

M.F.I.U.

I VOSTRI SOLDI IL TRADER PIAZZA AFFARI

M.F.I.U.

Ftse Mib ancora in laterale

di Gianluca Defendi

È stata una settimana nervosa sul mercato azionario italiano con l'indice Ftse Mib che non è riuscito a superare la resistenza posta a 53.150 punti e ha subito una correzione. La situazione tecnica di breve termine rimane quindi contrastata: prima di poter iniziare un nuovo trend rialzista sarà infatti necessaria un'adeguata fase riaccumulativa. Da un punto di vista grafico, infatti, solo il breakout (confermato in chiusura di seduta) dei 54.000 punti potrebbe fornire un nuovo segnale long di tipo direzionale. Pericolosa invece una discesa sotto i 52.150 punti in quanto potrebbe innescare una rapida flessione, con un primo target in area 51.600-51.550 punti. Da un punto di vista grafico, tuttavia, soltanto il cedimento del supporto statico posto in area 51.250-51.000 punti potrebbe provocare un'inversione ribassista di tendenza.

La situazione tecnica del Btp future. Il Btp future (scadenza settembre 2026) ha tentato un recupero, alimentato dal forte ipervenduto di breve termine, ma è rimasto al di sotto dei 116,50 punti. La situazione tecnica rimane pertanto precaria: da un punto di vista grafico, tuttavia, soltanto il cedimento dell'importante sup-

LA SITUAZIONE TECNICA DELL'INDICE FTSE MIB



porto statico situato in area 115,50-115,45 punti potrebbe fornire un nuovo e pericoloso segnale ribassista di tipo direzionale (con un primo target a 115,10-115,05 e un secondo obiettivo a 114,80 punti). Prima di poter iniziare una risalita di una certa consistenza sarà invece necessaria un'adeguata fase riaccumulativa. Un allungo dovrà comunque affrontare un duro ostacolo in area 117,35-117,50 punti.

Il quadro tecnico dell'euro/dollaro. Il cambio Euro/Dollaro ha subito una fisiologica correzione ed è sceso fino a quota 1,16. Nonostante questa flessione la situazione tecnica di breve termine rimane costruttiva (i principali indicatori direzionali si trovano ancora in posizione long). Pri-

ma di poter tentare un nuovo allungo è probabile tuttavia una fase laterale di consolidamento. Una nuova dimostrazione di forza arriverà con il breakout di quota 1,1715 (con un primo target a 1,1745-1,1750 e un secondo obiettivo in area 1,1780-1,1785). Importante invece la tenuta del sostegno grafico posto in area 1,1615-1,16 in quanto può favorire una fase riaccumulativa. Negativa soltanto una discesa sotto quota 1,15.

La struttura tecnica di oro e argento. La situazione tecnica dell'oro (E-Mini gold future) rimane costruttiva. I prezzi, dopo essere saliti fino ad un picco a quota 4.755 dollari, hanno subito una rapida correzione che ha spinto i prezzi sot-

IL QUADRO TECNICO DEL BTP FUTURE



to i 4.600\$. La tendenza di breve termine rimane comunque positiva: la tenuta del sostegno grafico posto in area 4.580-4.565 dollari può creare le premesse per un nuovo allungo (che può spingere i prezzi a quota 4.820 prima e in area 4.880-4.890 poi). La situazione tecnica di breve termine dell'argento (Silver future) sta invece migliorando. I prezzi, dopo una breve pausa di consolidamento al di sopra del sostegno grafico posto in area 67,50-67,35 dollari, hanno infatti compiuto un veloce balzo in avanti e sono saliti verso i 71,50\$. L'analisi quantitativa registra un interessante rafforzamento della pressione rialzista: importante la tenuta del supporto posto a quota 67,50 in quanto può favorire una fase riaccumulativa.

La situazione tecnica del bitcoin. Bitcoin (\$), dopo essere salito fino ad un picco di 82.000 dollari, ha subito una veloce correzione ma è rimasto al di sopra del sostegno posto a 78.000-77.500\$. Il trend di breve termine rimane positivo (gli indicatori direzionali si trovano in posizione long) anche se, prima di un nuovo allungo, è probabile una fase laterale di consolidamento. Una nuova dimostrazione di forza arriverà con il breakout della resistenza posta in area 82.600-83.000\$. Difficile per adesso ipotizzare un'inversione ribassista di tendenza: pericoloso il ritorno sotto i 75.500 dollari anche se, da un punto di vista grafico, solo il cedimento di quota 68.000 potrebbe fornire un segnale negativo. (riproduzione riservata)

BLUE CHIP SOTTO LA LENTE



Analisi di breve periodo (1-2 settimane): ★★★★★ = acquistare ★★★★★ = incrementare sulla debolezza ★★★★★ = neutrale/mantenere ★★★★★ = ridurre ★ = vendere

INVESTIMENTI Un'analisi di BlackRock segnala che l'84% dei bond globali rende oltre il 4% Il reddito fisso sta quindi tornando centrale nei portafogli anche senza dover allungare troppo le scadenze. Mentre sull'azionario cresce l'appel delle strategie basate su opzioni

