equity estremamente diversificato che offre esposizione ad aree geografiche, settori e vintage diversi.

Come si svilupperà quindi il mercato del private equity nel prossimo decennio? Non ci aspettiamo un'imminente flessione della raccolta di capitali, anche se tutti i capitali raccolti potrebbero avere alcuni effetti collaterali imprevedibili, che alimentano una terza

importante tendenza. L'aumento dei fondi investiti nel private equity porta a un'agguerrita concorrenza tra i GP per accaparrarsi attivi di qualità, facendo aumentare i prezzi di acquisto (finanziati principalmente mediante equity anziché attraverso elevati livelli di debito). Di per sé questo mette sotto pressione i rendimenti, tanto che i GP operanti nell'ambito dei buy-out preannunciano agli investitori di aspettarsi rendimenti inferiori (seppur ancora interessanti all'interno dell'intervallo 40-60).

Quest'agguerrita concorrenza non dovrebbe far altro che rafforzare una quarta serie di cambiamenti ciclici e secolari che hanno caratterizzato gli ultimi anni. Sul versante ciclico, gli LP hanno incrementato l'allocazione degli attivi agli investimenti alternativi (in particolare al private equity), quali strumenti di diversificazione dei portafogli. Sul fronte secolare, il tema prevalente degli ultimi anni è stato l'aumento delle allocazioni ai fondi "di marca", in quanto gli LP consolidano i propri rapporti e impegnano ulteriore capitale con i loro gestori preferiti.³ Di conseguenza questo sviluppo del mercato ha incrementato nettamente la competitività, tanto che i gestori di piccole dimensioni approdati di recente sul mercato devono impegnarsi più che mai per dimostrare il proprio valore agli investitori. Di conseguenza riteniamo che la scelta dei gestori, e la possibilità di accedere ai migliori, risulteranno sempre più importanti nella prossima fase di evoluzione del mercato.

LA RACCOLTA DI CAPITALI DEL PRIVATE EQUITY CONTINUA A ESSERE ROBUSTA

La crescita della raccolta di capitali rispecchia l'aumento delle allocazioni agli investimenti alternativi e, più in particolare, al private equity.

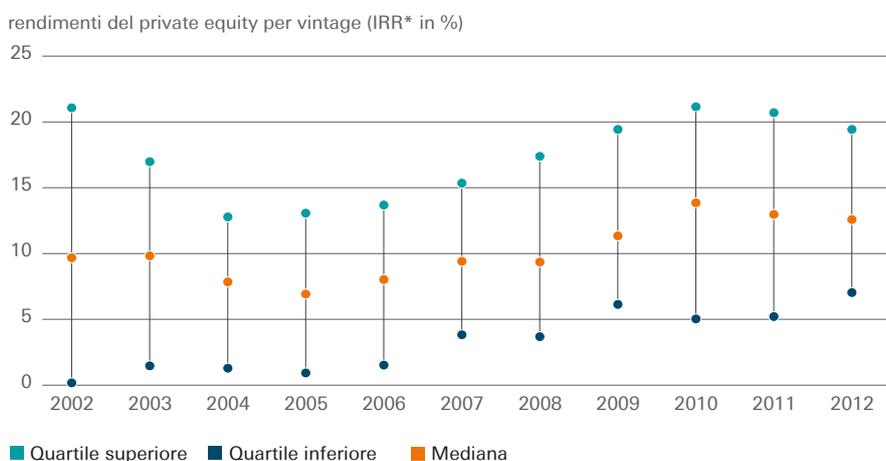


■ Raccolta di capitali annua del private equity

Fonte: 2018 Preqin Global PE & VC Report; dati a dicembre 2017

SORTI DIVERGENTI

Nell'ambito del private equity, si tende a registrare una forte divergenza sia per vintage, sia tra gestori migliori e peggiori in termini di performance.



■ Quartile superiore ■ Quartile inferiore ■ Mediana

*IRR: Il tasso interno di rendimento è un metodo comunemente utilizzato per stimare la redditività di un investimento mediante il confronto fra il valore attualizzato dei flussi di cassa futuri e i costi di investimento iniziali. L'IRR è calcolato sulla base del tasso di attualizzazione che rende nulli tali importi.
Fonte: Cambridge Associates, PE & VC Benchmark Statistics; dati a dicembre 2017

¹ Cfr.: The Rise and Fall of Private Markets, Analisi ²⁰¹⁸ dei mercati globali dei capitali privati di McKinsey Global riferita ai dati ²⁰¹⁷ e Relazione ²⁰¹⁸ di Preqin Global su PE & VC per gli anni precedenti.

² Analisi e tendenze dei prezzi nei mercati secondari di Greenhill, gennaio ²⁰¹⁸ e Relazione ²⁰¹⁸ sul private equity globale di Bain & Company

³ Secondo la società di ricerca Preqin, nel ²⁰¹⁷ il ^{42%} del capitale è stato affidato ai ²⁰ maggiori gestori

Gli investimenti alternativi possono essere speculativi e comportare rischi significativi di 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 19/7/18 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

UN FINE CICLO INFINITO

» A dispetto dei rischi politici, l'economia procede ancora a pieno ritmo e siamo prudentemente ottimisti. «



Christian Hille
Head of Multi Asset

NOSTRE PREVISIONI IN BREVE

- _ L'economia è robusta; i segnali di un imminente esaurimento del ciclo sono pochi e sporadici.
- _ I nostri investimenti sono ancora concentrati sui settori lievemente ciclici, pur prestando attenzione a coperture e diversificazione.
- _ Attualmente è dalla politica che potrebbero provenire le maggiori sorprese negative.

