

LA BORSA ITALIANA DAL 1928: ALCUNE ANALISI

L'indice della Borsa Italiana dal 2 gennaio 1928 al 30 aprile 2009 esprime, nella versione a corsi secchi, ossia senza il reinvestimento dei dividendi, un rendimento nominale pari al 6,8% annuo. In termini reali esso diviene negativo per il 2,3% annuo (l'inflazione media è stata del 9,4%); ciò significa che un ipotetico investitore che avesse deciso di consumare i dividendi si sarebbe ritrovato dopo 81 anni e 4 mesi con un capitale dal potere di acquisto decurtato di oltre l'85% ⁽¹⁾. Calcolando l'indice nell'ipotesi di totale reinvestimento dei dividendi, il rendimento medio annuo reale si attesta all'1%, per effetto di un *dividend yield* medio nel periodo del 3,4%. Il reinvestimento del dividendo è quindi necessario per mantenere il potere d'acquisto iniziale del capitale che, posto 100 il gennaio 1928, risulta pari a 227,5 a fine aprile 2009. Il reimpiego dei dividendi è di fatto servito per circa il 70% a proteggere il capitale dall'inflazione e per il residuo ad incrementarlo.

La tabella che segue riporta i maggiori cinque ribassi e rialzi (variazioni % annue, depurate dall'inflazione; ipotesi di reinvestimento dei dividendi):

Maggiori ribassi			Maggiori rialzi		
Anno	Var %	Var % anno successivo	Anno	Var %	Var % anno successivo
1945	-71,5	+115,9	1946	115,9	-45,5
1944	-53,7	-71,5	1985	84,3	+63,3
2008	-48,6	-	1986	63,3	-31,7
1947	-45,5	+11,5	1959	62,6	+20,2
1974	-39,6	-16,3	1997	57,0	+42,6

Le flessioni sono concentrate intorno alla metà degli anni '40 (3 casi) e alla metà degli anni '70 (un caso). Si tratta di periodi di iperinflazione (97% nel 1945, addirittura 344% nel 1944, attorno al 20% negli anni '70) dovuta alle vicende belliche nel primo caso ed agli *shock* petroliferi nel secondo. La Borsa non fu in grado in tali circostanze di compensare la componente inflattiva ed il rendimento reale ne è stato negativamente influenzato (nel periodo bellico la Borsa fu anche penalizzata da una serie di provvedimenti restrittivi varati dal regime). La terza maggiore caduta si è avuta nel 2008 al pieno manifestarsi della crisi finanziaria internazionale innescatasi nel luglio del 2007. La reazione della Borsa ad annate con oscillazioni violente è incerta; a forti variazioni di un segno possono fare seguito correzioni (quattro casi su nove) o movimenti di pari segno (cinque casi su nove). Sull'intero *database* in 34 annate (43% dei casi) l'indice di Borsa ha avuto una variazione di segno diverso da quello dell'anno prima, in 46 occasioni (57% dei casi) si è confermata la direzione segnata l'anno precedente.

(1) Per la metodologia di calcolo degli indici utilizzati si rinvia alla nota "La Borsa italiana dal 1928". Per le questioni relative alle diverse basi e alle implicazioni dei calcoli si rinvia alla "replica" data nel marzo 2003 ad alcuni interrogativi che ci erano stati sottoposti. Entrambi i documenti sono scaricabili dal sito www.mbres.it. Valgono ovviamente tutti i *caveat* concernenti la metodologia, peraltro non altrimenti migliorabile.

Il Grafico 1 riporta la distribuzione dei rendimenti medi annui dal 1928 (rettificati per l'inflazione e con ipotesi di reinvestimento dei dividendi) raggruppati in classi relative a intervalli fissi di rendimento. Sono numericamente maggiori i periodi di crescita del mercato azionario (48 annate) rispetto a quelli di flessione (34) e il maggior numero di osservazioni si colloca nell'intervallo tra lo 0 e il +20% annuo (27 casi). Il 56% dei rendimenti annui cade nell'intervallo tra -20% e +20%, l'83% tra -40% e +40% e il 94% si colloca nella fascia compresa tra -60% e +60%.

