


**Erik Knutzen,**  
 cio multi-asset  
 di Neuberger  
 Berman

per le quali continuiamo a **preferire** questi mercati. Sull'**azionario**, preferiamo i mercati Usa in generale e nello specifico crediamo ci sia meno rischio nel posizionarsi a favore di un improvviso **rialzo di titoli small-cap e value**, che di recente hanno sottoperformato in modo pesante ma rappresentano al contempo i titoli che potrebbero trarre maggior beneficio da un qualsiasi progresso delle riforme fiscali negli Stati Uniti.

Ci aspettiamo che i metalli industriali continuino a beneficiare da un contesto di crescita globale sincronizzata, mentre il prezzo del petrolio rimarrà nella media qualora lo shale oil americano tornasse a stabilizzarsi. Nelle valute la **nostra view favorisce marginalmente dollaro, yen e sterlina** rispetto all'euro. Rimaniamo ribassisti sul franco svizzero. Riteniamo altamente probabile il ritorno a un'inflazione modestamente in rialzo nel 2018. L'adeguamento dei mercati a un più veloce rialzo dei tassi d'interesse potrebbe causare **volatilità nell'obbligazionario**, specialmente nei mercati investment-grade.

## JANUS HENDERSON

La nostra view sul fixed income per i prossimi 12 mesi prevede una crescita globale stabile ma con rischi al rialzo. Ipotizziamo un'oscillazione del **tasso di inflazione** nelle economie dei Paesi sviluppati con un **incremento** almeno nel breve termine. Alla luce dell'attuale scenario macroeconomico, prevediamo, inoltre, un **aumento dei rendimenti dei bond**, sebbene sia più probabile che i ritorni restino nel range post. A nostro avviso, i mercati del credito continueranno ad offrire rendimenti positivi, tenendo conto dei tassi di default bassi, mentre i ritorni sui bond governativi sembrano essere più sotto pressione. I rendimenti sui **titoli di Stato** resteranno piuttosto invariati visto il rischio di **ritorni negativi**. Di conseguenza, il **tasso variabile di credito** appare ragionevolmente **interessante**.

Preferiamo adottare un approccio difensivo nel breve termine. La Fed rimarrà cautamente ottimista sull'economia statunitense e continuerà ad aumentare i tassi di interesse in maniera graduale nel corso dei prossimi 12 mesi. Inoltre, presupponendo che il tasso di disoccupazione resti basso, prevediamo che continui ad aumentare i tassi di interesse su base trimestrale. La Bce ha annunciato una **riduzione del suo programma di acquisti di asset** nel corso della riunione di politica monetaria di ottobre. Mentre è probabile che la crescita registri uno slancio, l'inflazione


**Andrew Mulliner,**  
 portfolio manager  
 fixed income  
 di Janus  
 Henderson  
 Investors

per la Bce in Europa continua a destare preoccupazione.

Attualmente la curva dei tassi è molto ripida e, a nostro avviso, rimarrà, nel breve, invariata. Comunque sia, resta il rischio di un appiattimento, specialmente nel caso in cui il tasso di inflazione dovesse salire, cosa che potrebbe tradursi in un **riprezzamento al rialzo** delle aspettative sui tassi di interesse nell'Eurozona.

## KAMES CAPITAL

Mi aspetto che l'economia globale prosegua nel suo trend reflazionistico, con una crescita del Pil intorno al 3% e un'inflazione in recupero dai bassi livelli attuali. Questo clima favorisce i mercati **azionari** rispetto a quelli obbligazionari, e le mie preferenze ricadono sull'area **emergente e sull'Asia**, incluso il **Giappone**. La parola fine ai programmi delle Banche centrali potrebbe causare un'impennata della volatilità, per cui i bond potrebbero non tornare a essere il tradizionale elemento di diversificazione in portafogli ad alto rischio. Anche fattori (geo)politici continuano a giocare, sfortunatamente, un ruolo **importante per economie e mercati**, si chiamino questi Brexit o un'anomala amministrazione Trump. Le più colpite sono le valute, con **yen e franco svizzero** porti sicuri, a meno di un'escalation della crisi nord coreana. In


**Patrick Schotanus,**  
 investment  
 strategist  
 di Kames Capital

questo caso, anche per lo yen le acque **potrebbero non essere così calme**. Sul fronte Usa, credo che il dollaro, al momento in tentativo di rimbalzo da livelli di svendita, possa tornare a deprezzarsi un po', sebbene non alla velocità dello scorso anno.