A volte nell'attività di asset management c'è un confine molto sottile tra audacia e imprudenza. Un investitore che spinge a fondo l'acceleratore è considerato coraggioso, mentre quello che alza il piede troppo presto può essere accusato di aver sprecato dei rendimenti. Noi preferiamo una via intermedia, ben consapevoli che la politica e l'economia sono sempre fonte di sorprese. Fuor di metafora, ciò significa coprire le nostre posizioni dai rischi di coda, anche a scapito di una parte dei rendimenti assoluti. Altrettanto importante è farsi un'idea della strada che dovremo percorrere. Prevedendo ancora un percorso rettilineo per il prossimo futuro potremmo ancora percorrere la strada dell'economia a tutta velocità, anche se alcune pericolose curve generate dalla politica suggeriscono di essere pronti a una frenata improvvisa.

A livello economico e societario, i dati sono senza dubbio buoni e sostengono la costruzione di un portafoglio aggressivo e ciclico. Per l'economia mondiale prevediamo una crescita del 4% circa per quest'anno e il prossimo. Le società pubblicano buoni risultati, le condizioni di funding rimangono favorevoli e i tassi dei default creditizi risultano ancora ridotti. Tuttavia, lungo la strada troviamo una serie di cartelli di pericolo legati alla politica. Al momento il pericolo maggiore è quello dovuto alla controversia commerciale avviata dal Presidente Trump, in quanto potrebbe tramutarsi in una guerra commerciale su vasta scala. Ciò che distingue questo rischio dagli altri è il suo livello di specificità. La controversia commerciale sta già iniziando a incidere sugli utili di alcune aziende, mentre continuano ad aumentare le società che segnalano possibili ripercussioni.

Finché non si verificano ulteriori sconvolgimenti politici, la situazione può ancora essere gestita. Il problema è tuttavia che Trump ha già dato prova della sua ostinazione rispetto alle questioni che lo infastidiscono da anni, ossia la sua percezione che le politiche commerciali adottate dagli altri Paesi non siano eque nei confronti degli Stati Uniti. Inoltre, l'opposizione nazionale alle sue politiche è in diminuzione. La "guerra commerciale su vasta scala" potrebbe perciò passare da un rischio di coda a un rischio principale, non solo per i Paesi nel mirino di Trump ma anche per le società statunitensi e i membri di Camera e Senato alle prese con le elezioni di metà mandato nel mese di novembre. Ci aspettiamo un autunno burrascoso.

Gli altri problemi, come il livello record di indebitamento e la contrazione dei bilanci delle banche centrali, sono ben noti. Ma analizziamo la questione da un altro punto di vista. Quali condizioni del mercato dei capitali ci permetterebbero di mantenere questo stile di investimento prudentemente ottimista? Riteniamo che i fattori più importanti siano tre: i rendimenti dei Treasury USA decennali non dovrebbero superare il 3,5% prima della fine dell'anno, il dollaro non dovrebbe rafforzarsi al punto da mettere ulteriormente sotto pressione i mercati emergenti e le quotazioni petrolifere dovrebbero stabilizzarsi intorno agli 80-90 dollari al barile.

Qualora si verificano tutte e tre queste condizioni, rimarremo fedeli alla nostra strategia di acquisto sui minimi e di predilezione per gli investimenti che offrono un buon margine di aumento dei rendimenti con rischi accettabili. Per le azioni ciò significa aumentare l'e-

sposizione agli Stati Uniti e ai mercati emergenti piuttosto che a Giappone ed Europa. Un elemento che continua a favorire gli Stati Uniti è l'elevata quota di titoli tecnologici che risulta ancora in una fase rialzista. Le azioni dei mercati asiatici emergenti sono diventate più interessanti dopo l'ultima correzione. Confermiamo ancora la predilezione per le obbligazioni dei mercati emergenti, soprattutto quelle denominate in valute forti. Nei Paesi industrializzati, manteniamo le posizioni nelle obbligazioni corporate investment grade e continuiamo ad avere una ridotta esposizione alle obbligazioni high yield. Siamo sottopesati sui titoli di Stato, anche se risultano utili come protezione nelle fasi più turbolente del mercato; all'interno di questo segmento preferiamo il tratto a breve della curva dei rendimenti.

Siamo inoltre convinti che l'oro e lo yen siano soluzioni vantaggiose per diversificare in maniera tempestiva. Dal momento che siamo nell'ultima fase del ciclo economico, crediamo che alcune materie prime potrebbero essere adatte per far fronte all'aumento della domanda e all'incremento delle aspettative inflazionistiche.

Riteniamo che, per gli investitori europei, gli investimenti statunitensi abbiano perso un po' di attrattiva rispetto allo scorso anno. Tuttavia il forte deprezzamento del dollaro a inizio anno suggerisce che la copertura del dollaro nei confronti dell'euro, diventata particolarmente costosa, non sia più necessaria. Agli attuali livelli, non ci aspettiamo che il dollaro subisca particolari oscillazioni per il momento.

PERCHÉ TOLLERARE ANCORA LE OBBLIGAZIONI IN VALUTA LOCALE?

Le obbligazioni dei mercati emergenti denominate in dollari USA hanno sofferto quest'anno e i loro rendimenti si sono allineati a quelli delle obbligazioni in valuta locale



Fonte: Thomson Reuters Datastream, dati al 4/7/18

UNA PROTEZIONE COSTOSA, AL MOMENTO ABBASTANZA SUPERFLUA

Attualmente, una copertura a 2 anni sul dollaro costa 750 punti base agli investitori europei. Dato che ci aspettiamo un andamento laterale da parte del biglietto verde, non la riteniamo necessaria.