L'osservazione della serie storica dei valori dell'indice della Borsa italiana in ipotesi di totale reinvestimento dei dividendi evidenzia quattro periodi, di differente lunghezza, in cui il valore dell'investimento in Borsa è al di sotto del livello iniziale (gennaio 1928): dal 1930 al 1934, dal 1945 al 1954, dal 1974 al 1985 e dal 1990 al 1992. I punti di minimo all'interno delle tre fasi di ribasso sono stati rispettivamente: 81,6 nel 1933, 32,1 nel 1945, 35,8 nel 1977 e 89,2 nel 1992: in quest'ultimo caso l'investimento azionario sarebbe risultato infruttifero per 65 anni. Il massimo assoluto della serie è stato registrato nel 2006 a 470,1. Da allora vi è stata una caduta che ha portato l'indice a 227,5 a fine 2008, livello invariato a fine aprile 2009.

Nella valutazione dell'investimento in azioni è fondamentale la considerazione dell'orizzonte in cui esso avviene: allungandolo si attenua l'alea connessa alla variabilità dei corsi, ma se ne riduce la significatività, quanto meno in termini di vita utile per il godimento dei frutti da parte dell'ipotetico investitore. Nel Grafico 2 sono riportati i rendimenti massimo e minimo storicamente conseguiti nel nostro campione con riferimento ad *holding period* (HP) che vanno da uno a quaranta anni. Quest'ultimo può essere assimilato all'orizzonte di un lavoratore che investa in Borsa i propri contributi lavorativi con finalità pensionistiche. Assumendo un periodo di investimento di un solo anno (HP 1 anno), l'investitore avrebbe "rischiato" nel periodo in esame di guadagnare un massimo del 116% (nel 1946) o perdere nella peggiore ipotesi il 72% (1945). Man mano che il periodo d'investimento si allunga, si riduce la dispersione dei risultati medi annui. Sorprende che anche detenendo le azioni per 30 o 40 anni permanga il rischio di subire una perdita media annua tra il 3% ed il 4% (che significa, in 40 anni, depauperare di circa l'80% in termini reali il proprio capitale pur avendo reinvestito tutti i dividendi, come accaduto tra il 1944 ed 1983). A titolo di raffronto, si consideri che sul mercato americano non è mai accaduto che l'investimento in azioni abbia reso negativamente (in termini reali) per più di 16 anni, che diventano 22 alla Borsa di Londra. In Europa Continentale si è arrivati a superare i 50 anni, ma limitatamente alla prima metà del '900 ⁽²⁾. Nel caso dell'Italia (e limitatamente al nostro periodo di riferimento), la tabella che segue illustra i casi più eclatanti di investimento pluridecennale conclusisi con una perdita complessiva.

(2) Si veda: Dimson E., Marsh P., Staunton M., *The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle*, London Business School, Aprile 2006. I sedici anni con rendimento negativo per la Borsa americana sono caduti tra 1905 ed il 1920, i 22 di quella inglese tra il 1900 ed il 1921. I periodi cinquantennali delle Borse continentali iniziano invariabilmente con il 1900 e si chiudono nel 1952 in Francia e nel 1954 in Germania. Anche il Giappone ha vissuto un'analogha esperienza tra 1900 e 1950.

Durata dell'investimento (anni)	Massima perdita media annua in termini reali	Periodo di detenzione (fine anno)
50 anni	2,26%	1928-1978
55 anni	1,75%	1928-1983
61 anni	0,36%	1929-1990
62 anni	0,49%	1928-1990
63 anni	0,50%	1928-1991
64 anni	0,60%	1928-1992
65 anni	0,18%	Gennaio 1928-1992
65,3 anni	0,10%	1943-Aprile 2009
67 anni	0,02%	1928-1995

Discende da quanto detto che il momento dell'investimento è fondamentale per il suo esito. Se si commette l'imprudenza di investire in un picco di mercato ⁽³⁾, posto pari a 100 l'anno in cui esso si verifica, in media dopo 10 anni si è a metà strada, ad oltre i tre quarti dopo venti, mentre al maturare del trentesimo anno si è ancora in perdita, seppure di poco.

