



PERSPECTIVES

Special

Maggio 2025

Strategic Asset Allocation
Robustezza in un contesto di incertezza



Agenda

Autori:

Christian Nolting
Global Chief Investment
Officer

Olaf Scherf
Global Head Risk Return
Engineering

Rita Mayer-Sommer
Head Engineering, Risk
Return Engineering

01 Strategic asset allocation (SAA): anticipare il futuro

- I driver principali della performance di portafoglio
- L'assenza di una soluzione universale
- Anticipare il futuro
- Ottimizzazione di portafoglio: conciliare teoria e pratica
- Che cosa significa un processo di investimento robusto per un investitore?
- Comprendere la natura dell'incertezza
- L'evoluzione della SAA

02 Strategie per complementare la SAA

- Integrare SAA con la Tactical Asset Allocation (TAA)
- Incorporare una copertura sistematica
- Miglioramento continuo tramite controlli di qualità

03 Conclusione

Please use the QR code
to access a selection of other
Deutsche Bank CIO reports
www.deutschewealth.com.



In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



La sfida dell'incertezza

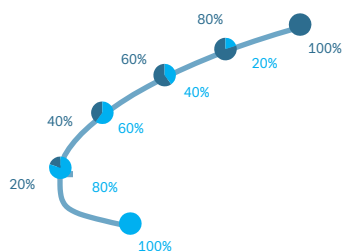
L'approccio tradizionale è una soluzione valida soltanto se tutti i parametri si comportano come da attese, che è improbabile.

L'efficienza come punto di partenza

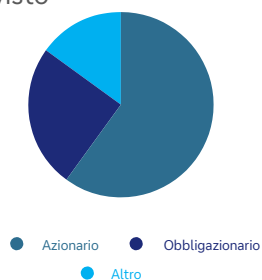
L'approccio tradizionale alla strategic asset allocation (SAA) si fonda sulla stima dei parametri per ciascuna asset class

- Rendimenti
- Volatilità
- Correlazioni

Poi calcola quali combinazioni di asset class offrono il rendimento più elevato per un determinato livello di rischio



Seleziona un SAA iniziale con il corretto livello di rischio e rendimento previsto

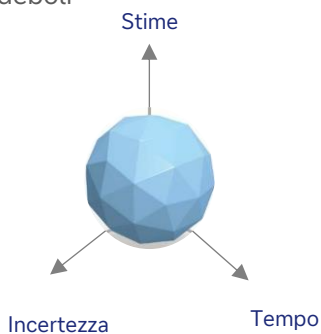


Alcuni di questi parametri sono più prevedibili di altri

90%*
della variabilità delle performance deriva dalla SAA



Vogliamo affidarci maggiormente a quelle assunzioni su cui abbiamo un alto grado di certezza ed evitare allocazioni forti su quelle assunzioni più deboli

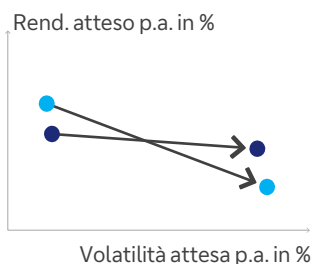


Quattro passi per un'ottimizzazione robusta della SAA

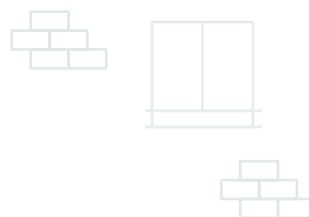
Focus sulla robustezza

Una metodologia più robusta alla SAA prevede di comprendere le caratteristiche di ogni parametro e come esse influenzano il processo di ottimizzazione del portafoglio.

- Rende la SAA meno sensibile ai parametri meno prevedibili
- Evita un'ottimizzazione non equilibrata basata su ipotesi incerte
- Diminuisce il rischio di risultati negativi se i parametri si allontanano dalle ipotesi iniziali



- Costruzione robusta di portafoglio
- Costruzione di portafoglio tradizionale



1. Elaborare previsioni riconoscendo esplicitamente i loro limiti

2. Chiarire ciò che si conosce meglio e ciò che si conosce meno bene

3. Comprendere come diversi risultati possono influenzare i portafogli

4. Priorità alla robustezza vs. l'efficienza: meglio resilienza che un rendimento ottimizzato

* Vedasi per esempio Gary P. Brinson, L. Randolph Hood and Gilbert L. Beebower: Determinants of Portfolio Performance: Financial Analysts Journal, Gennaio-Febbraio 1995.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



Introduzione

Tutti noi viviamo sotto condizioni di incertezza, con una conoscenza imperfetta di ciò che ci aspetta.

Questo vale sicuramente per gli investitori, che hanno il diritto di essere scettici di fronte a qualsiasi approccio di investimento che pretende di conoscere il futuro nel dettaglio. Si tratta di una questione di probabilità.

L'asset allocation strategica (in inglese Strategic Asset Allocation¹, SAA) può rappresentare circa il 90%² della variabilità dei rendimenti a lungo termine di un portafoglio. Ma al contrario della percezione comune, una SAA efficace non pretende di avere una conoscenza perfetta dei rendimenti futuri delle asset class. In realtà, mira a fornire per un investitore un "insieme di opportunità"³ ottimale dalle potenziale rendimento finanziario ("ottimale" qui si riferisce alla massimizzazione delle aspettative di rendimento in base alla tolleranza al rischio dell'investitore, ossia cercare il massimo rendimento possibile corretto per il rischio).

Per questo motivo, una SAA deve affrontare il problema dell'incertezza: diversi tipi di incertezza avranno implicazioni diverse per i portafogli e dobbiamo identificare dove abbiamo conoscenze utili e dove ne abbiamo meno. L'incertezza non può essere ignorata.

L'asset allocation strategica deve considerare l'incertezza – non ignorarla

La SAA è fondamentale per ottenere dei rendimenti di portafoglio sostenibili, ma non è l'unico elemento. Se il passo chiave iniziale è costruire un processo di ottimizzazione della SAA robusto, come descritto nella Sezione 1, questo può essere integrato con ulteriori tecniche di gestione del portafoglio. Di questo ne parliamo nella Sezione 2. Potrebbe essere utile leggere la nostra pubblicazione, [Asset Allocation per clienti privati](#), dove discutiamo alcuni aspetti pratici e le implicazioni di perseguire un'asset allocation appropriata per gli investitori individuali.

In questa pubblicazione ci concentriamo sull'asset allocazione strategica per le classi di attivo liquide. La maggior parte degli investitori, tuttavia, ha una notevole esposizione a classi di attività alternative, che sono tipicamente meno liquide e negoziate sui mercati privati. Discuteremo le implicazioni dell'inclusione degli attivi privati in una pubblicazione successiva.

Una costruzione di portafoglio adeguata è spesso concepita come rilevante per gli investitori multi-asset, ma meno per quelli focalizzati sulle azioni. Non crediamo che sia così – nelle pagine seguenti sottolineiamo l'importanza della costruzione di portafoglio per ogni investitore.

Gestiamo portafogli multi-asset da molti anni (dal 1968) e il nostro processo di investimento si è evoluto nel tempo per riflettere il panorama finanziario in continua evoluzione. Due fattori sono diventati rilevanti negli ultimi anni: il contesto attuale di inflazione elevata e persistente con la prospettiva di tassi volatili sottolinea la necessità della SAA, e l'incertezza (nelle sue varie forme) deve essere affrontata esplicitamente in qualsiasi SAA, in modo da fornire sistematicamente una performance relativa solida in tutte le fasi di mercato, sia positive che negative – e questo è centrale nel nostro processo di investimento.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



01

Asset allocation strategica: anticipare il futuro

I driver fattori della performance di portafoglio

L'asset allocation strategica può essere definita come l'allocazione di lungo termine del portafoglio di un investitore tra i diversi attivi di rischio – azioni, obbligazioni, investimenti alternativi, liquidità ed esposizione alle valute (FX). Il suo obiettivo è di ottenere il maggiore rendimento complessivo di lungo termine dato un insieme di preferenze dell'investitore che includerà vari aspetti della sua tolleranza al rischio. Questo viene perseguito cercando la combinazione ottimale (ossia la ponderazione) di attività finanziarie in un portafoglio.

Può sembrare un esercizio astratto, ma l'asset allocation strategica può avere implicazioni profonde – positive o negative – per i portafogli. Diversi studi in merito spesso citati mostrano che in media circa il 90% della variabilità dei rendimenti di lungo termine di un portafoglio può essere spiegato dall'allocazione strategica⁴ (fonti alternative di rendimento, come il timing di mercato e la selezione di singoli titoli, sono meno rilevanti a lungo termine). Quindi avere una SAA appropriata è cruciale per una partecipazione al mercato affidabile nel lungo termine.

Figura 1: La motivazione per cui abbiamo diverse SAA



Fonte: Deutsche Bank AG. Dati ad aprile 2025.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



L'assenza di una soluzione universale

È importante chiarire che non esiste un'asset allocation strategica universale. Le ragioni sono molteplici. Com'è ben noto, gli investitori hanno obiettivi diversi e caratteristiche comportamentali differenti, che si riflettono in molteplici preferenze d'investimento – in particolare per quanto riguarda la tolleranza al rischio, in tutte le sue formulazioni⁵. Per questo motivo molte strategie d'investimento vengono proposte in versioni differenti: le più comuni sono chiamate come “reddito”, “bilanciata”, “crescita” e così via, a seconda del livello di rischio – con allocazioni di investimento distinte per ciascuna strategia.