Il nuovo volto delle rendite

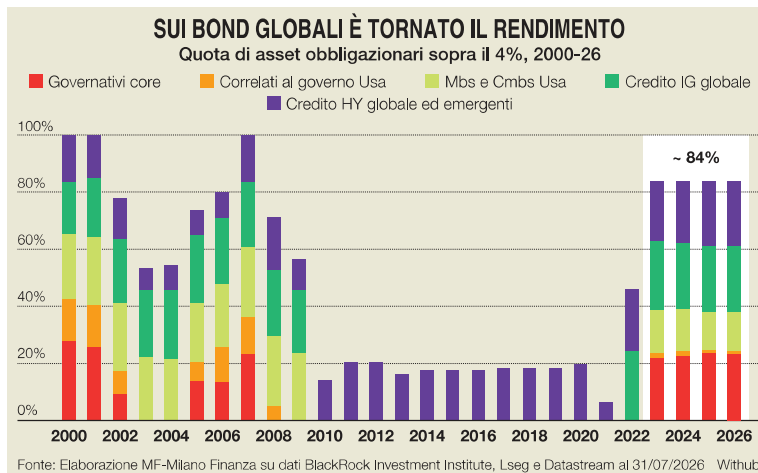
di Marco Capponi

Sono tornati i tempi d'oro per gli investitori che cercano una rendita passiva, gli *income investors*. Si tratta di risparmiatori disposti a sacrificare l'apprezzamento del loro capitale pur di ricevere frequenti flussi cedolari da bond, dividendi azionari o Etf a distribuzione. La sorpresa più interessante, per questo profilo di investitore, viene proprio dallo strumento principe della rendita passiva: le obbligazioni. A notarlo è BlackRock, la più grande società di gestione al mondo, in un'analisi dal titolo evocativo: «Il rendimento è tornato, ma è meglio essere flessibili». Il report ha un'implicazione operativa potentissima: «Più dell'80% dell'universo obbligazionario globale ha oggi un rendimento superiore al 4%». Anche il Btp decennale, sotto pressione per i costi energetici che potrebbero avere ripercussioni sui prezzi e sulla spesa pubblica, viaggia ormai intorno al 4,1%.

Un treno di rendimenti. L'analisi di BlackRock è ancora più interessante se si considera che dalla fine della Grande Crisi Finanziaria del 2008-09 alla pandemia di Covid-19 (gli anni dei tassi a zero) la quota di obbligazioni globali sopra il 4% - tutte high yield o emergenti - era inferiore al 20%. «I portafogli strategici obbligazionari che abbiamo costruito nel tempo erano arrivati ad avere rendimenti piuttosto bassi: nel 2021, considerando anche i costi di copertura del rischio valutario, eravamo a circa l'1,5% in euro, mentre attualmente siamo attorno al 4%», spiega a *MF-Milano Finanza* Bruno Rovelli, chief investment strategist di BlackRock Italia. La tabella in pagina riporta proprio il confronto tra i portafogli strategici, formati prevalentemente da obbligazioni di alta qualità, nella loro versione in dollari Usa. La quota di titoli che rendono più del 4% è pari al 91%, contro il 2% di cinque anni fa.

Bond lunghissimi? Non è necessario. La seconda implicazione per i cacciatori di rendita è che non c'è più bisogno di andare sulle scadenze lunghissime per avere cedole interessanti. Tanto più con il debito Usa alle stelle (40 mila miliardi di dollari) che sta creando grattacapi ai Treasury lunghissimi. Il T-bond a trenta anni nelle ultime settimane ha superato il 5,3%, e solo l'intervento del Tesoro, con il raddoppio del buyback obbligazionario da 2 ad almeno 4 miliardi, ha dato sostegno al mercato.

«Il repricing dei rendimenti obbligazionari che ha avuto luogo negli ultimi anni ha creato opportunità di generare reddito, che oggi ci appaiono più interessanti nelle parti intermedie delle curve



PORTAFOGLI OBBLIGAZIONARI DA RENDITA: IL CONFRONTO NEGLI ANNI

Caratteristiche	2026	2021	2019
Rendimento medio	5,6%	2,3%	3,6%
Duration relativa (bond nominali-tasso fisso)*	-0,5 anni	-1 anno	0,3 anni
Duration relativa (bond indicizzati all'inflazione)*	0,2 anni	0,8 anni	0 anni
Quota di bond con rendimento sopra il 4%	91%	2%	17%

*Per duration relativa si intende la differenza tra la duration del portafoglio e quella del benchmark di riferimento

Nota: rendimenti in dollari Usa. Gli investitori in euro possono scegliere di applicare una copertura del cambio sostenendo un costo aggiuntivo

Fonte: Elaborazione MF-Milano Finanza su dati BlackRock Investment Institute, agosto 2026

L'Unione dei Risparmi è un miraggio?

La presidente della Commissione Ue **di Angelo De Mattia**

L Ursula von der Leyen ha dichiarato che entro quest'anno dovrà essere attuata l'Unione del Risparmio e degli Investimenti. E si farà con chi ci sta, cioè anche solo con i Paesi che decideranno di aderirvi. Rappresenterà il primo caso di cooperazione rafforzata superando il potere di veto insito nell'obbligatoria unanimità delle decisioni? Innanzitutto verifichiamo se le parole avranno un seguito, poi se il progetto risulterà in armonia con quello dei rapporti Draghi e Letta. L'obiettivo è fornire occasioni di impiego ai 300 miliardi di risparmi europei che annualmente lasciano l'Ue per sostenere investimenti negli Usa.

La recentissima costituzione del Rhine Group, su iniziativa di Mario Draghi, potrà dare un sostegno alla formazione della nuova Unione? Anche questo sarà da verificare, avendo comunque presente che per Draghi sarebbe più confacente un ruolo istituzionale nel contesto dei tre principali organi comunitari (Consiglio, Commissione e Parlamento) rispetto a un organismo di non facile qualificazione dal quale magari ognuno si attende qualcosa. Chi ha ricoperto alti incarichi istituzionali dovrebbe rimanere nelle istituzioni.

Posta quindi la complessità della realizzazione del progetto in questione, si deve ricordare che è sommamente difficile realizzare l'Unione dei Capitali senza avere completato l'Unio-

ne Bancaria, finora attuata solo a metà rispetto al progetto varato 12 anni fa. Pende ancora la questione dell'assicurazione europea dei depositi, per la cui introduzione si sono fatti alcuni passi avanti rispetto alle progettazioni originarie mirate ad attribuire un coefficiente di rischio ai titoli di Stato.

Resta tuttavia ancora vaga l'idea di prevedere in generale limiti alla concentrazione dell'investimento in titoli, così com'è non si è raggiunta una conseguenza sulle risorse del Fondo unico di risoluzione delle banche in crisi (con il Mes che svolge un ruolo di paracadute), come sulla revisione della relativa normativa. Si tratta di questioni fondamentali che, se non vengono risolte, indurranno chiunque conosca solo poco della materia a chiedersi come si potrà passare all'Unione dei Risparmi e degli Investimenti. Anzi, poiché si ipotizza il ricorso, per decidere su quest'ultima, a una sorta di cooperazione rafforzata, il rischio è che, se all'innovazione mancano le basi (Unione Bancaria), l'insuccesso colpisca non solo il merito del progetto ma anche la scelta del modulo «con chi ci sta», che invece potrebbe avere un effetto d'imitazione se positivamente affrontato.