*I tassi di cambio a termine (forward) sono determinati sulla base della relazione di prezzo senza opportunità di arbitraggio tra i tassi di interesse delle due valute e l'attuale tasso a pronti (spot). I tassi non sono annualizzati.

Fonti: Bloomberg Finance L.P., Thomson Reuters Datastream; dati al 4/7/18

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 19/7/18 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. Gli investimenti comportano rischi. 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. Deutsche Asset Management Investment GmbH.

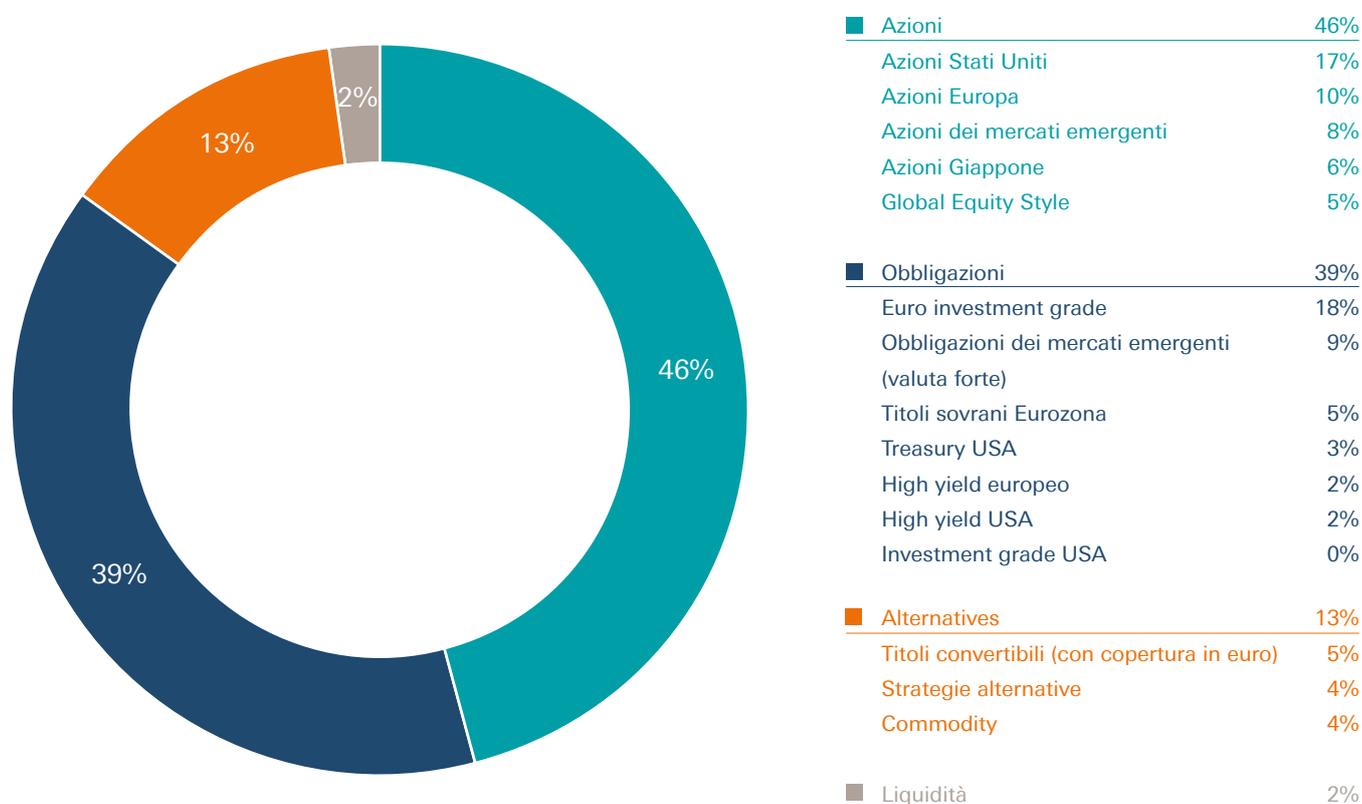
RIMANIAMO INVESTITI

» Il rischio di un'estate difficile richiede una strategia di difesa e offesa. «

A dispetto del costante rischio politico, il contesto economico resta per la maggior parte robusto e quindi ancora idoneo, secondo noi, per comprare sulle discese e mantenere gli investimenti nei segmenti più ciclici del mercato. Per quanto riguarda le azioni, la

nostra classe di attivi preferita, siamo orientati su Stati Uniti e mercati emergenti asiatici piuttosto che su Europa e Giappone. Anche sul fronte obbligazionario riteniamo che le opportunità più interessanti si trovino nei mercati emergenti, sebbene stiamo diventando più selettivi. Riduciamo

progressivamente l'esposizione alle obbligazioni corporate in euro e dollari, preferendo i floater. A scopo di diversificazione, continuiamo a detenere in portafoglio titoli di Stato a breve termine dei Paesi industrializzati, oltre a oro e yen.



Fonte: Multi Asset Group, Deutsche Asset Management Investment GmbH; dati al 25/6/18

L'allocazione degli attivi indicata rappresenta un portafoglio modello bilanciato denominato in euro. Questa allocazione potrebbe non essere idonea a tutti gli investitori ed è soggetta a variazioni senza preavviso. Gli investimenti alternativi sono soggetti a rischi di diversa natura e non sono idonei a tutti gli investitori o a qualsiasi portafoglio.