Il clima macroeconomico, infine, dovrebbe **premiare le materie prime**. Mi aspetto che **energia e metalli** sovraperformino largamente le altre, ovvero le categorie di soft commodities. In particolare, l'oro continua a essere inversamente correlato al dollaro Usa, anche se dal punto di vista tecnico questo diventa allettante solo se arriva a rompere la soglia dei 1.400 dollari. Se questo dovesse succedere, è possibile che il mio scenario base non sia più corretto e che una delle peggiori posizioni possibili sia aver mantenuto uno short Vix trade. Mi aspetto inoltre che il Quantitative tightening della Fed proceda senza intoppi, per un totale tra 1 e 1,5 trilioni. Durante gli anni del Qe, il bilancio della Fed è salito dai 900 miliardi pre 2008 a 4,5 trilioni, ma la discesa non potrà essere di eguale misura. Infatti, le regole dettano che attivi e passivi si equivalgano all'interno dello stato patrimoniale e negli anni dello shopping gli asset acquistati sono stati bilanciati da un aumento della valuta. In Europa, invece, la linea accomodante sarà mantenuta da Draghi e compagni almeno finché l'inflazione non si solleverà. In generale, **le curve di rendimento dovrebbero farsi più ripide**.

## BANOR

Crediamo che le obbligazioni siano l'asset class che nei prossimi mesi offrirà i rendimenti meno interessanti, per questo motivo le stiamo guardando con cautela. Il tema numero uno dell'ultimo trimestre 2017 sarà la graduale uscita dal Quantitative Easing. Nell'arco dei prossimi 12/18 mesi prevediamo di assistere ad un progressivo, ma costante, aumento dei tassi reali e, di conseguenza, a un progressivo aumento dei ▶


**Luca Riboldi,**  
 direttore  
 investimenti di  
 Banor SIM

tassi nominali delle obbligazioni il che ci fa essere molto prudenti sulla duration dei titoli obbligazionari. Sull'inflazione non abbiamo una visione forte ma pensiamo che ci sia qualche rischio in più rispetto agli ultimi anni dovuto al livello di piena occupazione in US ed ad una fase di miglioramento nell'area dell'Europa centrale e del nord. Se coesistessero il rialzo dei tassi di interesse e l'inflazione, allora, potremmo assistere ad uno scenario molto negativo per i bond. Nel caso si verificasse solo il rialzo dei tassi reali, invece, prevediamo un moderato rialzo dei rendimenti costante per i prossimi 12 mesi.

I mercati azionari hanno continuato a registrare performance positive negli ultimi mesi ma, nel caso di un forte rialzo dei tassi d'interesse decennali, difficilmente l'azionario salirà molto dai livelli attuali. Se però l'aumento dei tassi reali sarà graduale, potremmo assistere a indici azionari **abbastanza stabili** e con una forte **selettività** a livello **settoriale**. Ci saranno alcuni settori come i **finanziari** e alcuni **titoli legati alle materie prime** che potranno far bene mentre prevediamo un impatto più negativo per i titoli difensivi e tecnologici. Il petrolio riteniamo sia destinato a restare più vicino ai 60 dollari al barile piuttosto che ai 50, mentre per le materie prime agricole vediamo più **upside** che **downside** nel medio periodo.

Sul tema valutario, il **dollaro** si è stabilizzato e crediamo possa **rafforzarsi leggermente** nei prossimi mesi verso area 1,13-1,15. Altra valuta interessante è la **corona norvegese**: se il petrolio dovesse mantenersi vicino ai 60 dollari a barile o andare anche sopra, potrebbe essere una valuta da considerare.