E pertanto lecito attendere di conoscere la posizione del governo e come ritiene di agire per collocare sui giusti binari il progetto di unificazione bancaria e dei capitali. (riproduzione riservata)

che non in quelle a lungo termine, cioè sopra i 10 anni, dove continuiamo a vedere una certa pressione al rialzo», conferma Rovelli. «Questa tendenza è alimentata sia da disavanzi pubblici che rimangono persistentemente alte che da una domanda di investimenti particolarmente sostenuta, trainata dall'Al, dalle infrastrutture energetiche e dalle spese della difesa».

L'interesse per le medie scadenze. In più, aggiunge lo strategista, «alcuni dei maggiori compratori di duration a lungo termine, banche centrali in primis, si sono un po' esauriti negli ultimi anni e i fondi pensione hanno meno esigenza di coprire le passività a lungo termine». In generale, Rovelli vede «opportunità di reddito interessante nel credito europeo, più attraente rispetto a quello Usa, e in parte anche nel mondo emergente, ma preferiamo non andare a cercare rendimenti estendendoci lungo la curva sulle duration molto lunghe».

Nella tabella della pagina a fianco, elaborata da Skipper Informatica, si può vedere una selezione di Btp, altri titoli di Stato in euro e bond corporate a media scadenza (5-7 anni) disponibili sul mercato secondario e ordinati per quantità media scambiata negli ultimi dieci giorni. Più che il rendimento a scadenza netto (che per i Btp arriva anche al 3,33%) l'investitore da rendita dovrà però guardare anche alle cedole: un titolo con cedola annua dello 0,95% sarà meno interessante, per questo profilo di investitore, di uno con cedola del 3,3%. Il rendimento a scadenza e la cedola rispondono a due esigenze diverse: il primo misura il ritorno complessivo dell'investimento, mentre la seconda determina il flusso di cassa periodico. Alle condizioni attuali, il titolo con cedola più bassa concentrerà il grosso della plusvalenza al rimborso, limitando il flusso durante la vita del titolo.

Il nuovo volto dei bond. Resta il fatto che i bond, in questo contesto di mercato, stanno cambiando faccia. «Nel mondo pre-Covid i bond rendevano poco ma coprivano molto il portafoglio nelle fasi di sell-off azionario, soprattutto nella componente governativa e sulle scadenze più lunghe», specifica Rovelli. «Il mondo è mutato per vari motivi e oggi i bond sono meno affidabili come copertura del rischio azionario. La protezione è venuta meno, ma almeno il rendimento è aumentato. Oggi la parte obbligazionaria si mette in portafoglio per generare reddito e avere una performance superiore all'inflazione».

Quindi, e questo è forse il punto più importante, i bond oggi «vanno valutati da soli, non tanto su quello che fanno per mitigare il rischio azionario. Questo riporta all'interesse per le scadenze in-

termedie piuttosto che per quelle lunghe che a nostro avviso presentano rendimenti aggiustati per il rischio decisamente più attraenti», aggiunge lo strategist di BlackRock.

Oltre i dividendi. In aggiunta alla porzione di reddito fisso, c'è poi la componente azionaria. Da una parte i classici titoli (o fondi ed Etf) ad alto dividendo. Dall'altra, le strategie di derivative income, che producono flussi di reddito attraverso la vendita di opzioni. Tra questi, i più famosi sono gli Etf covered call, che hanno come sottostanti grandi indici azionari (come l'S&P 500 o il Nasdaq) e generano un incasso immediato, o premio, vendendo opzioni call sui sottostanti.

Il premio consente di staccare agli investitori cedole (in genere con distribuzioni mensili) che arrivano anche a doppia cifra. «La soluzione classica (per income investors, ndr) consiste nell'andare sulle strategie ad alto dividendo, una strategia legittima ma che devia il portafoglio dalla composizione effettiva del mercato», spiega Rovelli. «In generale, questo tende a sacrificare un po' la componente di crescita. In alternativa si può generare reddito detenendo un portafoglio più simile alla capitalizzazione di mercato e, sfruttando il fatto che la volatilità implicita nelle opzioni a medio termine è oggi piuttosto alta, generare reddito vendendo volatilità».

Il grafico in pagina confronta i tre più grandi Etf a distribuzione sui bond intermedi, sui titoli ad alto dividendo e covered call (si tratta in questo caso di un Etf attivo). Come si può notare, il rendimento da dividendo attuale di quest'ultimo prodotto è superiore al 9% - pagato mensilmente - contro il 2,43% (pagamento trimestrale) del fondo-indice sui dividendi. Inoltre, nell'ultimo anno il totale return (rendimento che include le distribuzioni) avrebbe premiato l'Etf sui dividendi: 26% contro il 19% del covered call. Come regola generale il derivativo income tende ad avere un effetto collaterale: in presenza di mercati fortemente rialzisti (come avvenuto negli ultimi anni) questa strategia avrà l'effetto collaterale di sacrificare la partecipazione a una parte di crescita del mercato, per rivelarsi invece più vincente nelle parti più mature e laterali del ciclo azionario.

Dividendi: la concorrenza dei bond. Resta da capire infine se e come ci sia spazio, in un portafoglio da rendita, anche per i più tradizionali titoli ad alto dividendo. Negli ultimi anni la performance dei mercati azionari è stata guidata prevalentemente da tech e AI, e quindi queste strategie sono perlopiù rimaste indietro a livello di performance. Secondo consulenti ed esperti di mercato potrebbe essere interessante usarle soprattutto nella selezione dei titoli che presentano una crescita del dividendo. Ma ancora una volta il ritorno dei rendimenti obbligazionari potrebbe ribaltare il rapporto tra le diverse fonti di reddito: per l'investitore che cerca soprattutto flussi cedolari, oggi i bond di buona qualità tornano a essere una valida alternativa anche rispetto ai dividendi elevati. (riproduzione riservata)