Ma le differenze che distinguono gli investitori non si limitano alle preferenze in materia di investimento: essi, infatti, partono anche da contesti di riferimento diversi. Gli investitori hanno accesso ad un complesso di asset class investibili piuttosto differenti a seconda dell'area geografica di appartenenza (si pensi, ad esempio, al ruolo dei titoli di Stato statunitensi – U.S. Treasury – o dei Bund tedeschi, oppure alle restrizioni sugli investimenti diretti in alcuni mercati azionari emergenti). Le preferenze d'investimento possono anche essere influenzate da considerazioni fiscali, che variano da paese a paese. Infine – un aspetto cruciale – gli investitori devono scegliere la valuta di riferimento del proprio portafoglio, in cui valutano i rischi e misurano i rendimenti. Questo implica che debbano tenere conto delle potenziali implicazioni derivanti da un fattore di rischio specifico, ossia l'esposizione valutaria. Queste differenze sono illustrate nella Figura 1. Per queste motivazioni, quindi, sono necessarie allocazioni strategiche diverse a seconda dell'area geografica dell'investitore.

Anticipare il futuro

L'asset allocation strategica (Strategic Asset Allocation, SAA) ha l'obiettivo di generare il migliore rendimento possibile per un determinato livello di rischio (o un vincolo specifico). Per fare ciò, è necessario ipotizzare ciò che potrebbe accadere lungo l'orizzonte temporale previsto per l'investimento (ad esempio, 10 anni). Anche nel caso di una valutazione puramente teorica, è indispensabile formulare numerose ipotesi su tre parametri fondamentali:

1. il rendimento atteso⁶ di ciascuna asset class inclusa nel portafoglio;
2. la volatilità attesa⁷ di ciascuna asset class;
3. le correlazioni attese⁸ tra le asset class (ossia, come si muove ogni asset class rispetto all'altra).

Se questi parametri fossero precisi e affidabili, gli investitori potrebbero ottimizzare i propri portafogli utilizzando alcune tecniche di allocazione ben note, tra cui, ad esempio, quelle basate sulla “frontiera efficiente” (Box 2, pagina 8).

Ma quanto è realistico prevedere questi parametri con precisione – rendimenti, volatilità e correlazioni? La risposta è che, utilizzando le nostre ipotesi sui rendimenti di lungo periodo delle diverse asset class (Riquadro 1), è possibile costruire un quadro iniziale relativamente realistico che funge da punto di partenza per la discussione dell'allocazione strategica. Successivamente, questo quadro viene sviluppato tenendo conto dell'incertezza associata alle nostre ipotesi.

Box 1: La stima dei rendimenti di lungo periodo delle asset class

I rendimenti futuri delle asset class non sono prevedibili con esattezza. Ma delle ipotesi generali sui loro rendimenti di lungo periodo devono guidare le decisioni di investimento. Numerosi fattori influenzano tali aspettative e le modalità con cui vengono integrate dalla SAA si basano sempre più su un'analisi rischio/rendimento articolata – che considera sia possibili cambiamenti strutturali tra le asset class, sia le aspettative di mercato correnti.

In questo modo è possibile stimare i rendimenti attesi su un orizzonte temporale di lungo periodo (ad esempio 10 anni) per un'ampia gamma di sotto-asset class e per aree geografiche rilevanti per il processo di allocazione strategica. Per consultare le nostre ipotesi sui rendimenti attesi si legga [Long Term Capital Market Assumptions 2025–2034](#).

Le nostre previsioni di lungo periodo sui rendimenti obbligazionari, ad esempio, si basano su due approcci distinti. Prima analizziamo la curva dei rendimenti corrente per ogni mercato

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



(rendimenti in funzione della scadenza); poi i rendimenti frutto di questa analisi – le nostre “aspettative iniziali” – vengono affinati, ad esempio per tenere conto di variazioni del merito creditizio (upgrade/downgrade) e di eventuali default. Questo approccio “di equilibrio” è integrato da un’ipotesi basata sulle aspettative, in cui si considerano le previsioni dei mercati finanziari.

La Figura 2 illustra i tre pilastri principali – reddito, crescita e valutazioni – e i rispettivi fattori di input, generalmente utilizzati per stimare le ipotesi di rendimento atteso per azioni, obbligazioni e materie prime.

Figura 2: Le determinanti dei risultati di lungo periodo per asset class

Asset Class	Reddito		Crescita		Valutazioni		
Azionario	Dividend yield	Riacquisto di azioni proprie (buyback)	Inflazione	Crescita utili	Aggiustamento delle valutazioni		
Obbligazionario	Aspettativa di rendimento a lungo termine (incluso rischio di reinvestimento)		Rendimento “roll-down” (effetto pull-to-par)		Modifiche valutazioni	Merito creditizio	Default
Materie prime	Rendimento del collaterale		Inflazione	Rendimento “rolling” (rischio di reinvestimento)	Aggiustamento delle valutazioni		

Fonte: DWS, Deutsche Bank AG.

Ottimizzazione di portafoglio: conciliare teoria e pratica

Anche se le ipotesi di lungo periodo su questi parametri costituiscono un quadro di riferimento utile iniziale, non possiamo conoscere con certezza i rendimenti, la volatilità e le correlazioni future di alcuna asset class. Questo non dovrebbe sorprendere. Come osservato nell’introduzione, tutti noi – in ambito finanziario e non – operiamo in condizioni di incertezza e abbiamo una conoscenza imperfetta di ciò che ci riserverà il futuro.

La storia però ci insegna anche che ignorare l’incertezza insita nelle ipotesi alla base dell’allocazione di portafoglio può comportare dei rischi significativi. Anche con lievi scostamenti delle stime iniziali di rendimento, di volatilità e di correlazione i risultati effettivi possono generare portafogli “ottimali” molto distanti da quelli presunti e quindi esiti sub-ottimali qualora le previsioni non si realizzino.

Per affrontare queste sfide, si possono considerare due approcci:

Una soluzione è semplificare i modelli di ottimizzazione del portafoglio, basandoli su un numero limitato di parametri definiti da ipotesi specifiche e precise; e integrare tali modelli con metodi euristici, al fine di ridurre la vulnerabilità legata ad un’ottimizzazione fondata soltanto sulle ipotesi formulate (ad esempio, vincoli di portafoglio, approccio risk-parity, portafoglio ponderato per capitalizzazione di mercato).

In alternativa, è possibile studiare la natura dell’incertezza e affrontarla esplicitamente nel processo d’investimento. L’obiettivo, in questo caso, è includere l’incertezza in modo consapevole, piuttosto che accettarne gli effetti senza averli considerati in anticipo.

L’esperienza sottolinea che la semplificazione può portare a risultati inattesi. Variazioni anche minime tra le aspettative e i risultati reali (ad esempio, circa le correlazioni) possono causare differenze significative nelle allocazioni. Gli scostamenti rispetto alle previsioni, inoltre, non si limitano all’entità ma possono manifestarsi anche in termini di direzione delle asset class, con impatti notevoli per gli investitori. L’incertezza delle previsioni, quindi, deve essere considerata.

Crediamo che l’allocazione strategica debba essere integrata con il secondo approccio che comprende la natura dell’incertezza e la affronta nel processo d’investimento. Questo deve avvenire come parte integrante del processo, e non come un’aggiunta marginale.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell’Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell’inflazione. L’inflazione avrà un impatto negativo sul potere d’acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell’attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell’investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c’è la possibilità di non recuperare l’importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



Box 2: Ottimizzazione di portafoglio – approcci di semplificazione

Negli ultimi sessant'anni, l'asset allocation è stata legata al concetto di “frontiera efficiente”⁹ – l'insieme di portafogli che, in teoria, offrono il rendimento medio più elevato per un determinato livello di rischio. Ma i rendimenti attesi sono difficili da prevedere nella realtà, per cui questo approccio è stato integrato con il concetto di portafoglio di mercato globale¹⁰, ponderato in base alla capitalizzazione di mercato complessiva delle singole asset class (ad esempio, nel modello di Black-Litterman). Questo punto di partenza è retrospettivo per costruzione, poiché si basa sull'ipotesi di rendimenti storici stabili. Per questo motivo viene pertanto integrato con le aspettative future dei singoli investitori.

Nonostante la longevità e la semplicità di questi concetti, il portafoglio di mercato non è semplice da definire. È necessario stabilire quali asset class includere e quali escludere per motivi di accessibilità o liquidità (una prima forma di semplificazione) e la dimensione relativa delle asset class varia nel tempo, man mano che la loro rilevanza aumenta o diminuisce. Come detto, inoltre, gli investitori devono anche confrontarsi con vincoli e preferenze individuali che possono rendere sub-ottimale – o addirittura impraticabile – l'investimento in un portafoglio di mercato.

Ma pur con queste limitazioni, il concetto di “frontiera efficiente” può essere adottato come punto di partenza in cui le informazioni rilevanti e le ipotesi sulle asset class vengono considerate in maniera sistematica. Da qui, è possibile adottare diversi approcci per affrontare la sfida dell'incertezza nelle ipotesi. Ad esempio, se si pensa che i rendimenti non siano prevedibili (la prima criticità evidenziata), ma si ha fiducia nelle ipotesi sul rischio, si può adottare un approccio di “risk-parity”, che mira a modulare l'esposizione alle diverse asset class in modo da ottenere contributi di rischio simili. Oppure, se non si è in grado di formulare alcuna ipotesi sul futuro – incluse correlazioni e volatilità (le altre due criticità previsionali) – si può ricorrere al principio della diversificazione ingenua (in inglese naïve diversification) che mira a mettere da parte tali parametri.