UN'ALTERNANZA DI SOLE E NUVOLE

» Gli indicatori prevedono un contesto lievemente positivo «

Rispetto al 2017, gli indicatori DWS hanno spaziato in tutte le direzioni quest'anno, a dimostrazione del sentiment fortemente altalenante degli investitori alle prese con dati economici favorevoli, ma anche con rischi politici. L'indicatore di sorpresa di DWS è un esempio tipico di questa ambivalenza. Come uno yo-yo, di recente ha oscillato tra il territorio positivo e quello negativo nonostante la maggior parte dei dati pubblicati a livello globale abbia superato le aspettative di consenso.

Negli Stati Uniti hanno prevalso le sorprese positive, mentre l'Europa ha deluso e l'Asia ha fatto segnare le maggiori oscillazioni. Attualmente, l'indicatore segnala un contesto leggermente positivo nel complesso. Per quanto riguarda la tolleranza al rischio, emerge un quadro del tutto simile. La correzione dei mercati azionari a fine gennaio ha fatto crollare l'indicatore del rischio di DWS ai minimi dall'inizio del 2016. La ripresa non si è fatta attendere ma le ultime turbolenze nei mercati emergenti hanno spinto l'indicatore nell'area di avversione al rischio. Il macroindicatore di DWS è rimasto stabile quest'anno, e a dispetto delle temporanee ondate di debolezza indica ancora un contesto macroeconomico positivo. Attualmente due indicatori DWS su tre sono in territorio positivo. Nonostante il robusto contesto macroeconomico, il sentiment degli investitori risulta molto altalenante.

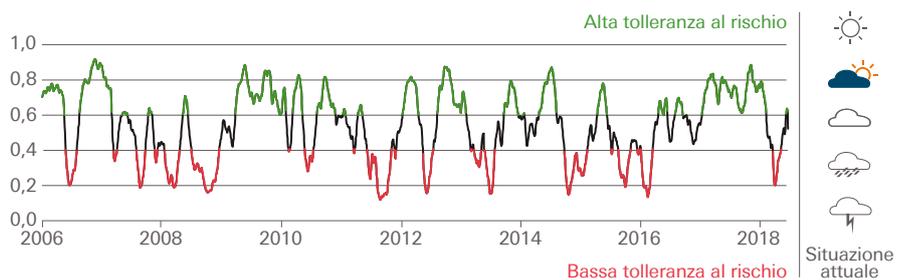
MACROINDICATORE

Riassume un'ampia gamma di dati economici



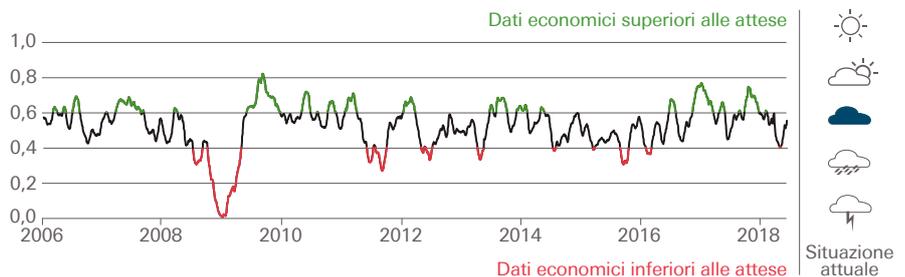
INDICATORE DI RISCHIO

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



Source: Deutsche Asset Management Investment GmbH as of 6/21/18

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 19/7/18 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 di 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. 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. Deutsche Asset Management Investment GmbH

MACRO | I costi dei conflitti commerciali

Crescita del PIL (in %, su base annua)

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

Deficit fiscale (in % del PIL)

Regione	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)

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

Saldo delle partite correnti (in % del PIL)

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

Tassi di riferimento (in %)

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

Materie prime (in dollari)

	Attuale*		Giu 2019F
Greggio (WTI)	74,2	↘	60
Oro	1.253	→	1.290
Rame (LME)	6.626	↗	7.050

*Fonte: Bloomberg Finance L.P.; dati al 29/6/18

¹ 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 21/6/18

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 i titoli obbligazionari sovrani, ↗ denota 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 lo spread rettificato per le opzioni (option-adjusted) rispetto ai Treasury USA. ↗ indica un ampliamento dello spread, → un trend laterale dello spread e ↘ una contrazione dello spread.
- I colori delle frecce indicano le opportunità di rendimento per investitori long-only: ↘ ↗ potenziale di rendimento positivo per investitori long-only, → limitate opportunità di rendimento e rischio di ribasso, ↗ ↘ potenziale di rendimento negativo per investitori long-only.

Tutte le opinioni e le affermazioni si basano sui dati al 19/7/18 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

AZIONI | Freniamo gli entusiasmi

	Attuale*		Giu 2019F	Rendimento complessivo (atteso) ¹		Crescita degli utili attesa	Impatto P/E	Dividend yield
			Previsioni	in %				
Stati Uniti (Indice S&P 500)	2.718	↗	2.900	8,8%		13%	-6%	2,1%
Europa (Indice Stoxx Europe 600)	380	↗	390	6,3%		8%	-4%	3,7%
Eurozona (Indice Euro Stoxx 50)	3.396	↗	3.550	8,5%		8%	-3%	3,9%
Germania (Indice DAX) ²	12.306	↗	13.500	9,7%		7%	0%	3,3%
Regno Unito (Indice FTSE 100)	7.637	↗	7.800	5,2%		7%	-6%	4,3%
Svizzera (Indice Swiss Market)	8.609	↗	8.850	6,4%		18%	-13%	3,6%
Giappone (indice MSCI Japan)	1.025	↗	1.080	7,7%		7%	-2%	2,3%
Indice MSCI Emerging Markets (USD)	1.070	↗	1.150	10,3%		11%	-3%	2,8%
Indice MSCI AC Asia ex Japan (USD)	672	↗	740	12,9%		11%	-1%	2,8%
Indice MSCI EM Latin America (USD)	2.477	↗	2.500	4,0%		10%	-8%	3,1%