I BOND A SCADENZA INTERMEDIA IN EURO: I PIÙ SCAMBIATI CATEGORIA PER CATEGORIA

Si considerano obbligazioni con scadenza compresa tra 5 e 7 anni

Isin	Descrizione	Scadenza	Quantità media ultimi 10 giorni (€)	Prezzo 25/08	Rendimento a scadenza lordo (%)	Rendimento a scadenza netto (%)	Perf. 2026 (%)
Btp							
IT0005668220	BTP.NV 15-11-32 3.25%	15/11/32	5.933.000	98,34	3,58	3,15	-0,07
IT0005619546	BTP.NV 15-11-31 3.15%	15/11/31	5.431.000	98,81	3,42	3,02	-0,04
IT0005466013	BTP.GN 01-06-32 0,95%	01/06/32	4.975.000	87,06	3,47	3,33	-0,04
IT0005647265	BTP.LG 15-07-32 3.25%	15/07/32	4.026.000	98,62	3,54	3,12	-0,09
IT0005704868	BTP.GN 15-06-33 3.3%	15/06/33	3.784.000	98	3,66	3,22	-
IT0005494239	BTP.DC 01-12-32 2.5%	01/12/32	3.567.000	94,32	3,55	3,19	-0,18
Altri titoli di Stato in euro							
FR0014002WK3	OAT 25-11-31 0%	25/11/31	304.000	83,92	3,4	3,38	-0,08
XS2330503694	ROMANIA 14-04-33 2%	14/04/33	292.000	81,19	5,45	5,16	1,34
XS2629209720	ROMANIA 30-05-32 5,25%	30/05/32	266.000	101,03	5,03	4,37	1,97
FR001400BKZ3	OAT 25-11-32 2%	25/11/32	212.000	91,46	3,54	3,28	-0,07
AT0000A324S8	AUSTRIA 20-02-33 2,9%	20/02/33	206.000	98,28	3,19	2,82	0,16
XS3198384573	ROMANIA 07-06-33 5,375%	07/06/33	201.000	99,65	5,43	4,75	1,89
Bond corporate							
XS3213330791	ALEPHON 06-02-32 4,625% call green	06/02/32	182.000	100,83	4,49	3,28	-
XS0161100515	TELECOMFON GE-33 7,75%	24/01/33	107.000	119,58	4,19	2,39	0,13
XS2802892054	PORSCHE 27-09-32 4,125% call	27/09/32	47.000	100,42	4,04	2,97	1,21
XS2978594989	EON 16-04-33 3,5% call	16/04/33	34.000	98,46	3,76	2,83	0,32
XS2892988192	LUFTHANSA ST-32 4,125% call	03/09/32	13.000	101,37	3,86	2,8	0,04
XS2896482598	MEDIOBANCA 30-09-32 3,5% call	30/09/32	13.000	100,52	3,4	2,49	1,84

Nota: dove non indicato diversamente, il taglio minimo dei bond è di 1.000 euro; *taglio minimo 1 euro

Fonte: Skipper Informatica

Withub

BOND INTERMEDI, COVERED CALL ED ETF AD ALTO DIVIDENDO: TRE OPZIONI DA RENDITA A CONFRONTO

Per ogni categoria è stato preso l'Etf a distribuzione più grande per masse in gestione

Nome	ETF BOND INTERMEDI IN EURO	ETF COVERED CALL	ETF AZIONARI AD ALTO DIVIDENDO
	iShares Euro Government Bond 5-7y	JPMorgan Nasdaq Equity Premium Income Active	Vanguard Fise All-World High Dividend Yield
Isin	IE00B4WXJG34	IE000U9J8HX9	IE00B8GKDB10
Masse in gestione (mln €)	604	3.469	9.746
Ter	0,15%	0,35%	0,29%
Perf. 2026	-0,41%	9,98%	19,24%
Perf. a 1 anno	0,41%	19,39%	26,32%
Perf. a 1 anno senza dividendi	-2,22%	8,61%	22,93%
Volatilità a 1 anno	3,79%	14,69%	8,22%
Rendimento per rischio a 1 anno	0,11	1,32	3,2
Drawdown massimo a 1 anno*	-3,48%	-7,6%	-6,39%
Rendimento da dividendo attuale	2,7%	9,28%	2,43%
Frequenza distribuzione	Semestrale	Mensile	Trimestrale

*Per drawdown si intende la distanza tra un punto di massimo e uno di minimo

Fonte: elaborazione MF-Milano Finanza su dati JustEtf

Withub

Stefano Loconte - Loconte & Partners

WEALTH PLANNING

Ecco cosa comporta l'usufrutto non esercitato

La gestione degli asset richiede sempre molta attenzione, atteso che si può giungere persino a perdere il diritto di proprietà in favore di altro soggetto. Il tema è sovente oggetto di contenziosi e, infatti, con l'ordinanza 22855 del 7 luglio scorso la Terza Sezione Civile della Corte di Cassazione è intervenuta sul tema dell'estinzione dell'usufrutto per non uso ventennale e sui presupposti della rinuncia tacita alla prescrizione già maturata. La vicenda trae origine da una donazione del 1984, con la quale due coniugi avevano trasferito al figlio la nuda proprietà di un fondo rustico riservandosi il diritto di usufrutto. Sul fondo il figlio aveva successivamente edificato un fabbricato, destinandolo ad abitazione propria e della famiglia. Nel 2006 aveva poi venduto al fratello la nuda proprietà del fondo e del fabbricato confermando nell'atto la sussistenza dell'usufrutto in favore dei genitori. Nel dicembre 2010 gli usufruttuari avevano richiesto il rilascio dell'immobile, rimasto nella disponibilità del figlio. La madre aveva quindi agito in giudizio per ottenere la restituzione del bene e il pagamento di un'indennità per l'occupazione senza titolo. Il convenuto aveva eccepito l'estinzione

dell'usufrutto per mancato uso protratto per oltre vent'anni e, in subordine, l'acquisto della piena proprietà per usucapione. Il Tribunale aveva accolto la domanda dell'usufruttuaria. La Corte d'Appello, in riforma integrale della sentenza, aveva dichiarato estinto per prescrizione del diritto di usufrutto poiché dalla sua costituzione nel 1984 sino alla richiesta formulata nel 2010 non risultava un concreto esercizio, neppure in forma mediata. La Cassazione ha dichiarato inammissibile il ricorso, rilevando che la Corte territoriale aveva esaminato le allegazioni delle parti e accertato che l'usufruttuaria non aveva specificamente contestato le circostanze dedotte dal figlio, secondo cui i genitori non avevano mai esercitato o richiesto di esercitare il diritto, mentre egli aveva utilizzato il bene, costruito il fabbricato a proprie spese e sostenuto i relativi oneri tributari. La Corte ha ricordato che la valutazione sull'esistenza e sulla portata della non contestazione spetta al giudice di merito ed è censurabile in Cassazione soltanto in presenza di una motivazione assente, apparente o manifestamente illogica. Nel caso esaminato, la motivazione della Corte d'Appel-

