

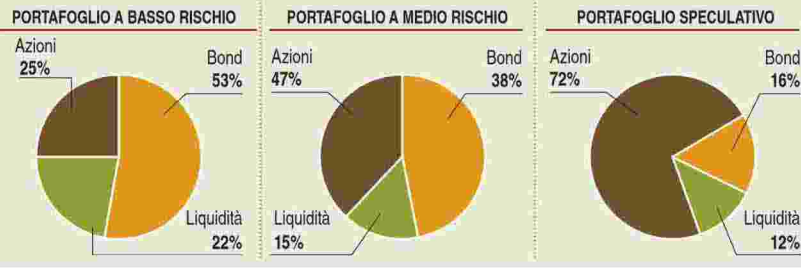
INVESTIMENTI

COSA TEMONO I GESTORI

Quali sono i principali rischi da monitorare?



Quale asset allocation per il 2022?



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

di Marco Capponi

**SONDAGGIO** Per più di un money manager su due Piazza Affari crescerà anche nel 2022, ma del 5-10%. In portafoglio meno bond e più azioni, a partire da banche e rinnovabili. E occhio alla minaccia dell'inflazione

# Gestori a tutto equity

Nel 2020 la pandemia di Covid-19 è stata un evento non pronosticabile e senza precedenti. Quello che il matematico e saggista Nassim Nicholas Taleb avrebbe definito un cigno nero. Il 2021 poi è stato l'anno dei vaccini, del rimbalzo economico e dei mercati: sicuramente più prevedibile, ma forse non nella portata che ha effettivamente avuto. Anno dei record: dalla borsa al risparmio gestito, passando per i sicuramente meno confortanti numeri dell'inflazione di questi ultimi mesi. Ma cosa aspettarsi per il 2022? «Sarà un anno decisivo», commenta Massimo Arrighi, partner di Kearney, «un test di verifica della reale capacità mondiale di uscire dalla crisi generata dal Covid: un anno per tornare a crescere e farlo in modo sostenibile, recuperando stabilità attraverso una gestione attenta del rischio di inflazione e dei tassi di interesse».

Come di consueto, MF-Milano Finanza ha provato a capire dove tirerà il vento nei prossimi 12 mesi interrogando i gestori delle primarie case d'investimento, asset manager, venture capitalist e family office italiani e internazionali. Oltre 50 money manager hanno risposto alla chiamata, permettendo di tracciare un vero e proprio barometro del sentimento del mercato per il 2022.

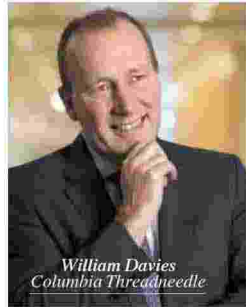
Se 12 mesi fa il primo timore degli operatori del risparmio gestito era rappresentato dal Covid e dall'eventuale recessione che ne sarebbe conseguita, rischio poi parzialmente scongiurato grazie alle politiche accomodanti delle banche centrali e ai massicci piani di investimento di Stati Uniti e Unione Europea, quest'anno la quasi totalità dei money manager (86%) mette al primo posto tra i pericoli da monitorare l'inflazione e i tassi di interesse. «Un rischio estremo», argomenta Vincent Hamelink, chief investment officer di Candriam, «potrebbe essere che gli stimoli fiscali e monetari globali senza precedenti, che hanno creato il boom economico attualmente in corso, diventino insostenibili, trasformandosi in un ciclo di espansioni e frenate ad alta inflazione, con conseguente doppia recessione: tuttavia,

questo non è il nostro scenario principale». Un rialzo dei tassi di riferimento, aggiunge il responsabile investimenti di Bg Fund Management (fabbrica prodotta di Banca Generali), Marco D'Orazio, «dopo la rimozione degli stimoli monetari potrebbe avere impatti sia sui tassi di mercato che sui settori azionari con alte valutazioni». Fa meno paura d'altro canto il possibile impatto sui mercati della pandemia, che resta comunque al secondo posto tra i timori dei gestori: il 42% lo indica tra i rischi da monitorare, anche alla luce della nuova variante Omicron. «Il virus sarà