È fondamentale non trattare l'incertezza delle ipotesi in maniera binaria: non si tratta di sapere tutto con esattezza o di non sapere nulla e di rinunciare del tutto all'uso di tali parametri per la costruzione di portafoglio. Per una modellizzazione efficace è necessario valutare in maniera approfondita la natura e l'entità dell'incertezza. Non possiamo evitare questo passaggio se vogliamo evitare di ricorrere a modelli troppo semplici e inadeguati alla complessità dei mercati.

È necessario comprendere meglio come l'incertezza delle previsioni influenzi le variabili in gioco ed essere il più possibile espliciti riguardo alle aree in cui la nostra fiducia è limitata – evitando così di assumere posizioni forti basate su ipotesi deboli. Pensiamo che questo approccio permette una costruzione di portafoglio più solida rispetto a quelli che affrontano l'incertezza solo tramite metodi euristici o valutazioni qualitative, senza la trasparenza analitica offerta da una differenziazione quantitativa esplicita tra previsioni più o meno affidabili.

L'inclusione dell'incertezza come parametro del processo d'investimento consente di formulare giudizi più informati e coerenti sul seguente trade-off dell'investitore: l'equilibrio tra la ricerca dell'“efficienza d'investimento” (cioè massimizzare il rendimento atteso per un dato livello di rischio – assumendo che le ipotesi di mercato siano corrette) e il desiderio di “robustezza” (cioè minimizzare l'impatto negativo sui rendimenti futuri di diversi portafogli che a priori hanno rischi stimati simili ma che – a posteriori – si rivelano diversi nel caso in cui le nostre assunzioni si rivelano scorrette).

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



Che cosa significa un processo di investimento robusto per un investitore?

Sintetizziamo sei aspetti chiave del processo di ottimizzazione che adottiamo per definire la nostra asset allocation strategica (SAA). Questi elementi, considerati congiuntamente, ci permettono di perseguire un approccio d'investimento resiliente, in grado di garantire una solida partecipazione ai mercati in tutte le fasi del ciclo.

1. **Prendere decisioni robuste – evitare scelte forti basate su ipotesi deboli**
Ogni decisione si fonda su delle assunzioni che possono rivelarsi scorrette. Un processo di investimento robusto riduce sistematicamente l'impatto negativo di ipotesi incerte nel raggiungimento dei propri obiettivi.
2. **Considerare l'incertezza delle previsioni**
Teniamo in considerazione in maniera esplicita il livello di incertezza associato a ciascun parametro (rendimenti, volatilità e correlazioni).
3. **Ottimizzare i risultati in presenza di ipotesi errate**
Miriamo a costruire il portafoglio che limiti al massimo la perdita nel caso in cui i risultati di mercato sono in maniera sfavorevole diversi dalle nostre ipotesi
4. **Trade off tra l'efficienza e la robustezza del portafoglio**
Le allocazioni efficienti forniscono il migliore rendimento atteso migliore per determinate ipotesi, ma la loro affidabilità è bassa. Una maggiore robustezza del portafoglio giustifica una minore efficienza, ossia risultati migliori nel caso in cui le assunzioni si rivelano scorrette senza uno svantaggio significativo se le ipotesi si rivelano corrette.
5. **Maggiore robustezza NON significa evitare i rischi**
I concetti di robustezza e mitigazione del rischio non devono essere confusi. Per un dato livello di rischio intendiamo costruire l'allocazione più robusta.
6. **Miriamo ad ottenere solidi risultati che siano durevoli, non i migliori per un singolo anno**
Un'allocazione robusta difficilmente genererà il risultato più elevato in un singolo anno, ma è concepita per offrire una performance solida nel tempo.

Comprendere la natura dell'incertezza

L'incertezza consiste nella conoscenza incompleta circa gli eventi futuri. Rispetto a quando l'incertezza è bassa, se l'incertezza è elevata ci si aspetta un range più ampio di possibili valori per i parametri, ognuno con una probabilità relativamente elevata.

Nel nostro processo di investimento robusto costruiamo delle distribuzioni di probabilità per ciascuna ipotesi del parametro. Combiniamo i dati storici del parametro, l'ipotesi corrente, l'incertezza associata a tale ipotesi e i vincoli del parametro¹² al fine di stimare la distribuzione di probabilità del parametro stesso. A differenza dell'approccio tradizionale, che utilizza stime puntuali dei parametri, nel nostro processo di ottimizzazione robusta entrano queste stime sulle distribuzioni di probabilità.

Di conseguenza, includendo le distribuzioni di probabilità per ogni stima di rendimento, volatilità e correlazione, il nostro processo di ottimizzazione gestisce una mole di dati significativa (ad esempio, un processo di ottimizzazione che coinvolge 14 asset class distinte utilizzerà le distribuzioni di probabilità per 119 ipotesi parametriche: 14 rendimenti, 14 volatilità e 91 correlazioni per ciascuna coppia di asset class).

Uno dei principali vantaggi è la possibilità di focalizzarsi sulla robustezza come fattore chiave nell'allocazione degli attivi. È fondamentale comprendere come l'intervallo di valori potenziali di un parametro (ad esempio, una diversa ipotesi sul valore del parametro o sull'incertezza associata) possa influenzare l'allocazione. Tramite la nostra analisi siamo in grado di rilevare se variazioni nelle ipotesi possono determinare cambiamenti significativi nella struttura del portafoglio ottimale e robusto. Un esito simile può indicare una fragilità: una scelta forte basata su un'ipotesi debole – una situazione che vogliamo evitare. L'ottimizzazione robusta è uno strumento versatile per individuare e aggirare la fragilità della costruzione di portafoglio.

Questa trasparenza si applica anche al trade-off tra robustezza ed efficienza. In ogni decisione gli investitori cercano di bilanciare le proprie scelte: quanto vogliono puntare con fiducia sulla validità delle loro ipotesi, e quindi cercare di massimizzare il rendimento atteso nel caso in cui esse si rivelino esatte? Quanto scetticismo vogliono incorporare nella traduzione delle ipotesi

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



in allocazioni, per garantirsi una certa resilienza in caso di eventi imprevisi? Fiducia e scetticismo comportano entrambi vantaggi e svantaggi che sono complementari ma, in modo interessante, il loro compromesso non è simmetrico.

Infatti, è possibile costruire dei portafogli con un grado di robustezza di molto superiore rispetto al portafoglio più efficiente – quello che assume che tutte le ipotesi siano perfettamente corrette – risultando al contempo solo lievemente meno efficienti. L'investimento robusto – secondo la nostra interpretazione – non mira semplicemente a massimizzare la robustezza, ma è chiaro sul compromesso tra robustezza ed efficienza, supportando decisioni di investimento consapevoli. Questo approccio consente di creare dei portafogli con benefici quasi equivalenti a quelli del portafoglio efficiente quando i mercati si comportano come da attese ma che hanno una resilienza significativamente maggiore quando ciò non accade.

In sintesi: nel lungo periodo, è fondamentale compiere scelte consapevoli e coerenti sul compromesso tra robustezza ed efficienza. All'interno di tale processo decisionale, consideriamo tutte le informazioni disponibili sui parametri dei mercati finanziari (che confluiscono nella nostra visione di mercato), ma stimiamo anche il grado di incertezza associato a ciascun parametro. Attraverso un processo di ottimizzazione sofisticato, utilizziamo queste informazioni per strutturare un'asset allocation strategica (SAA) che non dipenda eccessivamente dai parametri più incerti, pur mantenendo l'esposizione al potenziale di rialzo dei mercati qualora le nostre previsioni risultino corrette. La trasparenza del nostro processo di investimento robusto rappresenta un contributo essenziale al successo di lungo termine dei nostri investitori, permettendo loro di "mantenere la rotta" in qualsiasi contesto di mercato.

L'evoluzione della SAA

Un ultimo punto importante da sottolineare riguardo alla SAA è il seguente: sebbene una SAA sia concepita per essere mantenuta nel lungo periodo, essa può evolversi nel tempo. Le asset class cambiano in termini di rilevanza relativa e di composizione e il nostro modello di SAA deve riflettere tali cambiamenti. Per questo motivo, rivediamo regolarmente la nostra SAA.

Ad esempio, l'entità eccezionale delle correzioni osservate nel 2022 sui prezzi dei vari segmenti del mercato obbligazionario (in particolare nei titoli di Stato) – scaturite dopo gli aumenti dei tassi d'interesse molto rapidi per contrastare le pressioni sull'inflazione dovute al conflitto geopolitico della guerra in Ucraina – ha indotto una revisione delle nostre ipotesi di modellizzazione del rischio. L'esposizione alla duration nelle nostre SAA è stata ridotta, al fine di riflettere la nuova ricalibrazione nelle stime di rischio di ribasso per questo mercato.

Box 3: Considerate le incertezze e alla luce del successo degli ETF, non è meglio per un investitore perseguire un'allocazione basata sulle capitalizzazioni di mercato piuttosto che la SAA?

