

POLIZZE PERCHÉ TUTTI LE VOGLIANO COL TURBO | **SPECIALE INVESTIMENTI SOCIALMENTE RESPONSABILI**

BORSA/2 Quest'anno la stagione delle cedole è molto magra. Come influirà sulle strategie dei gestori il venir meno di un elemento tradizionalmente molto apprezzato del listino azionario milanese?

Gli orfani del dividendo

di Ester Corvi

Maggio è la stagione dei dividendi a Piazza Affari. Ma quest'anno, a causa di cancellazioni, tagli o posticipi delle cedole, è decisamente più povera. Gli effetti della pandemia hanno provocato un calo degli utili, portando molte aziende ad adottare politiche prudenti a salvaguardia del proprio capitale. Con quale impatto sulle strategie di investimento dei gestori italiani ed esteri, che vedevano nell'alto rendimento del listino milanese uno degli elementi di maggiore attrattività? Per non parlare poi dei fondi comuni e degli Etf (Exchange traded funds), specializzati proprio su questo tema, che devono rivedere drasticamente i loro portafogli. «I flussi cedolari di solito venivano reinvestiti rapidamente, e contando per svariati punti in termini di capitalizzazione del mercato, rappresentavano un significativo sostegno per la liquidità in entrata del listino. Riducendosi l'importo, anche questa liquidità di ritorno si è molto affievolita», dice Massimo Saitta, direttore investimenti di Intermonte Advisory e Gestione. Un problema che rende più opaco lo scenario di piazza Affari, già alle prese con le incertezze legate ai tempi della ripresa economica. Il monte dividendi lo scorso anno ammontava a 23 miliardi. Ma non solo. «L'attrattività delle cedole è diminuita anche a causa del rendimento più elevato che si può ottenere sui mercati del credito o dei Btp, rispetto a prima dell'emergenza sanitaria» mette in evidenza Alessandro Barison, portfolio manager del fondo HI Numen Credit di Hedge Invest sgr. Per dare un'idea, nel solo primo trimestre sono andati in fumo sul listino di Milano circa 86 miliardi di capitalizzazione e 900 milioni di dividendi con un dato sul monte cedole inferiore del 7% rispetto al 2019, secondo una ricerca da Mediobanca sui 25 titoli a maggiore capitalizzazione, escludendo i finanziari.

La lista delle società che hanno sospeso

o tagliato il dividendo è lunga, partendo dal caso più clamoroso di Fca che l'ha annullato per l'azione ordinaria, ma il problema non riguarda solo l'Italia. Secondo infatti Duncan Lamont, responsabile ricerca di Schroders, a livello globale ci sarà nel 2020 un taglio delle cedole compreso fra il 25 e il 50% rispetto allo scorso anno. Nella sua analisi sull'indice S&P 500, che è andata a ritroso di 150 anni, ha evidenziato che tagli di questo calibro, oltre il 20%, sono una rarità, concludendo che «viviamo davvero in tempi eccezionali». La domanda è allora: cosa succederà dopo? Per Lamont è improbabile che si torni a fare «affari come al solito» per qualche tempo. Questo aspetto limiterà l'appel e la capacità di recupero

dei dividendi, almeno nel breve termine. E anche gli esperti di Janus Henderson si aspettano che ciò accada.

Ma i dividendi non sono tutto. Più che alle cedole bisogna guardare ai cash flow quando si selezionano i titoli da inserire in portafoglio. È di questa opinione Niall Gallagher, responsabile delle strategie azionarie europee e gestore del fondo European Equity di Gam Investments, che spiega: «Non abbiamo apportato alcuna modifica alla nostra strategia d'investimento sulla base della riduzione o della cancellazione dei dividendi. La nostra forte convinzione, sostenuta dalle teorie finanziarie dei profes-

sori Miller e Modigliani, è che il pagamento dei dividendi sia una decisione di allocazione del capitale e che gli investitori debbano concentrarsi sul flusso di cassa complessivo delle società e sulla crescita di tale flusso di cassa, non sul solo dividendo». Le loro strategie di investimento sono state infatti molto focalizzate sulle aziende che possono reinvestire la liquidità nel business e continuare così a crescere.