Cento euro investiti in ognuno dei picchi

Capitale medio dopo:	10 anni	51,8
	20 anni	81,8
	30 anni	97,6

Se invece si fosse investito in uno degli anni in cui l'indice di Borsa era ai minimi (nel nostro campione: il 1933, 1938, 1945, 1964, 1977 e il 1992), in media dopo 10 anni si sarebbe ottenuto un valore dell'investimento più che raddoppiato e quasi quadruplicato dopo 30 anni.

Cento euro investiti in ognuno dei minimi

Capitale medio dopo:	10 anni	215,0
	20 anni	265,3
	30 anni	388,1

Il Grafico 3 riporta i rendimenti annui che per periodi di investimento trentennali e quarantennali hanno alternato fasi positive a fasi negative; nel biennio 2006-2007 sono stati toccati i livelli più elevati

(3) Nel nostro campione: 1928, 1943, 1961, 1969, 1986.

(2,7% annuo nel 2006 per l'orizzonte temporale di quaranta anni e 8,7% annuo nel 2007 per l'orizzonte di trenta anni). L'investimento trentennale è risultato negativo continuativamente tra il 1971 ed 1974, ancora tra il 1976 ed il 1979, di nuovo tra 1982 e 1985 e tra 1989 e 1993. Il 1996 è stato l'ultimo anno a segnare una perdita trentennale (-0,62% medio annuo) e a fine aprile 2009 il rendimento era pari a circa il 6%. L'orizzonte quarantennale ha prodotto risultati negativi nel decennio che va dal 1974 al 1984, ma da allora ha sempre garantito uno scarto positivo, anche se assai ridotto nel 2001 (0,36%).

In alternativa all'avventuroso investimento in azioni, si è considerato quello senza rischio sul mercato monetario, consistente nell'acquisto di titoli di stato a durata annuale, loro detenzione a scadenza e reinvestimento dei frutti e del capitale l'anno successivo nel medesimo strumento (BOT) ⁽⁴⁾. Tale strategia è priva di rischio dato lo *standing* dell'emittente (lo Stato) e l'impossibilità di perdite in conto capitale. Il risultato è assolutamente insoddisfacente a causa dell'impatto dell'inflazione: ipotizzando un investimento ad inizio 1938, l'iperinflazione degli anni '40 avrebbe eroso il potere d'acquisto in maniera così profonda che esso non avrebbe più potuto essere ripristinato nei successivi settanta anni (perdita media annua, in termini reali, del 3,6%, con un capitale reale ridotto di oltre il 90%).

Un'ultima considerazione riguarda gli eventi (guerre, assetti istituzionali, ecc.) che "attraversano" il campione. Il valore segnaletico e prospettico delle evidenze storiche risiede anche nella probabilità che quegli eventi possano reiterarsi. Se li si reputa altamente infrequenti (come parrebbe essere, ad esempio, una guerra sul territorio italiano), potrebbe avere un senso escluderli dai calcoli. In tal caso i risultati cambierebbero radicalmente: prendendo come base l'inizio del 1948 (e dunque escludendo sia il periodo bellico che l'iperinflazione che lo seguì) il rendimento annuo reale delle azioni diverrebbe il 3,0% (contro l'1% dell'intero periodo), ed anche l'investimento *risk free* in BOT tornerebbe positivo: essi renderebbero infatti l'1,2% annuo reale, con una volatilità (rischio) assai minore, come si evince dal Grafico 4. La tabella che segue sintetizza per comodità i rendimenti reali annui *total return* delle azioni e dei BOT con data terminale aprile 2009 e considerando "basi" di partenza (cioè momenti di investimento) progressive di dieci anni in dieci anni, a partire dal gennaio 1928.

(4) Rendimenti annui dei BOT a 12 mesi; i tassi dal 1938 al 1976 sono di fonte Banca d'Italia, dal 1977 sono desunti da "Indici e dati" (rendimento annuo lordo relativo al primo semestre di ogni anno). Sebbene l'investimento in BOT rappresenti solo dalla metà degli anni '70 un'alternativa accessibile alle famiglie, i rendimenti da esso espressi anche in anni precedenti sono assimilabili a quelli di altri strumenti ad ampia diffusione (ad esempio, i Buoni fruttiferi postali).