lo è stata ritenuta completa e logicamente coerente. Un'altra rinuncia alla prescrizione riguardava il contenuto dell'atto di vendita stipulato nel 2006. In tale contratto il figlio aveva richiamato l'usufrutto dei genitori e aveva previsto che l'acquirente avrebbe conseguito il possesso materiale dell'immobile soltanto al momento del consolidamento della piena proprietà. Secondo la ricorrente, tali dichiarazioni dimostravano la volontà del figlio di rinunciare alla prescrizione dell'usufrutto già maturata. La Cassazione ha escluso tale conclusione. Il richiamo all'usufrutto poteva, infatti, limitarsi a descrivere la situazione formalmente risultante dai registri immobiliari, in assenza di un titolo che ne avesse accertato l'estinzione. La rinuncia alla prescrizione richiede, invece, una manifestazione inequivocabile della volontà di non avvalersene. Il semplice riconoscimento formale dell'usufrutto non è stato quindi ritenuto sufficiente. Il caso è emblematico: comportamenti e dichiarazioni contrattuali hanno sempre degli effetti specifici anche con riferimento al tema della proprietà dei beni ed alla loro possibile rinuncia. (riproduzione riservata)

RENDIMENTI Cedole solide e in incremento costante da decenni, cash flow e valutazioni interessanti: così si selezionano i titoli migliori senza cadere nel tranello degli yield elevati. Tra Usa e Ue, cambio e fiscalità fanno la differenza per un investitore italiano

Dividendi aristocratici

di Francesca Gerosa

Scelta curiosa quella di Donald Trump. Nel mettere mano al suo portafoglio il presidente statunitense ha alleggerito la posizione proprio sulle società che fanno della crescita dei dividendi una certezza. Ha venduto quote, per un valore tra 5 e 25 milioni di dollari, nel Vanguard Dividend Appreciation Index Fund che investe in un paniere di società che tendono ad aumentare nel tempo le distribuzioni agli azionisti.

Il passato. Una mossa, quella del tycoon, che, guardando ai numeri di lungo periodo, fa quanto meno riflettere. Infatti, l'indice S&P 500 Dividend Aristocrats, che raccoglie società americane che non solo hanno pagato costantemente un dividendo agli azionisti ma sono riuscite anche ad aumentarlo per almeno 25 anni consecutivi, ha registrato un rendimento medio annuo del 12,44% dal 1991 al 2025. Le annate migliori sono state il 1991 (+38,5%), il 1997 (+35,48%) e il 1995 (+34,62%), mentre l'unico anno in cui l'indice ha accusato una perdita superiore al 10% è stato il 2008, l'anno della crisi finanziaria globale, con un -21,88%. Il 2026 offre un'ulteriore conferma: da inizio anno il rendimento è già del 14,16%, mentre le 69 società che compongono l'indice (hanno una capitalizzazione di mercato di almeno 3 miliardi di dollari con un volume di scambi giornaliero di almeno 5 milioni di dollari) offrono in media un dividendo yield del 2,39%.

Anche in Ue. Non è solo una storia americana. L'indice S&P Europe 350 Dividend Aristocrats, quotato dall'agosto 2006, ha realizzato un rendimento medio annuo del 6,32%. E da inizio 2026 il guadagno è dell'8,5%, con un rendimento medio del dividendo del 2,98% per i 45 titoli, alcuni anche di società italiane, che compongono l'indice. «Il nucleo resta americano, ma non per tradizione: per il filtro. L'indice americano chiede venticinque anni consecutivi di aumenti, quello europeo dieci anni di dividendi stabili o crescenti. Il secondo lascia passare ciclici e banche con payout target sull'utile dell'anno, quindi variabile per costruzione», sottolinea Filippo Migliorisi, portfolio manager di AcomeA sgr.

Due fattori, però, spingono in direzione opposta e vanno quantificati. Primo, il cambio: l'euro/dollaro è a 1,1646, in rafforzamento di quasi il 3% in un mese con la Bce che potrebbe alzare i tassi a settembre, e un

Società	Perf. a 12 mesi	Dividend yield	Crescita dividendo	Payout ratio	Potenziale upside/downside*
Omnv	54,0%	4,6%	18,9%	56,0%	-10,4%
Unipol	45,5%	3,9%	31,9%	56,0%	4,8%
Poste Italiane	31,3%	4,5%	20,8%	73,0%	5,2%
Vopak	30,6%	3,0%	8,5%	43,0%	20,1%
Ageas	28,3%	5,0%	7,2%	38,0%	-3,7%
Generali	27,9%	3,7%	10,2%	59,0%	-3,4%
Orion Oyj	27,7%	2,3%	2,8%	41,0%	-3,2%
Dhl Group	27,0%	3,3%	7,1%	57,0%	0,7%
Logista	26,5%	5,6%	12,2%	100,0%	-9,2%
Edp	25,3%	4,4%	1,5%	72,0%	9,1%
NN Group	24,4%	5,2%	11,0%	60,0%	3,6%
Teleperformance	20,8%	6,3%	13,4%	56,0%	7,7%
Allianz	20,7%	3,7%	12,2%	54,0%	-2,2%
Gea Group	19,2%	1,9%	8,8%	48,0%	4,4%
Henkel Agi & Co	12,6%	2,7%	2,2%	43,0%	2,9%
Iberdrola	12,4%	3,4%	10,2%	73,0%	2,7%
Terna	12,0%	4,0%	8,0%	75,0%	0,3%
Talanx	11,5%	2,9%	19,1%	35,0%	5,6%
Rubis	11,2%	6,1%	2,8%	71,0%	25,0%
Recordati	10,1%	2,6%	5,0%	62,0%	13,0%