Le risposte sono direttamente collegate a considerazioni sulla robustezza del portafoglio e possono essere sintetizzate come segue:

- Molti investitori utilizzano l'indice MSCI All Country World come benchmark perché si sentono a proprio agio nel seguire un processo di investimento basato sulla ponderazione per capitalizzazione. Trovano conferma nell'approccio adottato dalla maggior parte degli operatori.
- Un approccio basato sulla capitalizzazione di mercato, però, adotta una prospettiva storica e alloca il budget di rischio in quei segmenti che hanno avuto buone performance passate. Ciò contribuisce all'accumulo di valutazioni eccessive, che a loro volta possono alimentare e accelerare le correzioni di mercato.
- Gli investitori in USD ottengono un beneficio di diversificazione inferiore dall'aggiunta di esposizione in EUR rispetto a quanto gli investitori in EUR ottengano aggiungendo esposizione in USD. In generale, per gli investitori in USD, lo Yen giapponese e, in parte, il Franco svizzero tendono a essere valute rifugio, mentre per gli investitori in EUR una delle principali valute rifugio è proprio il USD.
- Pertanto, gli investitori in USD hanno incentivi limitati ad aumentare l'esposizione in EUR. Questo può essere uno dei fattori che contribuiscono alla bassa allocazione verso le azioni denominate in EUR, ad esempio, all'interno dell'indice MSCI All Country World.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



- Seguire l'allocazione degli indici di mercato ponderati per capitalizzazione può comportare uno svantaggio in termini di rischio-rendimento:
 - Assumere la continuazione dei trend di performance passati equivale a fare una scommessa forte su un'ipotesi debole, che può portare alla costruzione di portafogli concentrati
 - Un'esposizione valutaria estera eccessiva aggiunge un rischio aggiuntivo non giustificato da un adeguato premio in termini di rendimento atteso.
 - La differenza di performance tra gli indici di mercato in USD e in EUR è sempre più determinata da poche aziende molto dominanti, che comportano un rischio idiosincratico significativo (non diversificabile) e rappresentano quindi un fattore di fragilità.
- In sintesi, precisiamo che un approccio basato sulla ponderazione di mercato non è privo di assunzioni – esse sono semplicemente implicite, piuttosto che esplicite. L'obiettivo di un approccio robusto è ottenere, a parità di rischio, un portafoglio il più possibile resiliente in condizioni avverse (cioè in contesti di mercato che si discostano dalle ipotesi di base dell'investitore), pur mentendo il profilo di rendimento atteso più simile a quello che si sarebbe ottenuto se le ipotesi fossero perfettamente corrette.

Figura 3: La creazione delle SAA



Fonte: Deutsche Bank AG. Dati ad Aprile 2025.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



02

Strategie per complementare la SAA

Integrare SAA con la Tactical Asset Allocation (TAA)

Come già evidenziato, scegliere un'adeguata asset allocation strategica è fondamentale per il successo di lungo termine; essa può spiegare oltre il 90% della variabilità della performance complessiva di un portafoglio. La SAA è concepita per essere strutturata con un orizzonte di lungo periodo e deve essere personalizzata in base ai diversi livelli di tolleranza al rischio, esigenze valutarie, bias geografici e altri vincoli o necessità specifiche dell'investitore.

La SAA rappresenta il fulcro del nostro processo di asset allocation e riflette la nostra più adeguata visione del futuro. Tuttavia, talvolta può rendersi necessario modificare temporaneamente i pesi degli attivi del portafoglio per riflettere alcuni sviluppi di breve termine del mercato. Questo approccio è definito asset allocation tattica (Tactical Asset Allocation, TAA)¹³ e riguarda tipicamente decisioni di investimento con un orizzonte temporale di 1-3 mesi o talvolta più esteso. La TAA non va confusa con idee di trading di brevissimo termine. Le opinioni TAA non rappresentano previsioni di lungo periodo su rendimenti e rischi, ma riflettono una valutazione di breve termine sulla direzione dei mercati e delle asset class. Di conseguenza, la valutazione delle opzioni di TAA richiede una combinazione diversa di analisi qualitativa e quantitativa.

Per la TAA, adottiamo un approccio basato su tre pilastri. Prima di tutto, raccogliamo in modo indipendente le opinioni dei nostri esperti interni su possibili modifiche alla TAA. Questo ci consente di integrare le competenze su più dimensioni – geografiche, per asset class o funzionali. Successivamente, analizziamo in modo strutturato una serie di indicatori economici e di mercato per identificare le dinamiche e le tendenze future per ciascuna asset class. Fattori macroeconomici, valutazioni e analisi tecnica¹⁴ sono tutti oggetto di approfondimento. Infine, valutiamo i possibili scenari di rischio: abbiamo dei modelli sul contesto macroeconomico, sulle “sorprese” nei dati (rispetto alle attese), sulla percezione del rischio e, in maniera distintiva, su un indicatore di “regime” che ci segnala potenziali cambiamenti strutturali nel contesto di investimento.

Questi tre pilastri vengono aggregati per definire le modifiche alla TAA da implementare nei singoli portafogli (ad esempio, sovrappesare o sottopesare una determinata asset class o sotto-asset class, eventualmente puntando su una selezione di titoli). Nella pratica, tali posizionamenti tattici possono essere mantenuti nei portafogli per diversi mesi o più.

Incorporare una copertura sistematica

Esiste un ulteriore approccio complementare per aumentare la robustezza dei portafogli – ovvero per migliorare il trade-off tra rendimento atteso e rischio di ribasso. È possibile strutturare un processo sistematico di copertura (hedging) efficiente in termini di costi, che consente un aumento dell'allocazione verso gli attivi a più alto rendimento ma mantenendo invariato il rischio di ribasso.

Per questo, si torna alla sfida di stimare le probabilità dei rendimenti futuri e utilizzarle per controllare meglio i rischi strutturali insiti nelle strategie di investimento. I modelli di mercato che simulano i possibili rendimenti futuri di portafoglio devono catturare caratteristiche rilevanti dei mercati, come le cosiddette “fat-tails” (ovvero la frequenza di eventi estremi, sia negativi che positivi) e il comportamento instabile delle correlazioni tra asset class.

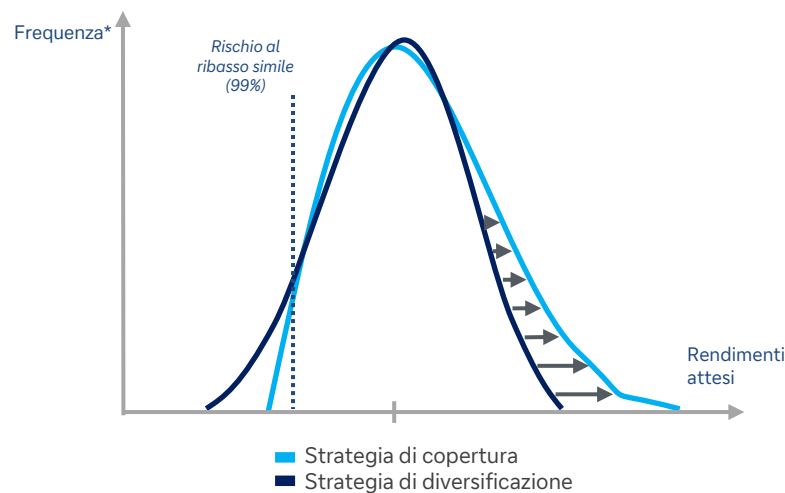
Le strategie di copertura offrono ulteriori opportunità, in particolare per gli investitori con orizzonti temporali di lungo periodo. Ad esempio, una copertura sistematica efficiente – progettata attraverso un approccio di “ingegneria tra rischio-rendimento” – può consentire agli investitori di aumentare in modo significativo l'esposizione azionaria all'interno di un portafoglio, mantenendo un rischio di perdita comparabile in caso di forti ribassi di mercato.

Nel contesto attuale, caratterizzato da forti pressioni inflazionistiche che richiedono un'adeguata esposizione ad attivi reali e da fasi prolungate di bassa volatilità implicita e realizzata sui mercati azionari, questo approccio può risultare particolarmente interessante.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



Figura 4: Adottare coperture per migliorare i rendimenti attesi futuri



Fonte: Deutsche Bank AG. Dati ad aprile 2025.

* Scala logaritmica: solo a scopo illustrativo. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni o gli obiettivi saranno effettivamente raggiunti.

Miglioramento continuo tramite controlli di qualità

Al di là della performance complessiva dei portafogli, è fondamentale misurare i risultati e le implicazioni delle decisioni di asset allocation tattica (TAA). È importante valutare gli esiti delle decisioni di allocazione precedenti, così come i potenziali rischi associati alle modifiche attualmente in esame dell'allocazione: tali modifiche possono, talvolta in modo non intenzionale, concentrare il rischio su specifiche asset class.

Disponiamo di una funzione indipendente di Investment Quality Management (IQM), separata dal processo di investimento, incaricata di monitorare la performance e i processi sia a livello regionale che a livello di singoli portafogli.

La trasparenza è un elemento chiave in tutte le fasi del processo di investimento e consente di individuare, correggere o sostituire le componenti che non funzionano (siano esse modelli o persone). In parte, ciò può essere paragonato ad un problema di ingegneria civile, in cui si analizzano i punti di supporto e le sollecitazioni in strutture complesse; in altri casi, può assomigliare di più ad un processo di evoluzione biologica, da cui trarre insegnamenti. Le relazioni di mercato cambiano nel tempo e qualsiasi allocazione degli attivi – come un organismo vivente – deve adattarsi per affrontare tali cambiamenti.

