

**BORSE** Lo dicono i numeri degli ultimi 40 anni: per cogliere il rendimento di lungo periodo conviene restare investiti. Perché le sedute positive sono numerose come le negative. Entrando e uscendo dal listino si rischia di...

# Vince chi non vende

di **Oliviero Lenci\***  
e **Silvio Olivero\*\***

I mercati azionari crescono nel tempo, riflettendo la crescita delle economie sottostanti: se infatti per effetto della crescita economica aumentano gli utili e quindi i dividendi distribuiti dalle quotate, giocoforza ne crescerà anche il valore e la quotazione di borsa. Per esempio, i mercati azionari di Italia, Germania e Usa nel lungo periodo sono cresciuti e, al pari delle sottostanti economie, i mercati tedesco e americano hanno superato i livelli pre-crisi del 2007, mentre quello italiano risulta ancora in difficoltà.

Poiché la crescita dei corsi azionari non si realizza in modo lineare, ma attraverso alterne tendenze rialziste e ribassiste, è molto forte tra gli investitori la tentazione di intercettare tali tendenze, cercando di sfruttarle a proprio beneficio. L'idea, fin troppo ovvia, è di affrontare le fasi di rialzo con quote di investito elevate e quelle di ribasso con quote ridotte. Purtroppo, tali tendenze sono evidenti solo a posteriori, dunque queste strategie di gestione del portafoglio non possono che fondarsi su inferenze circa l'andamento futuro del mercato, inferenze che spesso possono rivelarsi errate.

Qui cerchiamo quindi di spiegare perché questo approccio alla gestione del portafoglio espone al rischio di limitare notevolmente i benefici che nel lungo termine i mercati azionari possono offrire agli investitori. Iniziamo osservando che, in valuta locale, in un arco di tempo di circa 40 anni, dal 31 dicembre 1979 al 31 ottobre 2019, il mercato azionario italiano ha reso mediamente il 6,8% annuo, quello tedesco il 6,3%, e quello americano addirittura l'8,7%. Si tratta di rendimenti notevoli, a maggior ragione considerando che gli indici «Msci price» dai quali sono derivati non tengono conto dei dividendi distribuiti, pari a un ulteriore 2 o 3% annuo.

Passando dai rendimenti annui al valore finale, fatto 100 il portafoglio iniziale, in 40 anni il capitale investito sul mercato italiano sarebbe diventato 1.390 (4.832 tenendo conto dei dividendi reinvestiti), quello affidato al mercato tedesco

avrebbe raggiunto 1.149 (3.196 con i dividendi), mentre l'investimento americano sarebbe esploso sino a raggiungere 2.829 (8.331 con i dividendi).

Questi sono solo alcuni esempi dei molte volte evocati rendimenti di lungo periodo, quelli cui l'investitore razionale dovrebbe guardare soprattutto nei momenti di grave crisi, quando i portafogli patiscono perdite significative e la pulsione ad abbandonare gli investimenti azionari diviene forte, alimentata da paura e scoramento. Ai rendimenti di lungo periodo però l'investitore razionale dovrebbe guardare anche nei momenti positivi, quando i portafogli traboccano di plusvalenze e si fa forte la tentazione di vendere, per portare a casa gli utili. Insomma, non bisognerebbe mai vendere: non bisogna farlo quando si perde, il che è ovvio anche se talvolta di difficile attuazione, ma neanche quando si guadagna, comportamento assai meno intuitivo.

Elencare i rendimenti che i mercati hanno offerto a chi è stato paziente non è però sufficiente per indurre lo scettico a confidare nella potenza del lungo termine e a indurlo a mantenere saldi i nervi quando la gestione emotiva dell'investimento di-

venta diventò difficile. Un'analisi più dettagliata del meccanismo attraverso il quale la detenzione di titoli azionari nel lungo termine produce risultati tanto lusinghieri può risultare quindi utile per comprendere meglio il senso dell'invito a rimanere investiti.