*Fonti: Bloomberg Finance L.P., FactSet Research Systems Inc.; dati al 29/6/18

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

² Indice total return (dividendi inclusi)

REDDITO FISSO | Nervosismo in vista

Stati Uniti

	Attuale*		Giu 2019F
Treasury USA (decennali)	2,86%	↗	3,25%
Obbligazioni municipali USA	86%	→	85%
Titoli corporate investment grade USA	116 bp	↘	100 bp
Titoli corporate high yield USA	363 bp	→	370 bp
Cartolarizzati: titoli garantiti da ipoteca ¹	75 bp	↗	90 bp

Europa

	Attuale*		Giu 2019F
Bund tedeschi (decennali)	0,30%	↗	1,00%
Gilt UK (decennali)	1,28%	↗	1,75%
Titoli corporate investment grade in euro ²	134 bp	↘	95 bp
Titoli corporate high yield in euro ²	388 bp	↘	300 bp
Cartolarizzati: covered bond ²	55 bp	→	55 bp
Italia (decennali) ²	237 bp	↘	200 bp

Asia-Pacifico

	Attuale*		Giu 2019F
Titoli di Stato giapponesi (decennali)	0,04%	→	0,10%
Titoli di credito asiatici	267 bp	→	255 bp

Global

	Attuale*		Giu 2019F
Titoli sovrani mercati emergenti	370 bp	↘	350 bp
Titoli di credito mercati emergenti	332 bp	→	330 bp

Valute

	Attuale*		Giu 2019F
EUR vs. USD	1,17	→	1,15
USD vs. JPY	110,8	→	111,0
EUR vs. GBP	0,885	→	0,90
GBP vs. USD	1,32	↘	1,28
USD vs. CNY	6,62	→	6,50

*Fonte: Bloomberg Finance L.P.; dati al 29/6/18

¹ Spread attuale cedola rispetto ai Treasury settennali USA

² Spread sui Bund tedeschi

La lettera "F" indica le nostre previsioni ("Forecast") aggiornate al 21/6/18.
pb = punti base

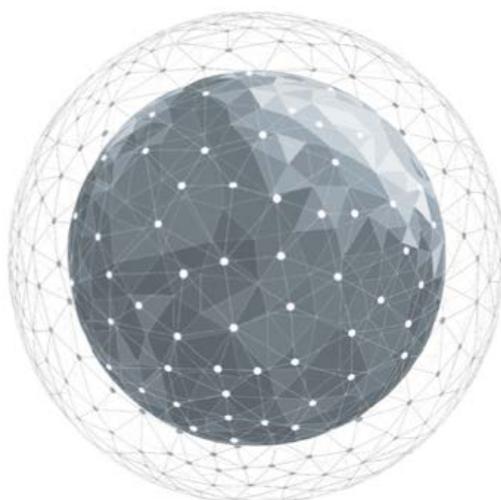
DWS¹

è quotata alla Borsa di Francoforte da marzo 2018

offre prodotti e soluzioni flessibili per un'ampia gamma di opportunità in tutte le classi d'investimento – dai fondi comuni ai portafogli altamente personalizzati rivolti a un'ampia gamma di investitori.

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

è una delle principali società di gestione degli investimenti al mondo, con un patrimonio gestito di circa 700 miliardi di euro (al 31 dicembre 2017).



Il Chief Investment Office

è diretto da Stefan Kreuzkamp, Chief Investment Officer (CIO) di DWS e svolge un ruolo fondamentale nel processo d'investimento di DWS.

riunisce le competenze della piattaforma d'investimento globale per creare una visione economica e di mercato coerente.

elabora le nostre prospettive d'investimento globali: la CIO View.

funge da punto di contatto tra i gestori di portafoglio, i team di ricerca e i team di distribuzione.

¹ 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 «

Investimenti alternativi è un termine generale per indicare quelle tipologie di attivi che non rientrano nelle tradizionali classi di attivi, ossia azioni e obbligazioni. Comprendono, ad esempio, investimenti in immobili, commodity e valute.

La **Bank of England (BoE)** è la banca centrale del Regno Unito.

Le responsabilità principali dell'**Unione bancaria** pianificata all'interno dell'Eurozona saranno vigilare sui mercati finanziari, garantire i depositi e la liquidazione di istituti finanziari.

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

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

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

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

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

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

L'**Indice CSI 300** include le 300 maggiori società della Cina continentale, ossia quelle quotate sulle Borse Valori

di Shanghai e Shenzhen (le cosiddette A-share).

Le **partite correnti** includono il commercio di beni e servizi, un saldo del reddito netto dei fattori (ad esempio utili su investimenti esteri e trasferimenti di denaro da persone che lavorano all'estero) e i trasferimenti (ad esempio aiuti esteri). Rappresentano un elemento della bilancia dei pagamenti.

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

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

La **deflazione** è una sostenuta diminuzione del livello generale dei prezzi di beni e servizi.

Il **tasso di attualizzazione** è il tasso di interesse applicato alle banche commerciali e ad altri istituti di deposito sui prestiti ottenuti dalla finestra di sconto della banca centrale del Paese.