Note: Upside/downside sulla base del target price medio del consenso Bloomberg

Withub

Società	Perf. a 12 mesi	Dividend yield	Crescita dividendo 5 anni	Payout ratio	Potenziale upside/downside*
Target Corp.	79,6%	2,8%	9,2%	47,0%	0,7%
Nucor Corp.	51,8%	0,8%	6,6%	17,7%	14,0%
Franklin Templeton	49,3%	3,7%	3,4%	89,0%	0,7%
Caterpillar	43,3%	0,7%	8,0%	26,0%	23,1%
Nordson Corp.	40,6%	1,0%	14,3%	33,0%	8,2%
Exxon Mobil	39,9%	2,6%	3,4%	53,0%	5,7%
Archer Daniels	39,6%	2,5%	7,1%	56,0%	3,8%
Chevron	37,8%	3,5%	6,0%	67,0%	8,8%
Stanley Black & Decker	36,3%	3,4%	3,5%	80,9%	2,1%
Johnson & Johnson	34,2%	2,0%	5,0%	60,0%	3,3%
Coca-Cola	34,2%	2,3%	4,6%	77,0%	6,1%
JM Smucker	33,4%	3,4%	3,7%	48,0%	0,2%
Vwv Grainger	32,6%	0,8%	8,6%	23,5%	-1,3%
Fastenal	30,7%	2,0%	5,2%	78,0%	-3,0%
West Pharma	29,5%	0,3%	5,3%	11,0%	16,6%
Expeditors Int.	27,5%	0,9%	7,5%	22,7%	-5,8%
Air Products & Chemicals	27,2%	2,3%	4,9%	75,0%	11,7%
Church & Dwight	24,2%	1,2%	4,1%	38,6%	4,6%
Emerson Electr.	20,8%	1,4%	1,9%	47,8%	11,0%
Colgate-Palmolive	20,0%	2,3%	3,4%	89,0%	6,6%

Note: Upside/downside sulla base del target price medio del consenso Bloomberg

Withub

movimento valutario del 5% cancella un dividendo del 3%. Secondo, la fiscalità: sul dividendo americano l'investitore retail italiano paga il 15% di ritenuta convenzionale più il 26% sul netto, circa il 37% effettivo contro il 26% di un dividendo italiano. «La sintesi», spiega Migliorisi, «è nucleo americano per la crescita del dividendo, satellite europeo per rendimento corrente e valuta».

Gli aristocratici. In generale le società che hanno costruito la reputazione sulla capacità di aumentare anno dopo anno i dividendi, un indicatore importante per gli investitori che cercano un reddito passivo, appartengono ai settori industriale,

dei beni di consumo, dei materiali, della logistica e della sanità, settori con yield modesto ma una crescita del dividendo superiore. Rappresentano l'élite delle aziende quotate dal punto di vista della solidità finanziaria (generano profitti in aumento) e della disciplina sui costi: non possono permettersi acquisizioni sconsiderate, investimenti non redditizi o un debito eccessivo, pena il taglio del dividendo.

I parametri vitali. Per mantenere questi impegni, devono generare utili sostenibili e soprattutto elevati flussi di cassa. «Tra payout ratio, debito, crescita degli utili e del dividendo e free cash flow ritengo

che quest'ultimo sia l'indicatore più importante. I dividendi vengono pagati con la cassa, non con gli utili contabili», sottolinea Francesco Lomartire, head of client coverage southern Europe di State Street Investment Management. «Un dividendo aristocratico di qualità dovrebbe quindi presentare un rendimento da free cash flow superiore al dividendo yield, così da finanziare agevolmente le distribuzioni agli azionisti». L'esperienza storica evidenzia che questa categoria di azioni ha spesso mantenuto una buona capacità di tenuta anche nei periodi caratterizzati da tassi elevati. Negli ultimi vent'anni, osserva Lomartire, nonostante un contesto molto

favorevole ai titoli growth, queste società hanno continuato a comportarsi meglio nei mercati ribassisti sia negli Usa sia in Eurozona, dimostrando una maggior capacità di preservare valore nei momenti di stress. Tuttavia, precisa Migliorisi, la storia di dividendi dice qualcosa sui flussi di cassa, nulla su come si comporterà il prezzo. In un bear market la perdita arriva dalla compressione dei multipli, non dal taglio del dividendo. Nel 2022, ad esempio, diversi Aristocratici nel settore dei consumi hanno perso il 20-25% con la cedola intatta. «La prima discriminante è quindi il multiplo di ingresso, perché un titolo che scambia a 30 volte gli utili con l'1,5% di rendimento non ha alcun floor di valutazione. La seconda è l'elasticità dei ricavi. La terza è il muro delle scadenze nei ventiquattro mesi. La combinazione pericolosa», avverte il portfolio manager di AcomeA, «è sempre payout alto, leva alta e utili ciclici: l'azione sembra difensiva finché il ciclo non gira. Segnale pratico: dentro il gruppo, un rendimento di oltre il 5% raramente è un'occasione, di solito è il mercato che prezza il taglio del dividendo in anticipo».

I prossimi Re. Spesso, infatti, gli investitori alle prime armi si lasciano allestare dagli yield più elevati. Un errore. Nel lungo periodo un rendimento del dividendo del 2% come quello del colosso Johnson & Johnson (si veda la tabella in pagina ordinata in base alle 20 migliori performance a un anno dell'indice S&P 500 Dividend Aristocrats) che cresce del 5% l'anno supera in total return un rendimento del 9% stagnante. Lo stesso si può dire per General Dynamics (29 anni di crescita del dividendo) che offre un payout al 38% degli utili e al 28% della cassa e vanta un portafoglio ordini di 131 miliardi di dollari. A circa 20 volte il multiplo prezzo/utile 2026 non è a sconto: «si compra visibilità, non reddito», spiega Migliorisi, citando anche Medtronic: free cash flow di 5,4 miliardi di dollari contro 3,6 miliardi di dividendi e 49 anni di crescita delle cedole, a un anno dallo status di King come il colosso energetico Chevron che ha premiato gli azionisti per 39 anni consecutivi e sarà incoronato Re se manterrà questa serie per 50 anni. Paga 3,5% e il payout ratio basso del 67% offre spazio per aumenti futuri. Sono, invece, già nella corte dei Re (hanno mostrato una protezione dai ribassi leggermente migliore durante la crisi del 2008, con un drawdown massimo del 20% contro il 22% degli Aristocrats, e un recupero più rapido di circa quat-

tro mesi) Target Corporation, gigante delle vendite al dettaglio che paga il 2,8% e ha visto crescere il suo dividendo di oltre il 9% l'anno con un payout pari solo al 47%, e PepsiCo con un rendimento al 4,1%, il migliore da oltre un decennio, «pero, con un payout del 79% sulla cassa, il margine di errore è sottile. Si compra un'inversione, non una forza. Invece S&P Global, 53 anni di crescita dei dividendi, lo cito», conclude Migliorisi, «perché rende meno dell'1% e smonta l'equazione tra dividend King e reddito: payout al 23% e crescita del dividendo dell'11% annuo nell'ultimo decennio».