L'obiettivo è creare un circolo virtuoso di feedback, che consenta di intercettare e risolvere eventuali criticità e di favorire un apprendimento costante. Questo principio vale per tutti i soggetti coinvolti nel processo di investimento, dai responsabili delle decisioni di SAA iniziali fino a ogni altro attore coinvolto nel processo operativo.



03

Conclusione

L'asset allocation strategica (SAA) rappresenta la pietra miliare di qualsiasi processo di investimento che ha l'obiettivo di generare performance sostenibili nel tempo. In sostanza, essa consiste nella definizione dell'insieme ottimale di opportunità ("opportunity set"³) di attivi investibili per un investitore. In questo contesto, "opportunity set" fa riferimento ad una visione sul futuro che, per sua natura, è imprecisa e incerta.

Tuttavia, la mancanza di conoscenza completa sul futuro aumenta la necessità di una SAA che sia efficace, anziché renderla superflua. Infatti, la SAA può spiegare circa il 90% della variabilità dei rendimenti di lungo periodo di un portafoglio. Ciò implica che il processo di SAA deve cercare di comprendere l'incertezza e le sue conseguenze. Il nostro approccio prevede, innanzitutto, la definizione di un quadro di riferimento per i rendimenti di lungo termine delle asset class e, in secondo luogo, l'integrazione esplicita dell'incertezza stessa nel processo di allocazione.

Il punto chiave è che, pur non potendo avere certezze assolute sul futuro, alcune conseguenze dell'incertezza possono essere studiate in maniera efficace e i risultati utilizzati per alimentare un processo di ottimizzazione di SAA robusto, progettato per avere un'elevata probabilità di generare rendimenti solidi in qualsiasi contesto di mercato. La trasparenza sull'impatto dell'incertezza consente inoltre di individuare le aree in cui un eccessivo affidamento su specifiche opinioni di investimento può risultare imprudente. La chiave, pertanto, è comprendere sia ciò che sappiamo, sia ciò che non sappiamo.

Un'allocazione robusta degli attivi deve essere guidata da un approccio rigoroso e coerente – ed è fondamentale applicare tale rigore non solo alle relazioni di investimento ben note, ma anche all'incertezza. Infine, deve essere implementata in modo sufficientemente flessibile da rispondere a esigenze regionali o individuali che possono essere differenti. Il nostro processo di allocazione strategica è progettato esattamente con questo obiettivo.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



Bibliografia

- ¹ L'asset allocation strategica (Strategic Asset Allocation, SAA) rappresenta la distribuzione a lungo termine degli investimenti di un portafoglio tra diverse classi di attivo, con l'obiettivo di essere ottimale per l'investitore individuale, fornendo il miglior livello possibile di rendimento per un determinato livello di rischio.
- ² Si veda, ad esempio, Gary P. Brinson, L. Randolph Hood and Gilbert L. Beebower: Determinants of Portfolio Performance: Financial Analysts Journal, January-February 1995.
- ³ Un "opportunity set" (insieme di opportunità) si riferisce alle varie combinazioni possibili di attivi all'interno di un portafoglio; tra queste, una offrirà il miglior equilibrio possibile tra rischio e rendimento per l'investitore.
- ⁴ Le ragioni dell'importanza dell'Allocazione Strategica degli Attivi (SAA) possono essere riassunte come segue. Innanzitutto, le decisioni tattiche (di più breve termine) possono rivelarsi corrette o errate. Tuttavia, se si mantiene l'allineamento alla SAA, queste decisioni tattiche tendono in larga parte a compensarsi nel tempo. In secondo luogo, gli errori relativi nella stima dei rendimenti attesi tendono a ridursi nel lungo periodo, essenzialmente perché i rendimenti crescono proporzionalmente al tempo, mentre la volatilità aumenta solo con la radice quadrata del tempo. In breve, la varianza dei prezzi in un processo di random walk è proporzionale al tempo; la volatilità, ovvero la deviazione standard, è la radice quadrata della varianza, e quindi proporzionale alla radice quadrata del tempo. In terzo luogo, la stima dei parametri dei mercati finanziari tende ad essere più robusta quando si considerano asset class ampie (come quelle tipicamente utilizzate in una SAA), poiché gli errori associati a definizioni più ristrette di asset class possono annullarsi tra loro. Come già citato, l'approccio di calcolo alla base della stima secondo cui la SAA spiega circa il 90% della variabilità della performance di lungo periodo è descritto nello studio di Gary P. Brinson, L. Randolph Hood e Gilbert L. Beebower: Determinants of Portfolio Performance, Financial Analysts Journal, January-February 1995.
- ⁵ Si considerino, ad esempio, il rischio sistematico di volatilità (dovuto ai movimenti complessivi del mercato) e il rischio di ribasso (rischio di perdite di portafoglio in caso di forti correzioni di mercato): si tratta di concetti distinti, che richiedono approcci di gestione del rischio adeguati. Si veda la Sezione 2.
- ⁶ Il rendimento di un investimento è il profitto netto realizzato in un determinato periodo, calcolato al lordo o al netto dei costi.
- ⁷ La volatilità è il grado di variazione di una classe di attivi o di un singolo titolo in un determinato periodo di tempo; può essere storica o attesa.
- ⁸ La correlazione indica in che modo due classi di attivi o titoli individuali si muovono, o ci si aspetta che si muovano, l'uno rispetto all'altro. Una correlazione pari a 1 o -1 significa che si muovono esattamente nello stesso modo o in modo opposto. Una correlazione pari a zero indica che non si osserva alcuna relazione significativa tra i due.
- ⁹ La frontiera efficiente è rappresentata graficamente su un diagramma che riporta sull'asse delle ordinate il rendimento atteso degli investimenti e sull'asse delle ascisse la deviazione standard (come misura del rischio). Sulla frontiera efficiente, un portafoglio non può offrire rendimenti più elevati senza un aumento del rischio.
- ¹⁰ Il portafoglio di mercato globale è composto, in teoria, da tutte le diverse classi di attivo esistenti nel mondo, ponderate in base alla dimensione di ciascuna classe nei mercati finanziari globali. Nella pratica, tuttavia, questo portafoglio di mercato globale non è investibile.
- ¹¹ Desideriamo sottolineare la distinzione tra i termini «verosimiglianza» (likelihood) e «probabilità» (probability), che dipende dalla prospettiva adottata: la probabilità si riferisce alla costruzione di un modello, mentre la verosimiglianza si riferisce all'utilizzo di un modello. Quando parliamo della probabilità di un fenomeno, lo descriviamo attraverso un modello – costruito sulla base di dati osservati – come se fosse soggetto a specifici parametri statistici. Ad esempio, affermiamo: «la probabilità di ottenere il numero uno con questo dado è 1/6», partendo dal presupposto che il dado sia equo, poiché questa ipotesi è coerente con le osservazioni effettuate finora – sulla base dei lanci precedenti, riteniamo probabile che statisticamente tutti e sei i numeri compaiano con la stessa frequenza. D'altra parte, quando formuliamo un'ipotesi sul comportamento futuro di un fenomeno, non consideriamo semplicemente le nostre ipotesi probabilistiche come dati certi; comprendiamo che si tratta di assunzioni modellistiche soggette a un certo grado di incertezza. Da questa prospettiva, affermeremmo: «suppongo che, per il prossimo lancio del dado, dovrei attribuire la stessa probabilità a ciascun numero – ma potrei sbagliarmi, poiché potenzialmente non ho tratto conclusioni adeguate sulla costituzione del dado dalle osservazioni passate».
- ¹² La distribuzione di probabilità dei possibili scenari futuri varia in termini di ampiezza e delle relative implicazioni. In un contesto di investimento, l'incertezza associata alle ipotesi sui singoli parametri varia tra i diversi attivi e le combinazioni di attivi. A seconda della natura del parametro considerato, le distribuzioni dei valori potenziali per i rendimenti attesi, la volatilità (che non può assumere valori negativi) e le correlazioni (che variano tra -1 e +1 e non sono indipendenti tra loro) sono soggette a vincoli differenti.
- ¹³ L'asset allocation tattica (Tactical Asset Allocation, TAA) consiste nell'apportare modifiche di breve e medio termine all'allocazione strategica degli attivi (SAA) di un investitore, con l'obiettivo di trarre vantaggio da sviluppi di mercato attesi. Le modifiche TAA sono relative alla SAA esistente e, nel tempo, le allocazioni dovrebbero tendere a convergere nuovamente verso quelle definite nella SAA.
- ¹⁴ L'analisi tecnica esamina i dati storici di mercato (relativi a prezzi o volumi) con l'obiettivo di prevedere gli sviluppi futuri di breve termine del mercato.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



Glossario

Un processo di **asset allocation strategica** implica la definizione di allocazioni preferite per le classi di attività su un orizzonte temporale medio-lungo.

Un processo di **asset allocation tattica** modifica le allocazioni per trarre vantaggio dai movimenti di mercato a breve termine.

Il modello **Black-Litterman**, presentato per la prima volta nel 1990, è un approccio analitico ampiamente utilizzato per l'allocazione degli asset nei portafogli, che affronta il problema di come incorporare le opinioni degli investitori sui rendimenti futuri delle classi di attività.

La **correlazione** è una misura statistica di come due titoli (o altre variabili) si muovono in relazione tra loro.

La **frontiera efficiente** è determinata dall'insieme di portafogli che offrono il livello più alto di rendimento atteso per un dato livello di rischio, o il livello più basso di rischio per un dato livello di rendimento atteso.