Diversificazione si riferisce alla dispersione degli investimenti tra tipologie di attivi, aree geografiche ecc. con l'obiettivo di ridurre il rischio o stimolare i rendimenti risk-adjusted.

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

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

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

Ambientale, Sociale e di Governance (Environmental, Social and Governance o ESG) è un metodo di valutazione delle società che gli investitori utilizzano sempre più frequentemente per selezionare possibili investimenti sulla base di criteri ambientali, sociali e di governance.

EUR è il codice valutario utilizzato per l'euro, la valuta dell'Eurozona.

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

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

La **Commissione europea (Commissione UE)** è l'organo esecutivo dell'Unione europea (UE), di cui rappresenta gli interessi.

L'**Unione europea (UE)** è l'unione politica ed economica di 28 Stati membri situati prevalentemente in Europa.

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 **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.

Crisi finanziaria si riferisce al periodo di turbolenza dei mercati iniziato nel 2007 e drasticamente peggiorato nel 2008 con il crollo di Lehman Brothers.

Il **Movimento Cinque Stelle** è un partito politico populista italiano, guidato dal famoso comico e blogger Beppe Grillo che ne è stato uno dei fondatori nel 2009. È ritenuto un partito contro l'establishment e la globalizzazione, ambientalista ed euroscettico.

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

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

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

Il **Gruppo dei 20** è composto dalle maggiori economie emergenti e industrializzate al mondo.

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

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

Biglietto verde è un'espressione comunemente utilizzata per fare riferimento al dollaro USA.

I **gas a effetto serra** sono quei gas atmosferici che contribuiscono all'effetto serra, tra cui anidride carbonica (CO₂), metano (CH₄) e ossido nitroso (N₂O). Per la terra nel suo insieme, tali gas contribuiscono a produrre un effetto simile a quello a cui si assiste in una serra esposta al sole, mediante l'assorbimento della radiazione infrarossa prodotta dal riscaldamento solare della superficie della terra.

Il **Prodotto interno lordo (PIL)** è il valore

monetario di tutti i beni e servizi finiti prodotti entro i confini di un Paese in un determinato periodo di tempo.

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

L'**Ibovespa** è il principale indice del mercato azionario brasiliano.

Illiquido indica l'impossibilità di convertire facilmente un'attività finanziaria o un investimento in liquidità.

L'**inflazione** è la velocità con cui aumenta il livello generale dei prezzi dei beni 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.

Il **J.P. Morgan EMBI Global Diversified Composite** comprende i titoli di Stato denominati in dollari emessi da alcuni Paesi dei mercati emergenti.

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

La **Lega** (ex "Lega Nord") è un partito populista italiano di destra fondato nel 1991 dalla fusione di vari partiti. È ritenuto un partito contrario alla globalizzazione ed euroscettico.

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

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.

Il **Merval** è l'indice azionario di riferimento in Argentina.

Le società indicate come **mid-cap** generalmente hanno una capitalizzazione di mercato compresa tra 2 miliardi e 10 miliardi di dollari.

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

L'**Indice MSCI AC World** rappresenta i titoli ad alta e media capitalizzazione di 23 Paesi sviluppati e 24 Paesi emergenti.

L'**Indice MSCI Asia ex Japan** rappresenta i titoli ad alta e media capitalizzazione di 2 mercati di Paesi sviluppati su 3 (escluso il Giappone) e 8 mercati di Paesi emergenti asiatici.

L'**Indice MSCI Emerging Markets (EM) Latin America** rappresenta i titoli ad alta e media capitalizzazione di cinque Paesi dei mercati emergenti in America Latina.

L'**Indice MSCI Emerging Markets** rappresenta i titoli ad alta e media capitalizzazione di 23 Paesi dei mercati emergenti.

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

L'**Indice MSCI United Kingdom** misura la performance di circa 100 titoli ad alta e media capitalizzazione.

L'**Indice MSCI World** misura la performance dei titoli a media e alta capitalizzazione in 23 Paesi sviluppati del mondo.

Un **multiplo** è un rapporto che viene utilizzato per misurare determinati aspetti della prosperità di una società

tramite la contrapposizione di varie metriche della società e quindi la costruzione di indici indicativi.

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

L'**Indice Nasdaq Composite** è un indice azionario che comprende tutte le azioni ordinarie quotate sul NASDAQ.

Le **obbligazioni periferiche** sono titoli governativi emessi da Paesi minori dell'Eurozona, tra cui Irlanda, Portogallo, Grecia; talvolta sono incluse anche Spagna e Italia. Storicamente si parlava di "periferia" facendo riferimento alla fase di sviluppo economico, mentre oggi il termine è utilizzato per fare riferimento ai suddetti Paesi.

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

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

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.

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

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

Il **Russell 2000** è un indice composto dalle 2000 società di minori dimensioni presenti nell'indice Russell 3000, a sua volta composto da 3.000 società di ridotte e medie dimensioni quotate negli Stati Uniti.

L'**Indice S&P 500** comprende 500 principali società statunitensi che rappre-

sentano approssimativamente l'80% della capitalizzazione di mercato USA disponibile.

Un **buyout secondario** si verifica quando una società di private equity acquista una quota in una società direttamente da un'altra società di private equity.

Un **riacquisto di azioni** prevede che una società riacquisti azioni proprie.

Le società **small-cap** generalmente hanno una capitalizzazione di mercato inferiore a 2 miliardi di dollari USA.

Le **obbligazioni sovrane** sono obbligazioni emesse dagli Stati.

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

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.

Rischio di coda è il rischio che si verifichi un evento altamente improbabile.

