

DIETRO AL RIMBALZO/1 In tre settimane Piazza Affari ha guadagnato il 10%, recuperando buona parte delle perdite del 2010. Merito anche della riscoperta da parte dei gestori delle azioni ad alto rendimento. Che sul listino milanese abbondano, con yield che arrivano anche all'8%

Arriva il cedolone

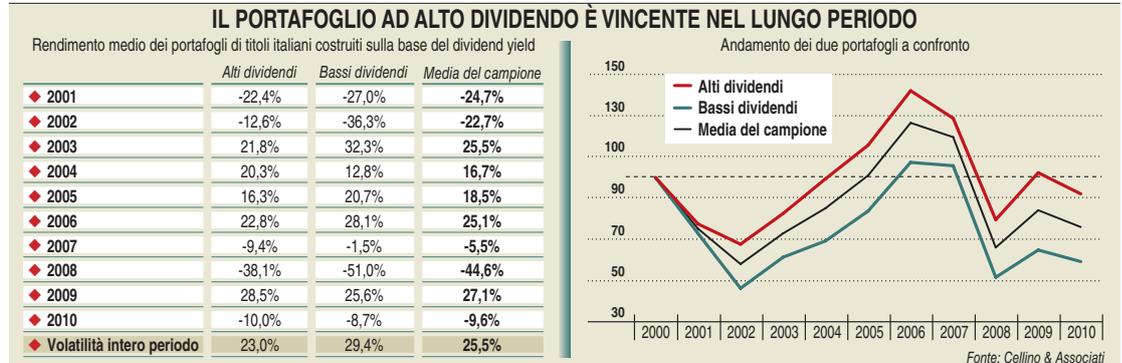
di Roberta Castellarin
e Paola Valentini

La regina delle borse del 2011? Risposta allo stesso tempo facile e sorprendente: Piazza Affari a pari merito con Madrid. Nelle prime tre settimane dell'anno Milano ha messo a segno un rialzo del 10%, riducendo l'underperformance rispetto agli altri listini dell'Europa core e recuperando in parte il rosso del 2010 (l'indice Ftse Mib è ora sotto solo del 5% rispetto al primo gennaio 2010). Ma quali sono le ragioni che hanno permesso al listino italiano di doppiare il Cac e fare oltre quattro volte meglio del Dax? Da un lato gli operatori hanno ripreso in mano le banche, il comparto più pesante a Piazza Affari, dando inizio, come viene evidenziato a pagina 13, a un primo ribilanciamento dei portafogli che potrebbe preludere a una rotazione settoriale. Dall'altro lato i grandi portafogli si sono riposizionati sull'Italia in vista di una campagna dividendi di primavera che si annuncia generosa.

In media il mercato si aspetta un dividendo yield del 4,5% in linea con quello degli anni scorsi. Con picchi dell'8%, come nel caso di A2A che potrebbe staccare una cedola di 86 centesimi. Alle spalle della utility lombarda si piazzano Mediaset con un 7% ed Enel con un 6,71%. E sono complessivamente 15 le azioni che daranno una remunerazione superiore al 5%. Proprio la generosità verso gli azionisti, determinata dalla necessità di retribuire in modo adeguato azionisti affamati di liquidità come Tesoro e Fondazioni bancarie, ha generato lo scorso anno uno dei paradossi più strani del mercato equity italiano: primo in Europa per redditività dei dividendi, con una media del 5%, e uno dei peggiori per performance con un calo del 13%. Nel 2010 le esigenze di Tesoro, fondazioni e altri soci di peso (leggasi grandi famiglie) si sono scontrate con la disaffezione dei grandi investitori nei confronti dei titoli finanziari sotto il fuoco della crisi dei debiti sovrani non compensata dal buon andamento degli industriali che hanno un peso marginale su Ftse Mib e con la oggettiva mancanza dei occasioni di investimento cui destinare gli utili che comunque le grandi corporate italiane sono riuscite a produrre.

Certamente non tutti i dividendi hanno la stessa qualità, perché in alcuni casi il vantaggio della cedola può essere annullato dalle perdite in conto capitale. Per costruire un portafoglio capace di incassare i dividendissimi e allo stesso tempo affidabile, occorre analizzare accuratamente la qualità e il grado di sostenibilità dei profitti prodotti dalle aziende.