Uno dei settori più a rischio sul fronte dividendi è il bancario, non solo per la raccomandazione della Bce, poi accolta da Banca d'Italia, di sospendere il pagamento delle cedole fino a ottobre 2020, ma anche guardando alle difficoltà che dovranno affrontare per l'aumento dei crediti deteriorati. Per questo motivo: «l'appel del settore bancario al momento è molto basso e penso che gli investitori istituzionali saranno restii ad investire nel medio termine», dice Barison. Nonostante le quotazioni siano



scese molto, i valori di borsa in rapporto alle stime sugli utili (p/e) sono aumentati rispetto a prima della crisi. «Di fronte a una fase recessiva senza precedenti, le perdite sui prestiti alle imprese in cui il sistema bancario potrebbe incorrere sono difficilmente stimabili e impatteranno gli utili per molti trimestri a venire» mette infatti in evidenza il money manager di Hedge Invest sgr. Sul settore è ancora più pessimista Gallagher, che spiega: «Le banche sono società a bassa crescita, a basso rendimento del capitale proprio e ad alta ciclicità. Per molti investitori l'unico motivo per scegliere le banche era legato a un dividendo interessante. Senza una cedola non c'è davvero nessun motivo per investire negli istituti di credito».

Oltre alle banche quali altri settori possono risentire di un calo di attrattività? In generale, a parere di Barison, tutte le società ad alta leva finanziaria o forte ciclicità ed elevata leva operativa, cioè con notevoli costi fissi, che saranno costrette a scegliere di salvaguardare le proprie riserve di cassa, data l'incertezza dell'attività economica nei prossimi trimestri, come il settore energetico e automotive.

«L'Italia però ha adottato una politica meno restrittiva rispetto ad altri dell'Unione europea sul tema distribuzione di dividendi», sottolinea Saitta. Il settore bancario rischia un forte impatto degli effetti recessivi del Covid in termini di capitale e questo ha consigliato di non disperdere una riserva di liquidità rappresentato dal dividendo almeno fino alla fine dell'anno. «A nessuna azienda è stato imposto, come è successo in Francia, ad esempio, di rinunciare alla distribuzione di dividendi per accedere agli aiuti statali. Pertanto, comparti come l'assicurativo, il petrolifero e soprattutto le utility non hanno dovuto generalmente rinunciare al pagamento del dividendo, non subendo quindi alcun danno in termini di attrattività dell'investimento sotto questo profilo. Fa un po' storia a sé il dividendo straordinario per 5,5 miliardi che Fca dovrebbe pagare al momento della fusione con Peugeot, la cui opportunità è stata messa in discussione al momento della richiesta di un finanziamento garantito per 6,5 miliardi di euro» conclude il direttore Investimenti di **Intermonte**. (riproduzione riservata)

L'ANDAMENTO DEI DIVIDENDI ANNUI PER AREE GEOGRAFICHE

in miliardi di dollari

	2019	Var%	Primo trim. 2020	Var %	Secondo trim. 2020	Var %
Mercati emergenti	140	10,4	16,3	-5,5	15,2	-6,6
Europa (escluso Regno Unito)	215,4	-2	40,4	9,1	36,2	10,3
Giappone	85,7	8,4	5,5	5,7	5,8	4,8
Nord America	534,7	4,9	133,2	8,2	151,4	13,7
Asia Pacifico	147,7	-1,8	19,8	23,2	17,1	-13,4
Regno Unito	105,8	6,2	20,7	10,8	18,6	-10,4
Totale	1265,3	3,5	235,9	8,5	244,4	3,6

Fonte: Janus Henderson