Massimo Arrighi  
Kearney

tra noi ancora per un po', dice Stewart Robertson, senior economist Europa e Regno Unito di Aviva Investors, «ma le campagne vaccinali e i richiami regolari dovrebbero garantire una riduzione della minaccia: le misure di stimolo contro l'emergenza non saranno pertanto più necessarie, lasciando campo libero alle banche centrali per politiche monetarie più restrittive». E dello stesso parere Thomas Candolo, analista dell'ufficio studi di Copernico Sim, per il quale «i presupposti per una crescita globale intorno al 4% ci sono, grazie ai vaccini e probabilmente anche alle nuove pillole antivirali, che faranno sì che il virus non sia più percepito come una minaccia mortale». Particolare attenzione va prestata poi a due fattori internazionali. Da una parte la crisi



William Davies  
Columbia Threadneedle

immobiliare cinese, indicata dal 16% dei money manager come rischio primario dell'anno, e dall'altra le tensioni geopolitiche (12%). Secondo Fabrizio Arengi Bentivoglio, ceo del family office Fidia Holding, «i rapporti tra Stati Uniti, Russia e Cina sono molto tesi sotto il profilo politico ed economico, e l'America di Biden risulta molto isolata in politica internazionale, non diversamente da quella di Trump: uno scenario che non aiuta la risoluzione delle crisi internazionali».

A controbilanciare questi rischi dovrebbe esserci però l'effettiva implementazione dei grandi piani per la ripresa. «Ci aspettiamo che la politica fiscale resti accomodante», commenta a tal proposito Andrea Scauri, gestore azionario Europa e Italia di Lemanik, per poi aggiungere, relativamente all'Italia: «il Paese ha riacquisito il suo appeal di investimento e il suo profilo di rischio è drasticamente migliorato grazie all'arrivo di Mario Draghi». Anche «l'attuale ricostruzione delle scorte», secondo Alberto Conca, gestore di Zest, «è un elemento positivo per la crescita economica, che dovrebbe rimanere sostenuta per tutto l'anno: di questo i mercati sono consapevoli».

Gli investitori dovranno poi essere pronti a cavalcare il megatrend della lotta al cambiamento climatico. «Nel nuovo anno», sostengono da Swisscant Invest, «non potremo fare a meno degli investimenti sostenibili,

che faranno registrare una sovraperformance per il terzo anno consecutivo». Un aspetto su cui influirà anche la selezione dei titoli, «perché scegliere aziende più attente alle tematiche Esg, come ad esempio la riduzione delle emissioni di Co2, permette di puntare su modelli di business orientati al futuro», chiosano i gestori.

Alla luce di questo quadro macroeconomico, in cui gli elementi positivi dovrebbero ancora superare i rischi e i rendimenti obbligazionari ristagnano prossimi allo zero o in territorio negativo, la costruzione di un portafoglio dovrebbe privilegiare le asset class più rischiose. La quota di azionario in un'allocation a basso rischio è aumentata rispetto allo scorso anno del 5%, passando dal 20% al 25%, e lo stesso vale per un portafoglio a rischio intermedio: dal 42% al 47%. «Nell'attuale contesto», segnala Fabiola Banfi, responsabile degli investimenti di Valori Asset Management, «l'alfa, cioè la capacità di creare valore in-

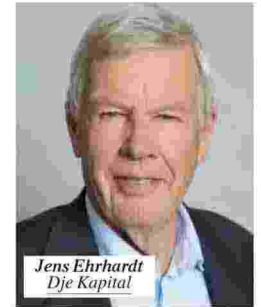


Maria Paola Toschi  
Jp Morgan Am

dependentemente dall'andamento di mercato, tornerà al centro della costruzione di valore della performance». Più azioni in portafoglio, argomenta il co-responsabile dell'ufficio studi di Equita, Luigi De Bellis, «rappresentano anche una delle migliori opzioni contro il rischio inflazione». Senza dimenticare che «la liquidità delle società su livelli da re-

cord e solidi fondamentali dovrebbero continuare a guidare m&a, ritorni agli azionisti tramite buyback e dividendi e investimenti».