Un **mercato emergente** (ingl., emerging market, EM) è un paese che presenta alcune caratteristiche di un mercato sviluppato in termini di efficienza del mercato, liquidità e altri fattori, ma che non soddisfa gli standard per essere considerato un mercato sviluppato.

In questo testo, usiamo la parola **incertezza** per descrivere la circostanza fondamentale secondo cui gli eventi reali possono potenzialmente deviare dalle aspettative. Per gli investitori, accettare di essere soggetti all'incertezza dei rendimenti finanziari, cercando al contempo di comprendere e quantificare tale incertezza nel miglior modo possibile, può essere utile per definire la propria strategia di investimento.

Un rating **investment grade (IG)** da parte di un'agenzia di rating come Standard & Poor's indica che un'obbligazione ha un rischio relativamente basso di insolvenza.

Le **obbligazioni high yield (HY)** sono obbligazioni ad alto tasso di interesse con un rating creditizio inferiore rispetto alle obbligazioni societarie investment grade, ai titoli di Stato e alle obbligazioni municipali.

In questo testo, il concetto di **rischio** è inteso come una caratteristica di eventi indesiderati, che può essere misurata quantitativamente. Per gli investitori, assumere un rischio eccessivo significa che la loro strategia di investimento non è in linea con la loro tolleranza al rischio (definita di seguito), poiché i rendimenti potenziali del loro investimento potrebbero avere una probabilità inaccettabilmente alta di risultare così bassi da indurre l'investitore a modificare la propria allocazione degli asset. Al contrario, assumere troppo poco rischio implica rinunciare a opportunità di guadagno che l'investitore sarebbe in grado di cogliere, data la sua tolleranza al rischio.

Un approccio di investimento è definito come **robusto** quando il profilo rischio-rendimento perseguito dipende il meno possibile da ipotesi incerte (come ad esempio l'affidabilità dei dati sottostanti). La **robustezza** delle strategie di investimento aumenta se errori avversi influenzano in misura minore il loro profilo rischio-rendimento. In questo senso, l'equilibrio tra efficienza (come posso migliorare maggiormente le mie aspettative di rendimento, assumendo che le mie ipotesi/dati siano validi?) e robustezza (quanto dipendo dalla validità delle mie ipotesi/dati?) costituisce una dimensione importante nella progettazione delle strategie di investimento.

La **tolleranza al rischio** è il livello di rischio che un investitore è disposto ad assumere per ottenere un potenziale rendimento desiderato.

La **volatilità** è il grado di variazione di una serie di prezzi di negoziazione nel tempo.



Informazioni importanti

General

Il presente documento non deve essere distribuito in Canada o in Giappone. Il presente documento è destinato unicamente ai clienti retail o professionali. Il presente documento è diffuso in buona fede tramite Deutsche Bank AG, le sue filiali (nella misura in cui ciò è ammissibile in qualsiasi giurisdizione pertinente), le società affiliate, i suoi funzionari e dipendenti (insieme denominati "Deutsche Bank").

Il presente materiale viene divulgato unicamente a scopo informativo e non deve essere interpretato come un'offerta, una raccomandazione o un invito all'acquisto o alla vendita di investimenti, titoli, strumenti finanziari o altri prodotti specifici, per la conclusione di una transazione o la fornitura di servizi di investimento o di consulenza sugli investimenti o per la fornitura di ricerche, ricerche sugli investimenti o raccomandazioni in merito agli investimenti, in qualsiasi giurisdizione, ma è da intendersi esclusivamente a scopo informativo. Le informazioni non sostituiscono la consulenza personalizzata in base alle circostanze individuali dell'investitore.

Tutti i contenuti presenti nella presente comunicazione devono essere letti nella loro interezza.

Se qualsiasi disposizione del presente Disclaimer dovesse essere ritenuta inefficace da un Tribunale della giurisdizione competente, le restanti disposizioni rimarranno valide a tutti gli effetti. Questo documento è stato redatto a scopo di commento generale sui mercati, senza tenere conto delle necessità di investimento, gli obiettivi e la situazione finanziaria del singolo investitore. Gli investimenti sono soggetti a rischi di mercato che derivano dallo strumento finanziario stesso o che sono specifici per lo strumento o correlati a un determinato emittente. Nel caso in cui tali rischi si dovessero concretizzare, gli investitori potrebbero subire perdite, inclusa (a titolo esemplificativo) la perdita totale del capitale investito. Il valore degli investimenti può accrescersi ma anche ridursi e l'investitore potrebbe non recuperare, in qualsiasi momento futuro, l'importo investito originariamente. Il presente documento non identifica tutti i rischi (diretti o indiretti) o altre considerazioni che potrebbero essere sostanziali per un investitore nel momento in cui prende una decisione d'investimento.

Il presente documento e tutte le informazioni incluse sono fornite "così come sono", "secondo disponibilità" e, per quanto riguarda le informazioni e le affermazioni contenute in tale documento o ad esso correlate, non vengono rilasciate da Deutsche Bank dichiarazioni o garanzie di alcun tipo, esplicite, implicite o stabilite dalla legge. Secondo quanto consentito dalle leggi e dai regolamenti applicabili, non si rilasciano dichiarazioni sulla redditività di strumenti finanziari o parametri economici. Tutte le opinioni, i prezzi di mercato, le stime, le dichiarazioni previsionali, le ipotesi, i rendimenti previsti o le altre opinioni che generano le conclusioni finanziarie qui contenute riflettono la valutazione soggettiva di Deutsche Bank alla data in cui è stato pubblicato il presente documento. A titolo esemplificativo, ma non esaustivo, Deutsche Bank non garantisce l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza, l'affidabilità, la tempestività o la disponibilità della presente comunicazione o qualsiasi informazione contenuta nel presente documento e declina esplicitamente qualsiasi responsabilità per errori od omissioni. Le dichiarazioni previsionali comportano elementi significativi che attengono a valutazioni e analisi soggettive e le modifiche ad esse apportate e/o l'inclusione di fattori diversi o aggiuntivi potrebbero esercitare un impatto sostanziale sui risultati indicati. Pertanto, i risultati effettivi potrebbero discostarsi, anche in modo sostanziale, dai risultati qui contenuti.

Se non diversamente indicato nel presente documento, tutte le opinioni riportate riflettono l'attuale valutazione di Deutsche Bank, che può cambiare in qualsiasi momento. Deutsche Bank non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni contenute nel presente documento o di informare gli investitori della disponibilità di informazioni aggiornate. Le informazioni contenute nel presente documento sono soggette a modifiche senza preavviso e si basano su una serie di ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici o analisi che, sebbene dal punto di vista attuale della Banca si basino su informazioni adeguate, potrebbero non rivelarsi valide o rivelarsi in futuro accurate o corrette e potrebbero differire dalle conclusioni espresse da altri dipartimenti di Deutsche Bank. Sebbene le informazioni contenute nel presente documento derivino da fonti che Deutsche Bank considera credibili e affidabili, Deutsche Bank non garantisce la completezza, la correttezza o l'accuratezza delle informazioni e a questo proposito non si dovrà fare alcun affidamento su di esse. Il presente documento può fornire, per venire incontro alle vostre esigenze, riferimenti a siti web e ad altre fonti esterne. Deutsche Bank declina qualsiasi responsabilità per il loro contenuto e il loro contenuto non fa parte del presente documento. L'accesso a tali fonti esterne avviene a vostro rischio.

Secondo quanto consentito dalle leggi e dai regolamenti applicabili, questo documento è solo a scopo informativo e non è inteso a creare obblighi giuridicamente vincolanti per Deutsche Bank, e Deutsche Bank non agisce come consulente finanziario o in qualità di fiduciario per l'investitore, a meno che non sia espressamente concordato per iscritto da Deutsche Bank. Prima di prendere una decisione d'investimento, gli investitori devono considerare, con o senza l'assistenza di un professionista finanziario, se gli investimenti e le strategie descritti o forniti da Deutsche Bank siano appropriati alla luce delle esigenze dell'investitore, degli obiettivi, della situazione finanziaria, dei possibili rischi e benefici di tali decisioni di investimento. Quando prendono una decisione d'investimento, i potenziali investitori non dovranno fare affidamento sul presente documento, ma solo su quanto è contenuto nella documentazione d'offerta finale relativa all'investimento. Come fornitore di servizi finanziari globali, Deutsche Bank deve affrontare talvolta conflitti d'interesse effettivi e potenziali. La linea di condotta di Deutsche Bank consiste nell'adottare tutte le misure che appaiano appropriate per mantenere e attuare soluzioni organizzative e amministrative efficaci al fine di identificare e gestire tali conflitti. Il senior management di Deutsche Bank è responsabile di assicurare che i sistemi, i controlli e le procedure di Deutsche Bank siano adeguati per identificare e gestire conflitti di interesse.

Deutsche Bank non fornisce consulenza fiscale o legale, che sia inclusa nel presente documento e nulla nel presente documento deve essere interpretato come un consiglio relativo agli investimenti fornito da Deutsche Bank. Per ricevere consigli in merito agli investimenti e alle strategie presentate da Deutsche Bank gli investitori dovranno rivolgersi al loro commercialista di fiducia, avvocato o consulente agli investimenti. Salvo comunicazione contraria relativa a casi specifici, gli strumenti di investimento non sono assicurati da alcuna entità governativa, non sono soggetti a copertura di protezione dei depositi e non sono garantiti, nemmeno da Deutsche Bank.