L'élite italiana. Guardando al mercato europeo, di cui Andrea Scauri, gestore azionario di Lemanik, si occupa attraverso il fondo European Dividend Preservation, Roche e Novartis sono titoli con 25 anni di crescita consecutiva dei dividendi, Nestlé e Diageo due King, anche se per quest'ultimo titolo, puntualizza l'esperto, le recenti evoluzioni del trend dei consumi di alcolici mettono in dubbio una caratteristica fondamentale, ovvero la sostenibilità della cedola. Il mercato italiano non offre molti veri dividend aristocrats, ma Unipol, Generali, Poste, Terna e Recordati sono nella rosa dell'indice S&P Europe 350 Dividend Aristocrats e non solo sono in cima alle migliori performance dell'indice a 12 mesi (Unipol +45%, Poste +31% e Generali +27%) ma vantano una crescita dei dividendi a due cifre negli ultimi cinque anni (+31%, +20%, +10% le prime tre). Anche il colosso energetico Enel è nell'indice, negli ultimi cinque anni ha incrementato la cedola del 6,5% e attualmente offre uno yield superiore al 5%.

Per un investitore italiano «l'attrattiva dei dividend King e/o aristocrats europei è sicuramente preferibile in quanto si elimina il rischio cambio e il differenziale di tassi. Il caso del 2025 è emblematico: le performance sul mercato equity americano sono state completamente erose dalla svalutazione del dollaro. Non potendo un investitore retail italiano porre in essere strategie di hedging sul cambio, essendo molto costose, i titoli europei sono sicuramente preferibili», consiglia Scauri.

Se un investitore non volesse acquistare una di queste azioni potrebbe comunque fare affidamento sui fondi/etf dedicati a questo tema che offrono rendimenti annui a due cifre (si veda tabella a pagina 17). A questo proposito, il fondo Lemanik European Dividend Preservation si pone come obiettivo quello di investire su titoli con dividend yield sostenibili, superiori al 5%, e al tempo stesso implementare strategie di hedging che permettano di incassare i dividendi cumulati del portafoglio, togliendo la volatilità sottostante dei titoli. Una strategia che ha finora portato ottimi risultati, con rendimenti annualizzati (al netto dei costi) del 4% e una volatilità del 7%. (riproduzione riservata)

FONDI ED ETF PER INCASSARE I DIVIDENDI

Etf	ISIN	Rend. 1 anno	Rend. 3 anni annualizzato	Rend. 5 anni annualizzato	Volatilità (3 anni)	Costo annuo medio
First Trust US Equity Income	IE00BD6GCF16	24,5%	14,2%	10,6%	17,4%	0,55%
Franklin US Dividend Tilt	IE000Z40BK4	23,4%			17,6%	0,12%
WisdomTree US High Dividend	IE00BQZJBQ63	22,5%	14,9%	11,4%	14,7%	0,29%
iShares U.S. Equity High Income Active	IE0007FM00T9	20,5%			14,6%	0,35%
JPM Nasdaq Equity Premium Income Active	IE000N68IU2	20,1%			18,4%	0,35%
Fidelity US Quality Income	IE00BYXVGY31	19,7%	15,8%	11,9%	14,3%	0,25%
Global X Nasdaq 100 Covered Call	IE00BM8RQJ59	19,5%	10,9%		14,4%	0,45%
iShares Dow Jones U.S. Select Dividend	DE000A0DBQ49	19,4%	14,1%	9,8%	14,5%	0,31%
State Street Spdr S&P U.S. Dividend Aristocrats Screened	IE00BYTH5R14	17,6%	8,3%	7,4%	13,5%	0,35%
Fondi						
Ubs (Lux) Equity Sicav - US Total Yield (Usd)	LU0868494617	27,6%	15,1%	11,4%	15,8%	1,24%
Bny Mellon U.S. Equity Income Fund	IE00BD842084	25,9%	16,3%	14,5%	13,5%	0,84%
Cullen North American High Dividend Value Equity Fund	IE00B4Z7BN36	19,0%	12,0%	7,8%	12,5%	2,00%
Ubs (Lux) Equity Sicav - US Income (Usd)	LU1149724525	17,7%	10,6%	7,8%	13,1%	1,67%
Dws Invest II Esg US Top Dividend	LU0781239156	16,6%	11,7%	9,1%	11,9%	1,22%
Dpam B - Equities US Dividend Sustainable	BE0947853660	16,2%	12,3%	8,4%	13,9%	1,80%
Goldman Sachs US Equity Income	LU0214494824	12,7%	12,2%	10,6%	13,9%	1,80%
M&G (Lux) North American Dividend Fund	LU1670627253	12,5%	12,7%	9,3%	15,4%	0,98%
Cullen US Enhanced Equity Income Fund	IE00B6T60S89	12,0%	5,8%	4,1%	12,8%	2,00%

Fonte: Morningstar dati al 24 agosto 2026

Withub

Warsh torna falco ma la Fed rischia ancora sui prezzi

di Francesco Ninfole

Il presidente della Fed Kevin Warsh ha voluto ristabilire la credibilità della banca centrale nella lotta all'inflazione nel primo discorso alla riunione di Jackson Hole in Wyoming. Warsh ha sottolineato che il carovita resta «troppo alto» e ha fatto capire che la banca centrale potrebbe aumentare i tassi. «Dobbiamo essere certi che l'inflazione di fondo si stia muovendo verso il nostro obiettivo (2% nel medio termine, ndr), in modo chiaro e con sufficiente rapidità. Altrimenti abbiamo del lavoro da fare», ha detto. L'inflazione complessiva negli Stati Uniti, secondo l'indice Pce, è arrivata del 3,7% a luglio, mentre il valore al netto di cibo e energia è stato del 3,3%. In tal senso Warsh ha chiarito anche che il target di inflazione al 2% è «fermo e fisso» e che «la stabilità dei prezzi non si realizza automaticamente, né l'inflazione tende necessariamente a tornare alla media. E compito della Fed garantire la stabilità dei prezzi».