Quanto all'allocation geografica, se lo scorso anno i money



Jens Ehrhardt  
Dje Kapital

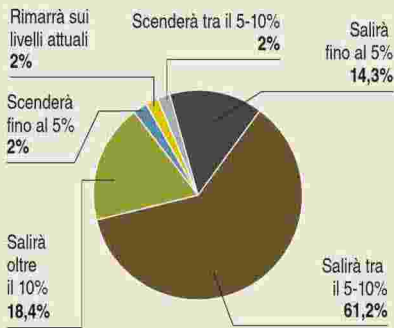
manager puntavano a spada tratta sui Paesi emergenti, quest'anno i grandi vincitori dovrebbero tornare a essere quelli sviluppati, a cominciare da Europa (70% del campione) e Usa (56%). «Preferiamo gli sviluppati», ricorda Aviral Uttarkarsh, multi asset strategist di NN Investment Partners, «perché le prospettive di crescita degli emergenti sembrano deboli, il loro uso degli strumenti di politica monetaria è limitato dall'inflazione persistente e i tassi americani dovrebbero aumentarne ulteriormente le difficoltà». Secondo i gestori la crescita dei mercati occidentali non è peraltro destinata ad arrestarsi: quasi due operatori su tre (61,2%) vedono Piazza Affari in rialzo tra il 5% e il 10%, e una crescita analoga è stata prevista per l'indice delle blue chip europee (59,2% degli intervistati). Un po' più indietro Wall Street, col 49% dei money manager che la vede in crescita tra il 5% e il 10% ma un ulteriore 22% che la ipotizza in rialzo fino al 5%.

Anche la Cina, frenata nel 2021 da un mix di strette normative, crescita minore del pre-

(continua a pag. 24)

**LE ATTESE DEI GESTORI PER IL 2022**

*Nel 2022 vi aspettate che Piazza Affari...*



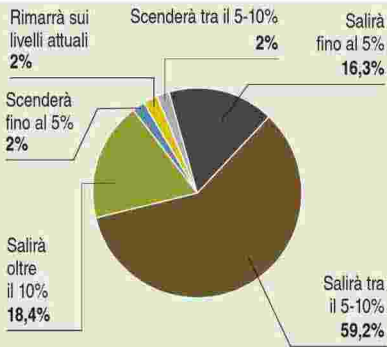
*Quali settori secondo lei faranno meglio della media a Piazza Affari nel 2022?*



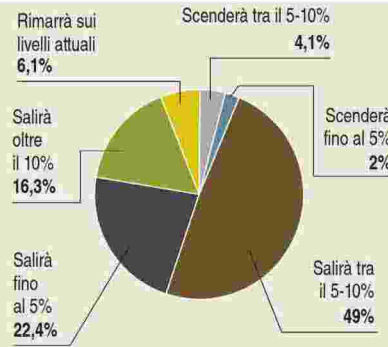
*Su quale borsa puntare nel 2022?*



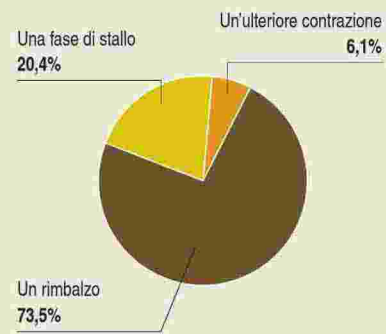
*Nel 2022 l'indice delle azioni europee...*



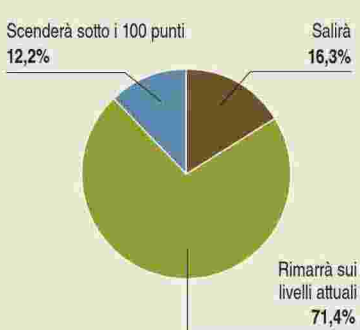
*Nel 2022 vi aspettate che Wall Street...*



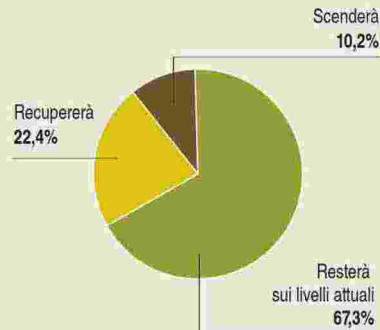
*Cosa si aspetta per i listini cinesi?*



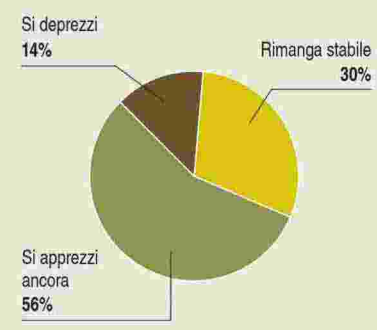
*Spread Btp Bund, cosa accadrà nel 2022?*