Milano Finanza ha chiesto ai gestori specializzati sui portafogli azionari high dividend come muoversi in vista della nuova sta-



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

gione di bilanci di Piazza Affari. «I dividendi costituiscono un dato di sintesi dei fondamentali di una società eccezionalmente significativo. È vero che la redditività di un'azienda è meglio catturata dall'utile, ma è anche vero che, mentre l'utile negli anni meno buoni può essere in qualche modo aggiustato, sui dividendi, trattandosi di una vera e propria uscita di cassa, è molto più difficile mentire», dice Silvio Olivero dell'ufficio studi di Cellino & Associati. Ecco perché un approccio molto semplice, l'acquisto di titoli ad alto dividendo, può dare all'investitore ottime soddisfazioni nel lungo termine. Il mercato azionario, con le straordinarie salite e discese dei prezzi che lo caratterizzano, spinge gli osservatori meno attenti a concentrare l'attenzione sul capital gain, ossia sul guadagno derivante dalla variazione positiva del prezzo, quando in realtà la sostanza dell'investimento azionario è nella rendita che può derivare dai dividendi, mentre al capital gain di lungo termine resta il compito di salvaguardare il capitale dall'inflazione. Cellino ha condotto un'analisi sul mercato azionario italiano. «Avendo come campione i soli titoli italiani fra tutti gli appartenenti all'indice europeo Stoxx 600, abbiamo costruito, per ogni anno dal 2001 al 2010, due portafogli uno a basso e uno ad alto dividendo. La performance complessiva del portafoglio ad alto dividendo è largamente superiore alla media e a quella del portafoglio a basso dividendo e fronte di una volatilità più bassa (vedere grafico e tabella in pagina, ndr)», dice Olivero.

Fra i settori che, guardando all'Europa, hanno pagato negli ultimi anni cedole più elevate spiccano i telefonici, il cui dividendo yield è ammontato al 5-6%, le utility (4/5%), i media e assicurativi (3-4%). Discorso a parte per le banche, tradizionalmente generose con i propri azionisti, che da due anni, a causa della necessità di irrobustire il patrimonio, hanno stretto i cordoni della borsa. Guardando invece alla ripartizione geografica Italia, Regno Unito e Spagna sono i paesi più generosi. Sulla stessa tesi di Olivero è

Nikolaus Poehlmann, gestore del Dws Invest Top Dividend Europe: «La correlazione tra alti dividendi e buon capital gain è valida anche in Europa, come negli Usa. Se si confronta il Msci Europe, l'indice del mercato europeo, con l'Msci Europe High Dividend Yield, osserviamo che quest'ultimo dal 1995 a oggi ha registrato una performance superiore di circa il 2%. Certo, questa osservazione è di carattere generale e non trova riscontro ogni singolo anno, anche se abbiamo osservato una maggiore performance dei titoli high yield in nove degli ultimi 15 anni». Aggiunge Poehlmann: «Non guardiamo solo al livello del dividendo yield. Conta molto anche la sostenibilità della politica dei dividendi, che analizziamo ad esempio attraverso l'analisi dei flussi di cassa generati dalla società». Il gestore ricorda che un rendimento dei flussi di cassa operativi superiori al dividendo yield lascia presumere che il titolo possa non solo generare dividendi, ma anche aumentarli in futuro. Karen Kharmandarian, gestore del fondo Pictet High Dividend Selection sostiene «che buona parte del ritorno che possono dare le azioni stia proprio nel dividendo e nel suo reinvestimento. Chi vuole avere una politica dei dividendi stabile deve essere disciplinato quando gestisce una società». Non tutti i dividendi sono, però, segno di salute dell'azienda. «Naturalmente una politica dei dividendi dettata esclusivamente dal bisogno di liquidità dell'azionista di maggioranza non favorisce gli interessi a lungo termine della società o degli altri azionisti. Una società che elargisce dividendi troppo elevati diventerà prima o poi una società troppo indebitata, perché si tratta di una situazione che ostacola la crescita», dice Oliver Russ, gestore del fondo Ignis International Argonaut Pan European Dividend Income. E raccomanda prudenza quando si valuta il fattore cedola anche Tommaso Federici, gestore di Banca Ifigest: «Su settori a bassa crescita una politica generosa di dividendi è sì di sostegno ai corsi azionari, ma difficilmente si accompagna a rivalutazioni consistenti in conto capitale. Il