<i>Investimento all'inizio del:</i>	<i>Rendimento medio annuo reale dell'investimento in azioni</i>	<i>Rendimento medio annuo reale dell'investimento in BOT</i>
1928	1,0%	...
1938	1,0%	-3,6%
1948	3,0%	1,2%
1958	1,6%	1,3%
1968	0,9%	1,6%
1978	6,1%	2,7%
1988	3,4%	3,3%
1998	0,7%	1,1%
2008	-39,3%	0,5%

Nel periodo compreso tra il raggiungimento dei massimi del 1999 e la fine di aprile del 2009, per garantire all'investimento in azioni un rendimento reale pari al 3,5% annuo (misura assimilabile al premio al rischio secondo le stime di lungo periodo della Banca d'Italia), il livello terminale dell'indice avrebbe dovuto essere pari a oltre 500 punti, soglia raggiungibile in sei anni e mezzo ad un tasso di crescita medio annuo pari al 13% (pari a quello verificatosi tra la fine del 2002 e quella del 2007).

Ufficio Studi Mediobanca, maggio 2009

Grafico 1 – Rendimenti reali annuali dal 1928 all’aprile 2009

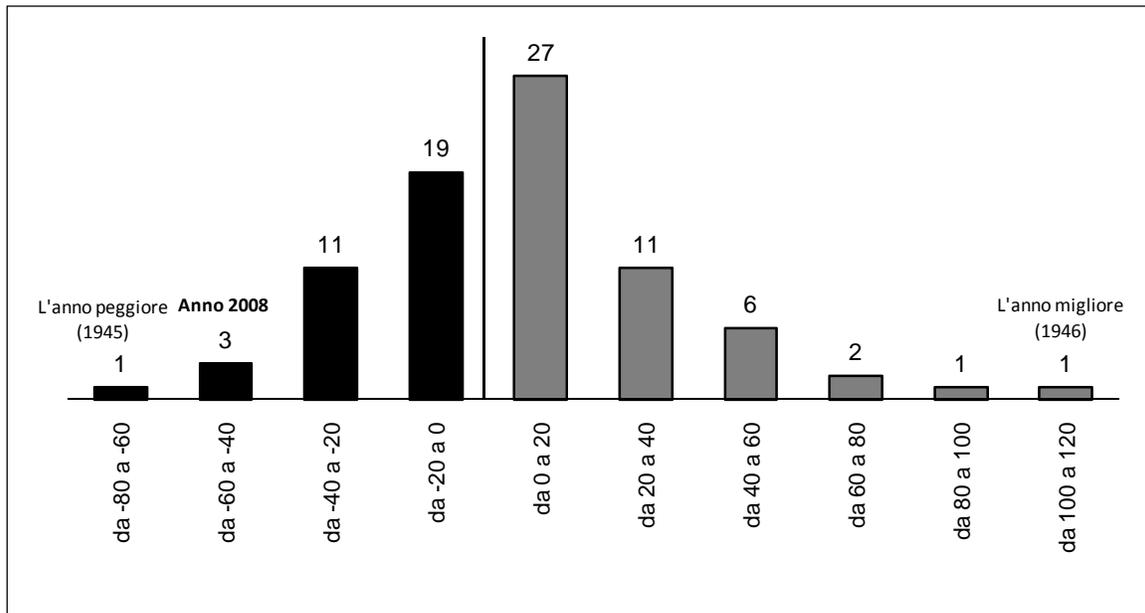


Grafico 2 – Rendimenti reali ed *holding period* (HP) dal 1928 all’aprile 2009

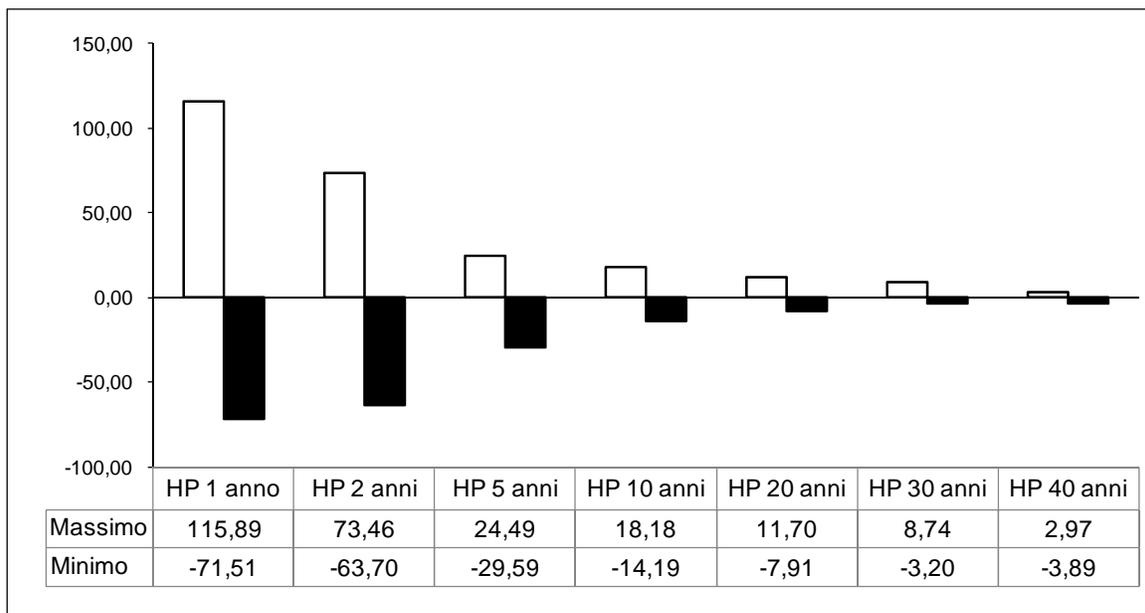


Grafico 3 – Rendimenti reali su HP trentennale (nero) e quarantennale (grigio): investimento fatto trenta anni - nero – o quaranta anni - grigio - prima della data indicata in ascissa.

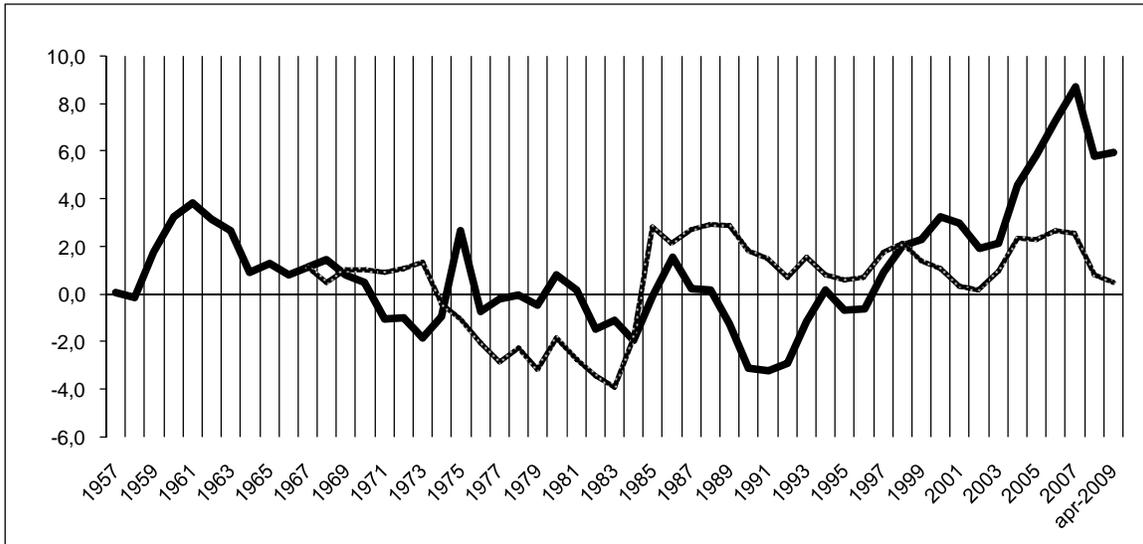


Grafico 4 – Indici reali, base 1948=100; azioni linea marcata, BOT linea sottile

