

PORTAFOGLI/1 La volatilità dei mercati spinge molti investitori verso rifugi a rendimento addirittura negativo. Eppure tali oscillazioni offrono anche opportunità d'investimento Dal dividend yield di Eni (8,2%) ai bond in valuta, ecco dove si è nascosta la redditività

Altro che sottozero

di **Roberta Castellarin**
e **Paola Valentini**

Oggi chi vuole titoli privi di rischio deve accettare rendimenti negativi. E con l'aumento della volatilità nelle ultime settimane molti investitori hanno fatto questa scelta. Uno studio di Bank of America Merrill Lynch ha appena calcolato un flusso di 1.200 miliardi di euro verso titoli di Stato a breve termine che offrono un rendimento negativo. D'altronde la Bce, penalizzando con tassi negativi chi parcheggia il denaro invece di investirlo nell'economia reale, di fatto vuol spingere gli investitori a rischiare. «Per quello che si può capire ora, il 2015 potrebbe anche essere un anno di finti movimenti su borse e tassi», avverte Alessandro Fugnoli (strategist di Kairos) nella newsletter il Rosso & il Nero. «Stare in borsa potrebbe rendere poco o perfino nulla, mentre con il cash avremo la certezza assoluta del rendimento zero». Ancora Bofa Merrill Lynch segnala che la media dei tassi del debito pubblico nel mondo è scesa negli ultimi giorni ai minimi: 1,3%. I tassi non sono micro soltanto in Usa e in Germania, ma anche in Itali, dove il Btp decennale ha aperto il nuovo anno con il minimo storico di rendimento (1,83%). La conclusione di Fugnoli è che, «mentre negli anni scorsi è bastato stare seduti su bond e azioni per guadagnare, nel 2015 bisognerà navigare in mare aperto. Il mare sarà mosso, ma per il momento non è il caso di parlare di tempeste».

Di certo i primi giorni del 2015 hanno già fatto capire agli investitori che cosa vuol dire navigare in acque agitate. La stima preliminare dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato dell'Eurozona è per la prima volta da ottobre 2009 sceso in territorio negativo, attestandosi a dicembre allo -0,2% tendenziale e alimentando i timori di chi vede l'Eurozona avviata verso un lungo periodo di prezzi in calo. Tale dato però non va drammatizzato. «I timori di deflazione continueranno a essere elevati, aumentando la pressione sulla Bce affinché attui nuove misure di stimolo», ragiona l'economista Azad Zangana (Schroders). «Ma sono pochi i segnali a sostegno della tesi di un'economia europea più deflativa». Un altro nodo è rappresentato dal calo del petrolio, un movimento carico di