L'**analisi tecnica** è uno strumento utilizzato da chi opera sul mercato dei capitali per fare previsioni sull'andamento futuro dei prezzi dei titoli mediante l'individuazione di schemi nei dati di mercato precedenti, come prezzi e volumi.

Il **Topix (Indice Tokyo Stock Price)** è composto da tutte le società (quasi 2000) incluse nella Prima sezione della Borsa Valori di Tokyo.

L'**Indice Trade-Weighted U.S. Dollar** misura la performance del dollaro USA rispetto ad altre valute mondiali.

I **Treasury** sono titoli di debito a inter-

esse 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).

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

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

Il **Congresso degli Stati Uniti** è l'organo legislativo del governo federale, composto da Senato e Camera dei Rappresentanti con 100 senatori e 435 deputati.

In un contesto di private equity, "**vintage**" fa in genere riferimento all'anno in cui il fondo termina o inizia a investire.

Volatilità è il grado di variazione di una serie di prezzi di negoziazione nel tempo. Può essere utilizzata come misura del rischio di un'attività finanziaria.

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

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.

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.

Note generali sui rischi

Gli investimenti sono soggetti al rischio d'investimento, che comprende oscillazioni dei mercati, variazioni del quadro normativo, eventuali ritardi nei rimborsi e perdita del flusso di reddito e del capitale investito. Il valore degli investimenti è soggetto a variazioni in aumento o in diminuzione, e gli investitori potrebbero non riuscire a recuperare in qualsiasi momento l'importo originariamente investito.

Investimenti in Paesi esteri – Tali investimenti possono riguardare Paesi politicamente o economicamente instabili. Inoltre, in caso di investimenti in titoli o altre attività finanziarie estere, le oscillazioni dei tassi di cambio incideranno sul valore degli investimenti e le eventuali restrizioni imposte per impedire la fuga di capitali potrebbero rendere difficile o impossibile cambiare o rimpatriare valuta estera.

Cambio/valute – Tali operazioni comportano molteplici rischi, inclusi il rischio valutario e il rischio di regolamento. L'instabilità economica o finanziaria, la mancanza di informazioni finanziarie tempestive o affidabili oppure gli sviluppi politici o giuridici sfavorevoli possono alterare sostanzialmente e in via permanente le condizioni, i termini, la negoziabilità o il prezzo di una valuta estera. Gli utili e le perdite conseguenti a operazioni in valuta estera risentiranno inoltre delle oscillazioni valutarie laddove sia necessario convertire la denominazione (o le denominazioni) del prodotto in un'altra valuta. A causa delle differenze di fuso orario possono intercorrere diverse ore tra un pagamento effettuato in una valuta e il pagamento in compensazione in un'altra valuta. Movimenti rilevanti delle valute durante il periodo di regolamento possono seriamente erodere i potenziali profitti o aumentare sensibilmente eventuali perdite.

Titoli a reddito fisso ad alto rendimento – Investire in obbligazioni ad alto rendimento, che tendono a essere più volatili rispetto ai titoli a reddito fisso di categoria investment grade, è un'attività speculativa. Tali obbligazioni sono influenzate dalle variazioni dei tassi di interesse e dall'affidabilità creditizia degli emittenti, inoltre l'investimento in obbligazioni ad alto rendimento pone un rischio di credito aggiuntivo, oltre a un maggiore rischio di default.

Hedge fund – L'investimento in hedge fund è speculativo e implica un elevato grado di rischio, inoltre è idoneo solo per gli "Investitori qualificati" ai sensi della definizione dell'Investment Company Act statunitense del 1940 e gli "Investitori accreditati" ai sensi della definizione inclusa nella Regola D del Securities Act del 1933. Non ci sono garanzie che l'obiettivo di investimento di un hedge fund venga raggiunto, né che agli investitori sarà restituito l'intero ammontare o una parte del proprio investimento.

Materie prime – La negoziazione di materie prime implica un sostanziale rischio di perdita. Il prezzo delle materie prime (ad es. materie prime industriali quali oro, rame e alluminio) può essere soggetto a sostanziali oscillazioni in brevi intervalli di tempo ed essere influenzato da strategie politiche e monetarie internazionali non previste. Inoltre, le valutazioni delle materie prime possono risultare esposte a tali sviluppi economici, politici o normativi avversi a livello globale. I potenziali investitori devono valutare in modo indipendente l'adeguatezza di un investimento in materie prime alla luce degli obiettivi e delle condizioni finanziarie individuali. Non tutte le collegate o controllate del Gruppo Deutsche Bank offrono materie prime o prodotti e servizi collegati alle materie prime.

L'investimento in fondi di private equity è speculativo e comporta rischi significativi di illiquidità, maggiori perdite potenziali e mancanza di trasparenza. Il contesto degli investimenti in private equity è sempre più volatile e competitivo e un investitore dovrebbe investire nel fondo solo se è in grado di sostenere una perdita totale. Considerato che vi sono restrizioni su prelievi, trasferimenti e rimborsi, e che i Fondi non sono registrati ai sensi delle leggi sui titoli di alcuna giurisdizione, un investimento nei fondi può avere carattere di illiquidità. Gli investitori dovrebbero essere disposti a sostenere i rischi finanziari dei propri investimenti per un periodo di tempo indefinito.

Subito dopo l'acquisizione o successivamente, un investimento nel settore immobiliare può non generare rendimenti positivi a causa di molteplici fattori. Gli investimenti immobiliari in sofferenza possono richiedere impegnative negoziazioni per il salvataggio e/o la ristrutturazione.