Warsh non si è sbilanciato sulla possibilità di un aumento dei tassi nella riunione della Fed del mese prossimo e non ha dato indicazioni su possibili mosse future, in linea con il suo approccio contrario alla forward guidance. «Sono qui oggi impegnato a mantenere una disciplina, non a prendere una decisione», ha detto. In questo momento, tuttavia, «il focus predominante della Fed deve essere sui prezzi», ha aggiunto. I mercati monetari scontavano il 28 agosto al 60% un rialzo a settembre e vedevano due strette entro marzo.

Warsh si è detto «impressionato dalla performance dell'economia» guidata dagli investimenti in Ai e ha ricordato che i profitti delle aziende nell'S&P 500 sono aumentati del 20% in un anno. Anche il mercato del lavoro «sta andando bene», ha detto, aggiungendo che i mercati del credito e dei prestiti stanno mostrando «pochi segnali» di una stretta della politica monetaria. «Mi sarebbe difficile definire le condizioni finanziarie generali come restrittive», ha precisato Warsh.

La situazione è differente sui prezzi dove i numeri sono «più preoccupanti» e i progressi sono stati finora «modesti», secondo il presidente della Fed, anche se le

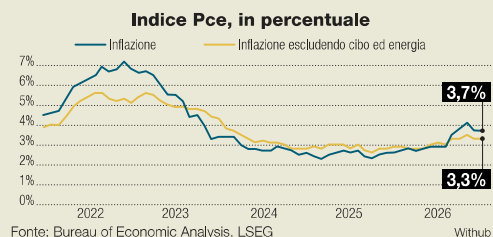
aspettative sembrano «nel complesso stabili». Per Warsh i dati di inflazione quest'estate sono stati «migliori del previsto, ma non indicano che le tendenze di fondo siano migliorate in modo significativo». Il discorso di Warsh ha ottenuto i risultati sperati sui mercati il 28 agosto. I tassi dei titoli Usa a due anni, più sensibili alle manovre di politica monetaria, sono saliti di 10 punti base (al 4,33%). Quelli a dieci anni sono aumentati di 5 punti base (al 4,72%). La curva dei tassi si è così appiattita in risposta alle parole falco di Warsh. Ma restano ancora dubbi sulla capacità della Fed di abbassare l'inflazione in modo duraturo, considerando anche le pressioni sui prezzi dovute al conflitto in Medio Oriente, all'energia, ai dazi e al

di apprezzare il lavoro che i mercati stavano facendo alzando i tassi al posto della Fed (che sulla stretta monetaria appare bloccata dall'opposizione di Trump). Ma poi Bessent è intervenuto proprio con una mossa finalizzata ad abbassare i tassi di mercato. Il confine tra politica monetaria e fiscale è diventato più sottile. Lo scenario è apparso così paradossale agli osservatori di mercato. I dati macro spingerebbero la banca centrale ad alzare i tassi ufficiali, ma la mossa farebbe infuriare Trump. Il deficit di bilancio Usa indica che le spese pubbliche andrebbero ridotte, ma il presidente al contrario le aumenta. La ricerca di rattrappi da parte di Warsh e di Bessent (entrambi nominati da Trump) complica ulteriormente il qua-



Kevin Warsh

L'INFLAZIONE NEGLI STATI UNITI



Fonte: Bureau of Economic Analysis, LSEG

Withub

boom dell'AI. Sui rendimenti a lungo termine pesano anche le incognite sul bilancio pubblico Usa e la concorrenza delle emissioni delle bigtech. I tassi dei bond Usa a 30 anni sono rimasti attorno al 5,2%.

Il discorso di Jackson Hole non elimina tutte le incognite sulla Fed. Nei giorni scorsi è emerso un forte contrasto tra la filosofia di Warsh e le azioni del segretario al Tesoro Scott Bessent che ha annunciato a sorpresa di voler (almeno) raddoppiare il riacquisto di titoli di Stato Usa a lungo termine, attraverso l'impiego di liquidità a breve. Gli importi messi sul tavolo sono apparsi limitati e hanno avuto più che altro l'effetto controproducente di mostrare le difficoltà di Bessent. Il Tesoro vuole abbassare i rendimenti di lungo periodo, che erano aumentati nelle ultime settimane anche a causa dei timori per una Fed troppo lenta nel contrastare l'inflazione (dubbi cresciuti dopo la conferenza stampa di Warsh a fine luglio). Il banchiere centrale peraltro aveva mostrato

dro, invece di migliorarlo, e rende sempre esplicito l'impasse degli Stati Uniti. La ricetta per gli Usa sarebbe semplice: una politica monetaria e fiscale seria, che guardi ai fondamentali dell'economia (inflazione e deficit innanzitutto). Ma è proprio quello che sembra difficile da realizzare durante la presidenza Trump. Non sorprende così l'allerta dei mercati, visibili negli ultimi giorni soprattutto sul mercato obbligazionario.

L'intervento di Warsh a Jackson Hole ha dato un sospiro di sollievo agli operatori spingendoli a dare nuovo credito al presidente della banca centrale. Ma già a settembre le parole potrebbero essere non più sufficienti. La Fed sembra obbligata prima o poi alla stretta (così come il Tesoro si a consolidamento fiscale). In tal caso però Trump con ogni probabilità tornerà a farsi sentire. Il presidente Usa ha criticato duramente Jerome Powell per non aver abbassato i tassi: cosa dirà di Warsh se li aumenterà? A quel punto l'indipendenza della Fed potrebbe tornare in discussione. (riproduzione riservata)