UNA SELEZIONE DI SOCIETÀ REDDITIZIE A PIAZZA AFFARI

Dati in euro	Dividendo atteso 2014	Prezzo al 22/10/2014	Dividend Yield 2014	Variaz. prezzo da inizio anno
Eni	1,120	13,62	8,2%	-6,1%
UnipolSai	0,170	2,17	7,8%	-2,9%
Unipol G. Finanziario	0,270	3,83	7,0%	-6,9%
Snam	0,250	3,92	6,4%	-4,3%
Ascopiave	0,110	1,76	6,2%	-3,5%
Cattolica	0,320	5,50	5,8%	-3,9%
Iren	0,051	0,89	5,7%	-1,2%
Terna	0,200	3,58	5,6%	-4,7%
Erg	0,500	9,11	5,5%	-1,6%
STMicroelectronics	0,331	6,19	5,3%	-0,1%
Gas Plus	0,187	3,56	5,3%	+1,9%
Mediolanum	0,265	5,14	5,2%	-2,9%
A2A	0,040	0,79	5,1%	-5,5%
Acea	0,430	9,00	4,8%	+0,6%
Hera	0,090	1,93	4,7%	-0,8%
IGD	0,030	0,65	4,6%	+0,9%
Banca Generali	1,000	22,45	4,5%	-2,6%
Gtech	0,775	17,62	4,4%	-4,7%
Marr	0,606	14,26	4,2%	-3,1%
Atlantia	0,779	19,67	4,0%	+1,8%
Sias	0,309	7,94	3,9%	-0,6%
Zignago Vetro	0,190	5,04	3,8%	-0,6%
Enel	0,130	3,49	3,7%	-5,7%
Astm	0,355	9,55	3,7%	-0,1%
Generali	0,600	16,54	3,6%	-2,7%
Cnh Industrial	0,229	6,42	3,6%	-3,6%
Ima	1,250	35,21	3,6%	-3,0%
Beni Stabili	0,020	0,58	3,5%	-0,9%
Tod's	2,400	70,45	3,4%	-2,2%
Pirelli & C.	0,350	10,71	3,3%	-4,5%
Tenaris	0,365	11,71	3,1%	-6,0%
Recordati	0,391	12,99	3,0%	+1,1%
Bpm	0,016	0,53	2,9%	-1,6%
Prysmian	0,420	14,50	2,9%	-4,3%
Azimut	0,500	17,82	2,8%	-1,2%
De'Longhi	0,403	14,73	2,7%	-1,6%
Intesa Sanpaolo	0,060	2,25	2,7%	-7,2%
Unicredit	0,120	4,96	2,4%	-7,1%
Credito Emiliano	0,150	6,35	2,4%	+1,9%
Telecom Italia	0,020	0,85	2,4%	-3,5%
Saipem	0,190	8,10	2,3%	-7,6%
Mediobanca	0,150	6,48	2,3%	-4,4%
Salvatore Ferragamo	0,442	20,29	2,2%	-0,6%
Salini Impregilo	0,050	2,74	1,8%	-9,2%
Ansaldo Sts	0,147	8,21	1,8%	-1,4%
Enel Green Power	0,030	1,69	1,8%	-2,7%
Parmalat	0,040	2,38	1,7%	-0,4%
Campari	0,080	5,10	1,6%	-1,3%
Saes Getters	0,100	6,18	1,6%	+1,2%
DiaSorin	0,530	33,55	1,6%	+0,7%
Luxottica	0,717	45,82	1,6%	+0,7%
Danielli & C.	0,310	20,18	1,5%	-1,9%
Ubi	0,080	5,42	1,5%	-9,1%
Piaggio & C.	0,033	2,35	1,4%	-2,6%
Italcementi	0,060	4,65	1,3%	-5,9%
Mediaset	0,035	3,18	1,1%	-7,7%
Exor	0,345	33,39	1,0%	-1,9%
Buzzi Unicem	0,100	10,05	1,0%	-4,4%
Autogrill	0,018	6,08	0,3%	-2,7%
Bper	0,014	4,99	0,3%	-8,7%
MEDIA			3,4%	-2,9%

Nota: La colonna «Dividendi attesi 2014» contiene i dividendi sugli utili 2014 che verranno generalmente distribuiti nel corso del 2015. Fanno eccezione a questa regola i dividendi di Mediobanca e Danielli, poiché tali società, chiudendo l'esercizio il 30 giugno, distribuiscono i dividendi di ciascun anno nel corso dell'anno stesso. I dividendi attesi di Stm e Tenaris, denominati in dollari Usa, sono stati convertiti in euro al cambio corrente

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati Sim su dati propri e di FactSet

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

conseguenze sia per le economie sviluppate sia per quelle emergenti. Senza dimenticare il ruolo che potranno giocare da una parte la Bce, pronta ad avviare un quantitative easing che preveda anche l'acquisto di titoli di Stato, e dall'altra parte la Fed, che invece dovrà decidere quando iniziare a rialzare i tassi. Due manovre che inevitabilmente avranno un forte impatto forte sull'andamento di bond e azioni.