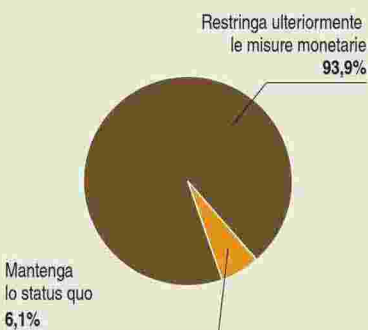
*Il petrolio da qui a fine 2022...*



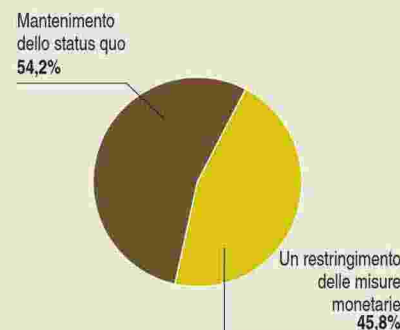
*Nel corso dell'anno vi aspettate che il dollaro rispetto all'euro...*



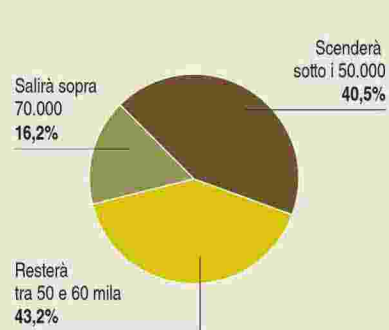
*Vi aspettate che la Fed nel 2022...*



*Cosa si aspetta dalla Bce?*



*Cosa si aspetta infine per il bitcoin?*



(segue da pag. 22)

visto e turbolenze del mercato immobiliare, dovrebbe tornare a dire la sua. Per quasi tre money manager su quattro (73,5%) nel 2022 si assisterà a un rimbalzo dei listini del Dragone. «La possibilità che Pechino cambi il proprio mix di politiche attive», sottolinea Kevin Thozet del comitato investitori di Carmignac, «e che gli Usa inaspriscano la politica monetaria e fiscale dovrebbe creare un contesto favorevole per azioni e bond cinesi». Da monitorare infine il Giappone: caduto quasi nel dimenticatoio lo scorso anno (appena il 9% dei gestori lo indicava come prima scelta di investimento), sembra aver ritrovato il suo appeal, e ora è un mercato interessante per il 26% degli intervistati.

Alla base di ogni scelta resta una considerazione. «Nel 2022 sarà opportuno puntare su portafogli ben diversificati», precisa Carlo De Luca, responsabile asset management di Gamma Capital Markets, considerando che «anche le società altamente indebitate ma con una crescita prospettica positiva e un importante flusso di cassa faranno comunque bene nonostante la fase di rialzo dei tassi». E anche se la fase di euforia dei mercati fosse al termine «dovremo capire se l'effetto inflattivo delle materie prime sugli utili potrà incidere sulla crescita», avvisa l'ad di First Capital, Vincenzo Polidoro, per poi aggiungere: «è altrettanto evidente che molte azioni non sono a buon mercato, e che sia pertanto indispensabile un'attenta selettività».

Non ci saranno però solo i mercati pubblici nei portafogli dei gestori. Come già avvenuto per tutto il 2021 anche nei prossimi 12 mesi la ricerca del rendimento avverrà con sempre maggiore frequenza nei segmenti privati. Marcello Tedeschi, head of strategy and business development della società di venture capital Alchimia, afferma che «la grande massa di liquidità continuerà a spingere il mercato dei capitali privati come private equity e venture capital, con impatti positivi sulle valutazioni di società quotate e non». Tema caro anche a Mario Cribari, head of investment strategy and research e partner di Bluestar: in un contesto in cui «il reddito fisso è rimasto solo fisso ma senza reddito, occorre uscire del vecchio schema bond-azioni e guardare ad altri tipi di investimenti, come alternativi o real asset».