L'analisi prende inizio da questa domanda: qual è l'unità elementare di cui è composto un rialzo azionario di lungo termine? La risposta è che non vi è una sola unità elementare, bensì due: due mattoncini che, combinati fra loro in lunghissime sequenze, generano il procedere del mercato. Stiamo parlando del rialzo e del ribasso. Per enucleare queste due componenti base abbiamo scomposto il periodo di osservazione in set-

timane, distinguendo fra quelle in cui ciascun mercato è salito e quelle in cui lo stesso mercato è sceso: per quanto semplice, questa analisi ha condotto a esiti non scontati. I robusti risultati dei mercati azionari che abbiamo descritto sono infatti il frutto di una modesta prevalenza delle settimane di rialzo rispetto a quelle di ribasso: il 57% del totale negli Usa, il 56% in Germania e meno del 54% in Italia. A fronte di una così limitata prevalenza numerica delle settimane di rialzo, si potrebbe pensare che la crescita delle borse sia prodotta dalla maggior intensità dei rialzi rispetto ai ribassi. Ma anche questa deduzione risulta falsa: rialzi e ribassi, in media, sono molto simili in valore assoluto, anzi in genere i ribassi risultano leggermente più intensi. Sono infatti mediamente del -2,2% le performance del mercato tedesco nelle settimane negative, contro il +2% medio di quelle positive; negli Usa al -1,7% delle prime si contrappone il +1,6% delle seconde; mentre solo in Italia i due dati sono quasi coincidenti e pari al 2,4%.

Dietro all'immagine di solidità che trasmettono i risultati ottenuti dall'investimento azionario nel lungo periodo, dunque, si nasconde un delicatissimo meccanismo, fondato su una lieve prevalenza del rialzo, dovuta unicamente a una maggiore numerosità degli eventi positivi e non a una loro maggior intensità. Questo piccolo differenziale, coltivato nel tempo, determina lo straordinario successo dell'in-

vestimento in azioni. La prova di quanto sia delicato l'equilibrio su cui si fondano i rialzi di lungo termine può essere offerta da un'analisi di sensitività dei rendimenti finali a fronte di piccole variazioni della quota di settimane di rialzo. La tabella pubblicata a pagina 28 rappresenta il costo-opportunità di una strategia che, prevedendo l'entrata e l'uscita dal mercato azionario, abbia commesso solo qualche piccolo errore nell'intercettare le fasi di rialzo; come si può osservare, è sufficiente non partecipare a una minima quota degli eventi di rialzo per veder compromessa la redditività dell'investimento. Ad esempio, ipotizzare un'incidenza delle settimane di rialzo inferiore del 2% comporta una riduzione del montante finale compresa fra il 50 e il 60%. Ovviamente si potrebbe costruire un'analoga tabella con la quale dimostrare come sia possibile, riducendo di poco gli eventi negativi, veder esplodere il valore del portafoglio, ma, in assenza di un criterio che consenta di intercettare con certezza i trend, tale tabella costituirebbe una raccolta di chimere.

Concludendo, vale la pena osservare che quanto detto è valido soltanto per portafogli azionari diversificati, sia a livello settoriale sia su base geografica, che sono in grado di cogliere nel lungo termine i benefici della crescita economica globale. (riproduzione riservata)

\*presidente  
\*\*responsabile Ufficio Studi  
Cellino e Associati sim

## BORSE, MEGLIO RIMANERE INVESTITI

	Quota di settimane al rialzo	Rendimento annuo	Montante di un capitale iniziale pari a 100
<b>DATI STORICI DEGLI ULTIMI 40 ANNI</b>			
ITALIA	53,6%	6,8%	1.390
GERMANIA	55,7%	6,3%	1.149
USA	57,0%	8,7%	2.829
<b>1% IN MENO DI SETTIMANE DI RIALZO</b>			
ITALIA	52,6%	5,5%	857
GERMANIA	54,7%	5,2%	764
USA	56,0%	7,9%	2.071
<b>2% IN MENO DI SETTIMANE DI RIALZO</b>			
ITALIA	51,6%	4,3%	528
GERMANIA	53,7%	4,2%	509
USA	55,0%	7,0%	1.493

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati sim su dati FactSet

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

## IN 40 ANNI LE OTTAVE POSITIVE PREVALGONO (MA DI POCO)

	Settimane di rialzo			Settimane di ribasso		
	Numero	%	Rendimento medio	Numero	%	Rendimento medio
ITALIA	1.115	53,6%	2,4%	964	46,4%	-2,4%
GERMANIA	1.159	55,7%	2,0%	920	44,3%	-2,2%
USA	1.184	57,0%	1,6%	895	43,0%	-1,7%

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati sim su dati FactSet

GRAFICA MF-MILANO FINANZA