Bond. Allora: per non arrendersi ai tassi negativi, senza al contempo rischiare troppo, in questa fase nel portafoglio si possono inserire obbligazioni con un buon rapporto rischio-rendimento e azioni ad alto dividendo. Partendo dai bond, *Milano Finanza* ha chiesto alla boutique di gestione Tendercapital una selezione dei bond oggi più interessanti. «Investire nel mercato obbligazionario, con il Bund decennale al record storico di 0,5% e con mezza Europa che presenta tassi nominali negativi o a zero fino alla scadenza quinquennale, è un'impresa difficile ma non impossibile, a patto di costruire un paniere di investimenti diversificato per valuta e per rischio emittente», spiega Nicola Esposito, chief investment officer di Tendercapital. «Bisogna comunque rimanere con scadenze massime entro cinque anni». Secondo il gestore un buon rapporto rischio-rendimento è offerto, per esempio, dai titoli di Stato di Australia, Polonia, Romania e Turchia in valuta locale, a patto di accettare una certa volatilità sui cambi, in un'ottica di ulteriore compressione degli spread di questi Paesi nei confronti della Germania. «Si tratta di Paesi con buoni fondamentali economici, con un basso debito pubblico e con una crescita del pil stimata oltre il 2,5% per i prossimi due anni», aggiunge Esposito. Per chi invece pensa che dollaro e sterlina continueranno ad apprezzarsi nei confronti dell'euro, conderando il probabile rialzo dei tassi che Fed e Bank of England effettueranno nel corso del 2015, «i bond in dollari di Hellenic Petroleum, Alcoa, Pemex rappresentano un ottimo compromesso sul fronte rischio-rendimento, anche per sfruttare la possibile stabilizzazione del prezzo di petrolio e materie prime», consiglia il gestore. «Anche i bond in sterline di Tesco e Gazprom possono rappresentare un'occasione per sfruttare rispettivamente la ristrutturazione aziendale in at-

UN PANIERE DI OBBLIGAZIONI IN EURO E IN VALUTA SELEZIONATE DA TENDERCAPITAL

Isin	Codice isin	Rating	Scadenza	Cedola	Prezzo	Rendim. lordo a scadenza	Taglio minimo (€)	Valuta
◆ Hellenic Petroleum	XS1068226114	n.d.	16-05-2016	4,625%	92,8	10,45%	200.000	Dollaro Usa
◆ General Electric	XS0269584669	AA+	26-09-2016	6,750%	104,45	4,03%	5.000	Dollaro Neozelandese
◆ Repubblica Di Turchia	TRT161116T19	BBB	16-11-2016	8,200%	101,1	7,55%	1.000	Lira Turca
◆ Novo Banco	PTBEQKOM0019	B-	8-05-2017	2,625%	96,17	4,39%	100.000	Euro
◆ Kfw	XS0838228996	AAA	4-10-2017	5,000%	95,6	6,80%	5.000	Rand Sudafricano
◆ Repubblica di Romania	RO1418DBN040	BBB	17-01-2018	3,250%	103,21	2,14%	5.000	Leu Rumeno
◆ Alcoa	US013817AP64	BBB-	23-02-2019	5,720%	110,09	3,09%	100.000	Dollaro Usa
◆ Kazagro	XS1070363343	BBB+	22-05-2019	3,255%	89	6,20%	100.000	Euro
◆ Repubblica di Polonia	PL0000105441	A	25-10-19	5,500%	116,20	1,92%	1.000	Zloty Polacco
◆ Nyrstar	XS1107268135	B-	15-09-2019	8,50%	101,2	8,34%	100.000	Euro
◆ Repubblica di Australia	AU3TB0000184	AAA	21-10-2019	2,75%	102,5	2,19%	1.000	Dollaro Australiano
◆ Tesco Plc	XS0159013068	BBB-	13-12-2019	5,50%	109,2	3,44%	1.000	Sterlina
◆ Bharti Airtel Comun.	CH0234487426	BBB-	31-03-2020	3,00%	107,5	1,50%	5.000	Franco Svizzero
◆ Pemex	US71654QAW24	A-	5-03-2020	6,00%	112,5	3,33%	10.000	Dollaro Usa
◆ Gazprom	XS0974126186	BBB	25-09-2020	5,338%	84,00	8,97%	100.000	Sterlina
◆ MEDIA				5,068%		4,956%		