**Posto che** le azioni la faranno ancora da padrona, quali sono i titoli e i settori migliori su cui scommettere? I money manager hanno pochi dubbi sul fatto che a Piazza Affari (e non solo) il 2022 sarà l'anno delle banche. Due gestori su tre indicano quello finanziario come comparto in cui investire nel corso dell'anno, e in cima ai titoli del Ftse Mib più attraenti compaiono i nomi di Unicredit (35%) e Intesa Sanpaolo (22%), seguiti da Fineco (17%). L'aumento del ritmo del tapering da parte della Fed, secondo il business



**LE AZIONI PREFERITE DAI MONEY MANAGER**

Quali sono le azioni preferite a Piazza Affari?

Max 5 preferenze	% voti
Unicredit	35%
Enel	26%
Intesa Sanpaolo	22%
Stm	22%
Fineco	17%
Nexi	17%
Campari	13%
Cnh Industrial	13%
Erg	13%
Ferrari	13%
Moncler	13%
Poste Italiane	13%
Prysmian	13%
Reply	13%

E le sue azioni preferite tra le blue chip europee?

Max 5 preferenze	% voti
Asml	39%
Lvmh	35%
Volkswagen	22%
Sap	17%
Schneider Electric	17%
EssilorLuxottica	13%
Linde	13%
Novo Nordisk	13%
Siemens	13%

Hanno partecipato

Aegon Am, Alchimia, Algebris, Allianz Global Investors, Anima, Anthilia, Aviva Investors, Banca del Fucino, Banca Generali, Banca Ifigest, Bluestar, Bny Mellon, Candriam, Carmignac, Cassa Lombarda, Cfo Sim, Cirdan Capital, Columbia Threadneedle Investments, Copernico Sim, Dje Kapital, Equita, Ethenea, Fideuram Am Sgr, Fidia Holding, First Capital, Franklin Templeton, Gam (Italia) Sgr, Gamma Capital Markets, Generali Investments, Gruppo Azimut, Invesco, Jp Morgan Am, Kairos, Kearney, Intermonte, Lemanik, M&G Investments, Mirabaud Am, Moneyfarm, NN Investment Partners, Nordea Am, NS Partners, Payden&Pygel, Sella Sgr, State Street Global Advisors, Swisscanto Invest, Swissquote, Ubp, Valori Am, WisdomTree, Zest

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

development director Italia di Algebris, Massimiliano Grillo, «favorirà il settore finanziario, che tornerà a beneficiare dei tassi positivi, generando utili in modo più tradizionale, e a godere di fondamentali di bilancio più solidi e dei livelli di capitalizzazione più alti di sempre». Anche le società industriali, scelte da più delle metà dei gestori che investono a Piazza Affari, traineranno la crescita dei mercati nel corso dell'anno. Tra i nomi forti quelli di aziende legate ai «semiconduttori, considerando la continua crescita di data center, 5g e dell'uso dei chip nelle automobili», elenca Jacob Vijverberg, co-gestore dell'Aegon Global Diversified Income Fund di Aegon Am. A titolo di esempio il money manager cita «Samsung, sempre più coinvolto nella produzione di chip logici avanzati ed economico». Sempre in questo ambito spiccano altri due nomi: nel Ftse Mib Stm (22% delle preferenze)

e tra le blue chip europee Asml, prima scelta tra le quotate del vecchio continente per il 39% degli intervistati. Più in generale andranno poi prediletti «i titoli industriali in grado di sostenere il trend inflazionistico e le aziende tecnologiche con bilanci solidi», riassume il gestore di Banca Ifigest Marco Ercole. Anche nella scelta dei titoli un fattore cruciale sarà quello dei grandi programmi di investimento post-pandemici. «Guardiamo con favore ai temi direttamente collegati ai piani», spiega Mario Romano, direttore investimenti di Sella Sgr, «come inclusione sociale, digitalizzazione, nuova mobilità e infrastrutture, transizione energetica, che potranno catalizzare l'interesse del mercato». Proprio il passaggio a un'economia a basse emissioni di Co2 fa da minimo comune denominatore a molte prime scelte dei money manager: da Enel (26%) a Erg (17%), passando

per la francese Schneider Electric (17%), tutti «i titoli della clean energy, a margine della Cop26, potranno beneficiare di un maggiore impegno globale per la decarbonizzazione dell'economia», evidenzia Giacomo Calef, country manager di NS Partners. Tema tanto più interessante se si considera che il settore è composto da titoli «con valutazioni attraenti e da un mix di settori diversificato tra ciclici e difensivi, tra cui industria, utility e information technology», aggiunge.