## INTERMONTE ADVISORY E GESTIONE

Le nostre attese per l'**azionario** sono ancora positive: la crescita globale sta accelerando, i rendimenti modesti dell'universo obbligazionario spingono ancora i flussi verso l'**equity**. **Italia in pole posi-**

**tion** grazie ai Pir, ma il settore bancario sarà fatalmente soggetto alla volatilità che deriva dall'applicazione delle nuove regole per la copertura dell'esposizione non performante della Bce sulle quali ancora manca una visione certa. E anche i primi sei mesi del 2018 non dovrebbero vedere uno scenario molto diverso. Nel contesto dei **bond**, in molti si attendono per il 2018 un rialzo sensibile dei tassi. Tuttavia lo scudo Bce almeno ancora per la prima metà dell'anno si farà sentire anche con gli acquisti dimezzati rispetto a ora. I rendimenti resteranno per le categorie obbligazionarie più sicure in assoluto molto bassi. In Italia sono più **interessanti i subordinati bancari** che non hanno problemi di capitale, da acquistare sulle correzioni.

Ci aspettiamo il cambio **euro/dollaro** in oscillazione **tra 1,15 e 1,20** ancora per i prossimi sei mesi. Sul petrolio ci sembra che i ribassi si siano esauriti nel 2017 e i tagli alla produzione comincino a portare a un mercato più ordinato. Il greggio non dovrebbe superare il 60 dollari nei


**Massimo Saitta,**  
 direttore  
 investimenti  
 di Intermonte  
 Advisory  
 e Gestione

prossimi 6/9 mesi. In merito ai **tassi**, l'ipotesi più probabile è per una continuazione sulla strada di **modesti rialzi dei rendimenti** e per un irripidimento altrettanto modesto delle curve. L'**equity** resta l'asset class regina per i prossimi 9 mesi anche per mancanza di valide alternative nelle altri target di investimento. L'approccio dovrà essere tuttavia molto opportunistico perché è probabile che dal continuo rimescolamento tra categorie di attivo si creino opportunità di breve periodo anche su asset che sulla carta sono meno appetibili (oro, bonds, materie prime).

## AXA IM

L'economia globale si trova probabilmente nella sua forma migliore degli ultimi cinque anni, sia in termini di solidità e di sincronizzazione della ripresa. Ci aspettiamo che gli Stati Uniti, l'area euro, il Giappone e la Cina crescano sopra il trend nei prossimi trimestri,

favorendo una graduale ripresa dell'inflazione e la normalizzazione della politica monetaria. Ci aspettiamo che la Fed adotti ulteriori misure di inasprimento della politica monetaria con tre rialzi dei tassi da qui a giugno 2018. Nel frattempo la BCE dovrebbe ridurre gli acquisti di asset a partire da gennaio 2018, ma rimanere attiva sul mercato fino alla fine del 2018. L'effetto combinato dovrebbe essere quello di **aumentare i tassi d'interesse** in entrambe le regioni, con i nostri modelli piuttosto orientati verso un appiattimento delle


**Maxime Alimi,**  
 Head of Strategy  
 di AXA IM

curve dei rendimenti. Ciò richiede un posizionamento prudente in termini di duration complessiva, soprattutto in Europa. In tale contesto, continuiamo a **sovrappesare gli asset sensibili alla crescita**, soprattutto l'azionario, con una preferenza per le azioni non-USA. Le azioni statunitensi sembrano più costose su base relativa e meno propense a generare una forte crescita degli utili. Un aspetto positivo fondamentale rimane la riduzione delle imposte sulle società che potrebbe essere attuata nel 2018. **Preferiamo le azioni europee e dei mercati emergenti**, che tendono a sovraperformare in un contesto positivo. In Europa, il **settore bancario** è particolarmente interessante. In primo luogo, le valutazioni rimangono molto economiche e riflettono lo scetticismo persistente degli investitori internazionali. In secondo luogo, i progressi nel risanamento dei bilanci sono significativi. Nonostante l'aumento graduale dei tassi di interesse è improbabile che assisteremo a una rapida scomparsa della ricerca di rendimento. Di conseguenza, è opportuno mantenere alcune posizioni sulle strategie di carry.

Abbiamo una preferenza per le **obbligazioni societarie high yield europee**, dove gli spread sono ridotti ma significativi e i fondamentali delle aziende solidi. Infine, abbiamo un orientamento **positivo sul dollaro Usa** nel 2018 dopo la performance negativa del 2017. **■**