Non è ammessa la riproduzione e la divulgazione del presente documento senza l'espressa autorizzazione scritta di Deutsche Bank. Deutsche Bank vieta esplicitamente la distribuzione e il trasferimento del presente materiale a terzi. Deutsche Bank declina qualsiasi responsabilità derivante dall'uso o dalla distribuzione del presente materiale o per qualsiasi provvedimento attuato o decisione presa in riferimento agli investimenti menzionati nel presente documento che l'investitore potrebbe aver effettuato o effettuare in futuro.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



Informazioni importanti

Le modalità di diffusione e distribuzione del presente documento in alcuni Paesi, inclusi, a titolo esemplificativo gli Stati Uniti, potrebbero essere soggette alle limitazioni previste dalle leggi o dai regolamenti applicabili. Il presente documento non è diretto o inteso alla distribuzione o all'uso da parte di singole persone o entità che siano cittadine o residenti o situate in qualsiasi località, Stato, Paese o altra giurisdizione, in cui tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzo sarebbe contrario alla legge o ai regolamenti o che assoggetterebbe Deutsche Bank a requisiti di registrazione o licenza non attualmente soddisfatti in tale giurisdizione. Chiunque entri in possesso del presente documento è tenuto a informarsi in merito a tali restrizioni.

I risultati conseguiti in passato non costituiscono garanzia di risultati futuri; le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una dichiarazione, garanzia o previsione di risultati futuri. Altre informazioni sono disponibili a richiesta dell'investitore.

Deutsche Bank AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita secondo le leggi della Repubblica Federale di Germania con sede a Francoforte sul Meno. È registrata presso il tribunale distrettuale ("Amtsgericht") di Francoforte sul Meno con il numero HRB 30 000 ed è autorizzata a svolgere attività bancarie e a fornire servizi finanziari. Le autorità di vigilanza sono la Banca Centrale Europea ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Francoforte sul Meno, Germania (www.ecb.europa.eu) e dall'Autorità Federale Tedesca di Vigilanza Finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graueindorfer Strasse 108, 53117 Bonn e Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Francoforte sul Meno (www.bafin.de), e dalla Banca Centrale Tedesca ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14, 60431 Francoforte sul Meno (www.bundesbank.de).

Il presente documento non è stato presentato, né rivisto o approvato da alcuna delle autorità di vigilanza sopra o sotto menzionate.

Per i residenti negli Emirati Arabi Uniti

Il presente documento è strettamente privato e confidenziale e viene distribuito a un numero limitato di investitori; non deve essere fornito a persone diverse dal destinatario originale e non può essere riprodotto o utilizzato per altri scopi. Ricevendo questo documento, la persona o l'entità a cui è stato rilasciato comprende, riconosce e accetta che questo documento non è stato approvato dalla Banca Centrale degli EAU, dalla UAE Securities and Commodities Authority, dal Ministero dell'Economia degli EAU o da altre autorità degli EAU. Nessuna commercializzazione di prodotti o di servizi finanziari è stata o sarà effettuata all'interno degli Emirati Arabi Uniti e nessuna sottoscrizione di fondi, titoli, prodotti o servizi finanziari può essere o sarà effettuata all'interno degli Emirati Arabi Uniti. Il presente documento non costituisce un'offerta pubblica di titoli negli Emirati Arabi Uniti ai sensi della Legge sulle società commerciali, della Legge federale n. 2 del 2015 (e successive modifiche) o di altro tipo. Il presente documento può essere distribuito solo a "Investitori Professionali", secondo la definizione contenuta nel Rulebook on Financial Activities and Reconciliation Mechanism della UAE Securities and Commodities Authority (come di volta in volta modificato).

Per i residenti in Kuwait

Questo documento vi è stato inviato su vostra espressa richiesta. Questa presentazione non è destinata alla diffusione al pubblico in Kuwait. Le Interessenze non sono state autorizzate per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da qualsiasi altra agenzia governativa kuwaitiana competente. L'offerta delle Interessenze in Kuwait sulla base di un collocamento privato o di un'offerta pubblica è pertanto limitata ai sensi del Decreto Legge n. 31 del 1990 e dei relativi regolamenti attuativi (e successive modifiche) e della Legge n. 7 del 2010 e del relativo statuto (e successive modifiche). Nessuna offerta privata o pubblica delle Interessenze viene effettuata in Kuwait e nessun accordo relativo alla vendita delle Interessenze verrà conclusa in Kuwait. Non sono previste attività di marketing o di sollecitazione o di inducement per offrire o commercializzare le Interessenze in Kuwait.

Per i residenti del Regno dell'Arabia Saudita

Il presente documento non può essere distribuito nel Regno se non alle persone autorizzate dai Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non si assume alcuna responsabilità per il contenuto del presente documento, non rilascia alcuna dichiarazione in merito alla sua accuratezza o completezza e declina espressamente qualsiasi responsabilità per eventuali perdite derivanti da, o sostenute facendo affidamento su, qualsiasi parte del presente documento. I potenziali sottoscrittori dei titoli dovrebbero condurre la propria due diligence sull'accuratezza di qualsiasi informazione relativa ai titoli. Se non si comprende il contenuto del presente documento, è necessario consultare un consulente finanziario autorizzato.

Per i residenti in Qatar

Il presente documento non è stato depositato presso o approvato da la Banca Centrale del Qatar, l'Autorità per i Mercati Finanziari del Qatar, l'Autorità di Regolamentazione del Centro Finanziario del Qatar o qualsiasi altro ente governativo o borsa valori del Qatar, da alcuna legge dello Stato del Qatar. Il presente documento non costituisce un'offerta al pubblico ed è rivolto esclusivamente alla controparte a cui è stato consegnato. Nessuna transazione sarà conclusa in Qatar e qualsiasi richiesta o domanda dovrà essere ricevuta, e le assegnazioni effettuate, al di fuori del Qatar.

Per i residenti nel Regno del Bahrein

Il presente documento non costituisce un'offerta di vendita o di partecipazione di titoli, derivati o fondi commercializzati in Bahrain ai sensi dei regolamenti dell'Agenzia Monetaria del Bahrain. Tutte le richieste di investimento devono essere ricevute e le eventuali assegnazioni devono essere effettuate, in ogni caso, al di fuori del Bahrein. Il presente documento è stato redatto a scopo informativo privato solo per gli investitori previsti, che saranno istituzioni. Nessun invito sarà rivolto al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento non sarà emesso, trasmesso o reso disponibile al pubblico in generale. La Banca Centrale (CBB) non ha esaminato né approvato il presente documento o la commercializzazione di tali titoli, derivati o fondi nel Regno del Bahrein.

Per i residenti in Sudafrica

Il presente documento non costituisce o fa parte di alcuna offerta, sollecitazione o promozione in Sudafrica. Il presente documento non è stato depositato, esaminato o approvato dalla South African Reserve Bank, dalla Financial Sector Conduct Authority o da qualsiasi altro ente governativo o borsa valori sudafricano pertinente o ai sensi di qualsiasi legge della Repubblica del Sudafrica.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



Informazioni importanti

Per i residenti in Belgio

Il presente documento è stato distribuito in Belgio da Deutsche Bank AG che agisce tramite la sua filiale di Bruxelles. Deutsche Bank AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita ai sensi del diritto della Repubblica federale di Germania, autorizzata ad eseguire attività bancarie e a fornire servizi finanziari sotto la supervisione e il controllo della Banca Centrale Europea ("BCE") e dell'Autorità federale tedesca di vigilanza finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"). La filiale di Bruxelles di Deutsche Bank AG è inoltre supervisionata in Belgio dall'Autorità per i servizi e i mercati finanziari ("FSMA", www.fsma.be). La filiale ha la sede legale in Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruxelles ed è registrata con il numero IVA BE 0418.371.094, RPM/RPR Bruxelles. Altri dettagli sono disponibili su richiesta o possono essere trovati sul sito www.deutschebank.be.

Per i residenti nel Regno Unito

Questo documento è considerato promozione finanziaria come definito nella Sezione 21 del Financial Services and Markets Act 2000 ed è approvato e comunicato all'utente da DB UK Bank Limited. DB UK Bank Limited è membro del gruppo Deutsche Bank ed è registrata in Inghilterra e Galles con il numero societario 315841 con sede legale: 21 Moorfields, London, United Kingdom, EC2Y 9DB. DB UK Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. Il numero di registrazione per i servizi finanziari della DB UK Bank Limited è 140848. Deutsche Bank Aktiengesellschaft è costituita nella Repubblica Federale di Germania e la responsabilità dei suoi membri è limitata.

Per i residenti a Hong Kong

Questo materiale è destinato a: Investitori Professionali di Hong Kong. Inoltre, questo materiale è fornito solo al destinatario, l'ulteriore distribuzione di questo materiale è strettamente proibita. Il presente documento e i suoi contenuti sono forniti unicamente a scopo informativo. Nulla nel presente documento intende costituire un'offerta d'investimento o un invito o una raccomandazione ad acquistare o a vendere un investimento e non deve essere interpretato o inteso come un'offerta, un invito o una raccomandazione.

Il contenuto del presente documento non è stato esaminato da alcuna autorità di regolamentazione di Hong Kong. Si consiglia di esercitare cautela in relazione agli investimenti contenuti nel presente documento (se presenti). In caso di dubbi sui contenuti del presente documento, si consiglia di richiedere una consulenza professionale indipendente.