Infine, dopo il boom del periodo pandemico ci sarà ancora spazio per il pharma? Secondo i gestori sì, tanto che a Piazza Affari è indicato come settore su cui puntare dal 31,3% del campione. «Il comparto healthcare», ricorda Esther Baroudy, senior portfolio manager azionario globale di State Street Global Advisors, «potrebbe guadagnare slancio data la buona crescita degli utili e le nuove frontiere sul fronte della ricerca e sviluppo».

**Quasi nulla** di buono dovrebbe d'altro canto arrivare dal tradizionale reddito fisso. E questo in un contesto in cui le banche centrali dovrebbero proseguire sul doppio binario tracciato a partire da metà dicembre. «Se si dovesse concretizzare l'aumento dei tassi di interesse nella prima parte del 2022 le obbligazioni sarebbero più penalizzate rispetto alle azioni», afferma Maria Paola Toschi, market strategist di JP Morgan Asset Management. Oltre il 90% degli intervistati ritiene che la Fed restringerà ulteriormente le sue politiche, mentre sul versante Bce il 54% crede che verrà mantenuto lo status quo (contro il 46% che si aspetta un allentamento). «Da un punto di vista tattico», sostiene Michele Morra, portfolio manager di Moneyfarm, «riteniamo che in assenza di catalizzatori negativi la componente di reddito fisso governativo continuerà a rendere meno delle alternative più rischiose a duration contenuta». Per investire in obbligazionario la soluzione potrebbe essere quella di puntare «su strumenti a spread e duration media come high yield e bond governativi dei Paesi emergenti in valuta forte», aggiunge il gestore. Altri spunti interessanti potrebbero arrivare dai rating dei titoli: per esempio William Davies, vice chief investment officer globale di Columbia Threadneedle Investments, ipotizza che «il 2022 possa essere l'anno degli astri nascenti nell'obbligazionario, in quanto molte so-

cietà high yield verranno promosse e passeranno nella fascia investment grade». In ogni caso, «sottopesare o evitare l'investimento nei governativi Usa o europei è opportuno», sintetizza Andrea Caraceni, ad di Cfo Sim, «salvo i titoli inflation-linked per ancora qualche mese».

**Lato valute**, infine, i prossimi 12 mesi dovrebbero essere caratterizzati da un ulteriore apprezzamento del dollaro sull'euro. Oltre la metà dei money manager (56%) ne è convinta, contro un 14% che ipotizza un deprezzamento. «La Bce», evidenzia Jens Ehrhardt, fondatore e chairman di Dje Kapital, «ha mostrato pochissimi segnali di politica anti-inflattiva e per questo la moneta unica dovrebbe continuare a svalutarsi». Il biglietto verde potrebbe giocare un ruolo importante in alcuni portafogli anche «come strumento di riduzione del rischio», ricorda Catherine Doyle, investment specialist del fondo globale multi-asset Bny Mellon Global Real Return, prima di argomentare che «nel breve termine la forza del dollaro potrebbe rappresentare un ostacolo per asset alternativi come oro e debito emergente, diminuendo l'appeal».

Non solo valute tradizionali però. Anche l'interesse verso i crypto-asset, esploso nel corso del 2021, dovrebbe continuare nel prossimo anno. Le ragioni, ormai note, vanno dalla necessità di diversificazione del portafoglio alla caccia al rendimento nell'universo degli asset alternativi. «Ci aspettiamo anche un'accelerazione nell'utilizzo delle piattaforme di trading online», sostiene Piergiacomo Braganti, direttore della ricerca macroeconomica di WisdomTree, e, lato risparmio gestito, «di servizi di advisory, movimentazione e gestione self-service del portafoglio investimenti individuali». Sul bitcoin e le altre divise virtuali resta però ancora una forte incognita: non tutti i money manager che hanno partecipato al sondaggio hanno dato la propria view, e tra chi ha risposto c'è incertezza su come la regina delle crypto possa muoversi nel corso dell'anno. Il 43,2% dei money manager si aspetta che il bitcoin resti tra 50 e 60mila dollari, mentre il 40,5% ipotizza che possa scendere sotto quota 50mila. Più sparuto il gruppo degli iper-ottimisti: secondo il 16,2% del campione l'asset digitale proseguirà il suo rally sfondando il tetto dei 70mila dollari. (riproduzione riservata)