Le passività ambientali possono rappresentare un rischio, in quanto al proprietario o al gestore di una proprietà immobiliare può essere addossata la responsabilità dei costi di rimozione o bonifica di eventuali sostanze pericolose rilasciate sopra, attorno, sotto o dentro alla sua proprietà. Inoltre, se gli investimenti immobiliari sono effettuati in Paesi esteri, tali Paesi possono rivelarsi politicamente o economicamente instabili. Infine, l'esposizione alle oscillazioni dei tassi di cambio può incidere sul valore di un investimento immobiliare.

Le soluzioni strutturate non sono idonee a tutti gli investitori a causa di potenziali fattori quali illiquidità, opzionalità, tempo residuo al rimborso e profilo di remunerazione della strategia. È facoltà nostra o delle nostre collegate, ovvero dei soggetti associati a noi o a tali collegate, mantenere una posizione long o short sui titoli qui citati, o su future od opzioni collegati, acquistare o vendere tali titoli, ovvero fungere da market maker per gli stessi o partecipare a qualsiasi altra operazione che li

riguardi e percepire un compenso per l'intermediazione o altro tipo di compenso. I calcoli relativi ai rendimenti degli strumenti possono essere collegati a un indice di riferimento o tasso di interesse. In tali casi, gli investimenti possono non essere idonei per i soggetti che non hanno familiarità con tale indice o tali tassi di interesse, ovvero che non vogliono o non possano sostenere i rischi associati all'operazione. I prodotti denominati in una valuta diversa dalla valuta nazionale dell'investitore saranno soggetti a modifiche nei tassi di cambio che possono avere un impatto negativo sul valore, sul prezzo o sul ritorno d'investimento dei prodotti. Questi prodotti potrebbero non rappresentare investimenti prontamente realizzabili e non sono negoziati su alcun mercato regolamentato.

Disclaimer – EMEA

DWS è la divisione che racchiude in sé tutte le attività di asset management di DWS Group GmbH & Co. KGaA e delle società da essa controllate. DWS fornisce prodotti e servizi alla propria clientela tramite le diverse società secondo quanto di volta in volta riportato negli specifici contratti, accordi, prospetti e altri documenti rilevanti per tali prodotti o servizi.

Le informazioni contenute in questo documento non costituiscono consulenza in materia di investimenti.

Il presente documento è stato predisposto senza riferimento alcuno a eventuali requisiti e obiettivi di investimento, né alle circostanze finanziarie degli investitori. Ogni scelta di investimento deve essere preceduta da un attento esame, eventualmente svolto con l'assistenza di un consulente per gli investimenti, dell'adeguatezza degli investimenti e delle strategie descritti o forniti da DWS alla luce dei propri requisiti e obiettivi di investimento e delle circostanze finanziarie applicabili. Inoltre, le relazioni o le analisi contenute nel presente documento sono fornite esclusivamente a scopo informativo/illustrativo/divulgativo e non costituiscono offerta, consiglio o sollecitazione per la conclusione di un'operazione, né devono essere considerate come consulenza di investimento.

Le condizioni d'investimento dipenderanno esclusivamente dalle previsioni specifiche, comprese le considerazioni sui rischi, contenute nella Documentazione di offerta. Durante la fase decisionale, si invita a fare riferimento alla documentazione finale relativa all'operazione e non alla sintesi contenuta nel presente documento.

Gli investimenti sono soggetti a diversi rischi, tra i quali oscillazioni dei mercati, variazioni del quadro normativo, eventuali ritardi nei rimborsi e perdita del flusso di reddito e del capitale investito. Il valore degli investimenti è soggetto a variazioni in aumento o in diminuzione, e gli investitori potrebbero non riuscire a recuperare in qualsiasi momento l'importo originariamente investito. Sono inoltre possibili sostanziali oscillazioni del valore dell'investimento anche nell'arco di brevi periodi.

La presente pubblicazione contiene dichiarazioni previsionali. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. Le dichiarazioni previsionali includono, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, ipotesi, stime, proiezioni, opinioni, modelli e analisi ipotetiche della performance e si basano su importanti elementi soggettivi di analisi e di giudizio. Eventuali modifiche a tali dichiarazioni e/o la considerazione di fattori diversi o supplementari potrebbero avere un impatto rilevante sui risultati indicati. Pertanto, i risultati effettivi possono variare, talora sensibilmente, rispetto ai risultati indicati nel presente documento. Deutsche Asset Management Investment GmbH non fornisce dichiarazioni o garanzie in merito alla ragionevolezza o completezza di tali dichiarazioni previsionali, né di qualsiasi altra informazione finanziaria contenuta nel presente documento.

Il presente documento non può essere riprodotto o diffuso senza preventiva autorizzazione scritta. La diffusione e la distribuzione del presente documento possono essere soggette a restrizioni giuridiche o normative in taluni Paesi, compresi gli Stati Uniti.

Deutsche Asset Management Investment GmbH non fornisce consulenza fiscale o legale.

Tutte le opinioni ivi espresse rispecchiano l'attuale valutazione di Deutsche Asset Management Investment GmbH e possono subire modifiche senza preavviso.

Il documento non può essere distribuito in Canada, Giappone, USA o ad alcun cittadino U.S.

© Deutsche Asset Management Investment GmbH. Dati al 19/07/2018. Tutti i diritti sono riservati. Non sono autorizzate ulteriori modalità di distribuzione senza il preventivo consenso scritto dell'Editore.

Editore: Deutsche Asset Management Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Germania

Traduzione a cura di Deutsche Asset Management International GmbH – Milan Branch, via Filippo Turati 25/27 – 20121 Milano, Italia.

CRC 059028 (07/2018)