Nota: tutti i titoli sono del tipo senior non garantiti

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

to e l'eventuale stabilizzazione della crisi russa». Le idee d'investimento non finiscono qui. Chi per esempio apprezza valute più volatili, come il dollaro neozelandese o il rand sudafricano, «può investire in emittenti obbligazionari di qualità come General Electric e Kfw, sfruttando ancora appieno il carry trade sui due Paesi», aggiunge il responsabile investimenti di Tendercapital. Chi invece preferisce valute-rifugio come il franco svizzero, l'emissione (investment grade) del gruppo indiano di telecomunicazioni Bharti appare un valido investimento a 5 anni con un rendimento a scadenza dell'1,5%, più che soddisfacente considerando che i titoli governativi svizzeri a 5 anni attualmente presentano un rendimento negativo dello 0,42%. «Per chi invece non vuole correre rischi valutari, due interessanti idee sono i bond in euro della belga Nyrstar, leader mondiale nella produzione di zinco, e del portoghese Novo Banco, la good bank del vecchio Banco Espírito Santo», dice ancora Eposito. Il quale segnala anche l'emissione in euro di Kazagro, agenzia statale del Kazakistan, con scadenza 2019, investment grade e rendimento del 6,2%. «La Russia risulta sì il primo partner commerciale del Kazakistan, ma le riserve di oltre 30 miliardi di dollari e la forte partnership che sta stringendo con la Cina rendono il Paese asiatico un'interessante idea di investimento in euro, tenuto conto che, nonostante la crisi russa e il crollo del prezzo del petrolio, il pil kazako nel 2015 probabilmente crescerà di oltre il 3%», conclude il gestore di Tendercapital.

Azioni. Sul fronte delle azioni italiane che offrono ricche cedole, in questa fase la più redditizia è Eni, con un dividend yield atteso dell'8,2%. È quanto emerge da un'analisi di Cellino e Associati sim sui dividend yield attesi di un panel di società di Piazza Affari selezionato da MF-Milano Finanza. I principali titoli presentano in media un dividend yield superiore al 3%, ben più ricco quindi rispetto all'1,8% offerto attualmente

dal Btp decennale. «La divaricazione fra i rendimenti azionari e quelli obbligazionari ha raggiunto livelli che nella storia recente si erano visti solo dopo il crollo dei mercati azionari del 2008-2009», sottolinea Silvio Olivero, responsabile dell'ufficio studi di Cellino e Associati sim. «Questa situazione straordinaria si spiega con la notevole sottovalutazione del mercato azionario, ma anche con attese per una deflazione che potrebbe erodere le cedole pagate in futuro dalle azioni, mentre i rendimenti obbligazionari, in quanto nominali, sono destinati a rimanere costanti». Dunque in uno scenario deflattivo la convenienza dei titoli azionari rispetto a quelli obbligazionari sarebbe solo apparente, «ma, se il Qe di Draghi riuscirà a invertire la tendenza dei prezzi al consumo, gli attuali livelli dei mercati azionari sono molto attraenti», aggiunge Olivero. A questo proposito, la maggiore redditività è offerta dai titoli assicurativi, con un dividend yield medio di quasi il 6%, seguiti dagli energetici (5,3%) e dalle utility (4,9%). Salta all'occhio il notevole balzo messo a segno dal dividend yield di Eni, che risulta il miglior titolo del campione. «Tale balzo si spiega ovviamente con il calo del prezzo dell'azione, visto che le attese di dividendo sono immutate», conclude Olivero. «E va infine sempre ricordato che l'occasione si rivelerà buona solo se Eni riuscirà a confermare le attese di dividendo nonostante il crollo del prezzo del petrolio». (riproduzione riservata)