Il presente documento non è stato approvato dalla Securities and Futures Commission di Hong Kong (la "SFC") né una copia di questo documento è stata registrata presso il Registro delle Imprese di Hong Kong, se non diversamente specificato. Gli investimenti contenuti nel presente documento possono essere autorizzati o meno dalla SFC. Tali investimenti non possono essere offerti o venduti a Hong Kong, per mezzo di qualsiasi documento, se non (i) a "investitori professionali" come definiti nella Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 delle leggi di Hong Kong) ("SFO") e qualsiasi regolamento emanato ai sensi della SFO, o (ii) in altre circostanze che non fanno sì che il documento sia un "prospetto" come definito nella Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Cap. 32 delle leggi di Hong Kong) (la "C(WUMP)O") o che non costituiscono un'offerta al pubblico ai sensi della C(WUMP)O. Nessuna persona è autorizzata a emettere o possedere ai fini della pubblicazione, sia a Hong Kong che altrove, qualsiasi pubblicità, invito o documento relativo agli investimenti che sia diretto al pubblico di Hong Kong o il cui contenuto sia suscettibile di essere consultato o letto dal pubblico di Hong Kong (salvo se consentito dalle norme sugli strumenti finanziari di Hong Kong) ad eccezione degli investimenti che saranno o sono destinati ad essere ceduti solo a persone al di fuori di Hong Kong o solo ad "investitori professionali" come definiti nella SFO e nelle norme emanate ai sensi della SFO.

Per i residenti a Singapore

Il presente documento è destinato a: Investitori Accreditati/Investitori Istituzionali a Singapore. Inoltre, questo documento è fornito solo al destinatario, l'ulteriore distribuzione di questo materiale è strettamente proibita.

Per i residenti negli Stati Uniti d'America

Negli Stati Uniti i servizi di intermediazione finanziaria sono offerti da Deutsche Bank Securities Inc., una società di intermediazione e consulenza finanziaria registrata, che esegue attività di negoziazione di titoli negli Stati Uniti. Deutsche Bank Securities Inc. fa parte di FINRA, NYSE e SIPC. I servizi bancari e di finanziamento sono offerti tramite Deutsche Bank Trust Company Americas, membro FDIC, e altre società del Gruppo Deutsche Bank. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, vi invitiamo a consultare le precedenti dichiarazioni presenti nel documento. Deutsche Bank non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione in merito all'appropriatezza e alla disponibilità delle informazioni contenute nel presente documento al di fuori degli Stati Uniti o in merito all'appropriatezza e alla disponibilità per la vendita o l'uso dei servizi trattati nel presente documento in tutte le giurisdizioni o per tutte le controparti. Salvo specifica registrazione, licenza o in tutti gli altri casi in cui ciò sia ammissibile ai sensi della legge applicabile, né Deutsche Bank né le sue affiliate offrono servizi destinati agli Stati Uniti o che interessino cittadini statunitensi (come definito nel Regolamento S dello United States Securities Act (Atto sui titoli statunitensi) del 1933 e successive modifiche).

Il disclaimer specifico per gli Stati Uniti sarà disciplinato e interpretato in conformità con le leggi dello Stato del Delaware, indipendentemente da eventuali conflitti di legge che imporrebbero l'applicazione della legge di un'altra giurisdizione.

Per i residenti in Germania

Queste informazioni sono di carattere pubblicitario. I contenuti non soddisfano tutti i requisiti legali per garantire l'imparzialità delle raccomandazioni di investimento e di strategia d'investimento o delle analisi finanziarie. Non vi è alcun divieto per il redattore o per la società responsabile della redazione di negoziare con i rispettivi strumenti finanziari prima o dopo la pubblicazione di questi documenti. Informazioni generali sugli strumenti finanziari sono contenute negli opuscoli "Informazioni di base sui titoli e altri investimenti", "Informazioni di base sugli strumenti finanziari derivati", "Informazioni di base sulle operazioni a termine" e nel foglio informativo "Rischi nelle operazioni a termine", che il cliente può richiedere gratuitamente alla Banca. La performance passata o simulata non è un indicatore affidabile della performance futura.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



Informazioni importanti

Per i residenti in India

Gli investimenti citati nel presente documento non sono offerti al pubblico indiano per la vendita e la sottoscrizione. Il presente documento non è registrato e/o approvato dalla Securities and Exchange Board of India (Commissione titoli e operazione di cambio dell'India), dalla Reserve Bank of India o da qualsiasi altra autorità governativa o di regolamentazione in India. Il documento non è e non deve essere considerato un "prospetto", secondo la definizione del Companies Act (Atto relativo alle società), del 2013 (18 del 2013) e non è stato presentato ad alcuna autorità di regolamentazione in India. Ai sensi del Foreign Exchange Management Act (Atto di gestione delle operazioni valutarie) del 1999 e delle norme correlate, qualsiasi investitore residente in India potrebbe essere soggetto all'obbligo di richiedere un'autorizzazione speciale alla Reserve Bank of India prima di effettuare investimenti al di fuori dell'India, incluso qualsiasi investimento menzionato nel presente documento.

Per i residenti in Italia

Il presente documento è distribuito in Italia da Deutsche Bank S.p.A., una banca costituita e registrata ai sensi del diritto italiano, soggetta alla vigilanza e al controllo della Banca d'Italia e della CONSOB. Ha sede legale in Piazza del Calendario 3 – 20126 Milano (Italia) ed è iscritta alla Camera di Commercio di Milano, partita IVA e codice fiscale 001340740156, aderisce al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, iscritta all'Albo delle Banche e fa capo al Gruppo Bancario Deutsche Bank, iscritto all'albo dei Gruppi Bancari ai sensi del Decreto Legislativo 1 settembre 1993 n. 385 ed è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Deutsche Bank AG, Francoforte sul Meno (Germania).

Per i residenti in Lussemburgo

Il presente documento è distribuito in Lussemburgo da Deutsche Bank Luxembourg S.A., una banca costituita secondo le leggi del Granducato di Lussemburgo sotto forma di società per azioni (Société Anonyme), soggetta alla vigilanza e al controllo della Banca Centrale Europea ("BCE") e della Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF"). La sua sede legale è situata al 2, boulevard Konrad Adenauer, 1115 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo ed è iscritta al Registre de Commerce et des Sociétés ("RCS") del Lussemburgo con il numero B 9.164.

Per i residenti in Spagna

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal è un istituto di credito regolamentato dalla Banca di Spagna e dalla CNMV e iscritto nei loro registri specifici con il codice 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari ed eseguire le attività bancarie che rientrano nell'ambito della licenza esistente. La sede centrale in Spagna è Paseo de la Castellana 18, 28046 – Madrid. Registrata nel Registro delle Imprese di Madrid, volume 28100, libro 0. Folio 1. Sezione 8. Foglio M506294. Registrazione 2. NIF: A08000614. Le presenti informazioni sono state distribuite da Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal.

Per i residenti in Portogallo

Deutsche Bank AG, filiale del Portogallo, è un istituto di credito regolamentato dalla Banca del Portogallo e dalla Commissione portoghese sui titoli ("CMVM"), registrato con i numeri 43 e 349 e il cui numero nel registro commerciale è 980459079. Deutsche Bank AG, filiale del Portogallo ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari ed eseguire le attività bancarie che rientrano nell'ambito della licenza esistente. La sede legale è Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa, Portogallo.

Per i residenti in Austria

Il presente documento è distribuito da Deutsche Bank AG Vienna Branch, dalla sua sede legale di Vienna, Austria, iscritta al registro delle imprese presso il Tribunale commerciale di Vienna con il numero FN 140266z. Deutsche Bank AG filiale di Vienna è anche soggetta all'Autorità austriaca per la vigilanza sui mercati finanziari (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Vienna. Il presente documento non è stato presentato né approvato da alcuna delle autorità di vigilanza menzionate in precedenza.

Per i residenti nei Paesi Bassi

Il presente documento è distribuito da Deutsche Bank AG, Filiale di Amsterdam, con sede legale in De entree 195 (1101 HE) ad Amsterdam, Paesi Bassi, e iscritta nel registro delle imprese dei Paesi Bassi con il numero 33304583 e nel registro ai sensi della Sezione 1:107 della legge olandese sulla vigilanza finanziaria (Wet op het financieel toezicht). Il registro può essere consultato all'indirizzo www.dnb.nl.

Per i residenti in Francia

Deutsche Bank AG è un istituto di credito autorizzato, soggetto alla supervisione generale della Banca Centrale Europea e della BaFin, l'Autorità Federale di Vigilanza Finanziaria Tedesca. Le sue varie filiali sono vigilate localmente, per alcune attività, dalle autorità bancarie competenti, come l'Autorità di controllo e risoluzione prudenziale (Autorité de Contrôle Prudentiel de Résolution, "ACPR") e l'Autorità dei mercati finanziari (Autorité des Marchés Financiers, "AMF") in Francia. È vietata la riproduzione, la rappresentazione, la distribuzione o la ridistribuzione, totale o parziale, del contenuto del presente documento su qualsiasi supporto o con qualsiasi procedimento, nonché la vendita, la rivendita, la ritrasmissione o la messa a disposizione di terzi in qualsiasi modo. Questo documento non può essere riprodotto o distribuito senza il nostro permesso scritto.

© 2025 Deutsche Bank AG. All rights reserved.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.