settore telefonico europeo ne è un esempio. I dividendo yield sono i più elevati del mercato: 8% su Deutsche Telekom, 9% su France Télécom, 7% su Telefonica e 4,9% su Telecom Italia ma le rispettive performance di borsa nel 2010 sono state rispettivamente -6%, -13%, -10% e -11%. Nella maggioranza dei casi, quindi, si sono più che rimangiate il dividendo pagato».

Come distinguere i dividendi buoni da quelli cattivi? «Occorre analizzare la dinamica temporale del rapporto tra dividendo ed utile per azione. Se è stabilmente sopra il 100% allora vuol dire che i profitti scarseggiano o che il dividendo è insostenibile», risponde Federici. A questo proposito Consultinvest ha elaborato una tabella dove viene riportato dividendo yield, utile per azione e dividendo atteso dal mercato per blue chip e media capitalizzazione. Uno strumento che permette di vagliare il rapporto tra dividendo e utile per azione. Stuart Rhodes, gestore dell'M&G Global Dividend sottolinea: «Alla luce della correlazione tra dividendi e prezzo delle azioni, crediamo fermamente che gli investitori dovrebbero concentrarsi sulla crescita dei dividendi piuttosto che sul loro rendimento». La storia, peraltro, sembra proprio premiare chi non esagera con il pay-out. Come ricorda Mouly El Khodr, gestore di High Dividend di Ing investment: «In passato alcune società Usa, per esempio nel settore delle utility, sono state accusate di distribuire pochi dividendi. Oggi, guardandoci indietro, scopriamo che sono state sagge perché hanno retto meglio alla crisi non dovendosi indebitare nel momento in cui cresceva alle stelle il costo del credito». Aggiunge Federico Mobili, gestore di Bnp Paribas Investment Partners: «La politica dei dividendi deve essere attentamente analizzata da parte dell'investitore al fine di valutare la motivazione di tale politica. Se questa è volta a remunerare gli azionisti con l'extra-cassa della società è un fattore positivo, mentre se i dividendi vengono distribuiti attingendo alle riserve

non è un fattore positivo, ma può essere un segnale di futuri problemi di crescita della società». Riporta il focus sull'utile anche Maurizio Vitolo, amministratore delegato e responsabile del team di gestione di Consultinvest sgr: «La valutazione delle azioni, e quindi la loro performance positiva, dipende da molti fattori. Quello decisamente più importante, cruciale e meno opinabile per i titoli azionari è la capacità di produrre utili in futuro». Secondo Vitolo i dividendi sono solo una conseguenza della produzione di utili e la loro distribuzione discende da una serie di decisioni manageriali di finanza aziendale che riguardano l'impiego strategico del capitale, meno dividendi e più investimenti, se il ritorno di questi è più rilevante del rendimento del dividendo oppure più dividendi e meno investimenti, se questi ultimi vengono valutati poco interessanti o incerti». Questo si collega anche al fatto che le società distribuiscono molti dividendi quando guadagnano molto o quando non sanno dove investire.

L'indice, quindi, riflette anche un'economia in difficoltà. Come sottolinea Federici: «L'Italia ha problemi strutturali di crescita e la prima attività finanziaria che ne risente sono le azioni che con i loro corsi non fanno che riflettere le prospettive future. Il dividendo yield che abbiamo stimato a inizio 2011 per l'indice Ftse Mib 40 è di circa il 4,5%, sicuramente un buon motivo per considerare l'azionista l'asset class da privilegiare quest'anno». Concorda Vitolo: «I dividendi sono solo una parte del quadro. Il discorso in questo caso è più complesso e riguarda i problemi strutturali del sistema Paese Italia e della struttura del nostro mercato. L'Italia è, da anni, caratterizzata da una bassa crescita economica, scarsa competitività, bassa innovazione, complessa situazione politica. Le realtà aziendali più dinamiche e innovative molto spesso non sono ancora presenti sul mercato azionario e rimangono realtà familiari». (riproduzione riservata)