

**Area Studi Mediobanca**



## La Borsa Italiana dal 1928

**Febbraio 2019**

## 1. Metodologia e dati

La serie storica dell'indice di borsa dal 2 gennaio 1928 al 31 dicembre 2018 è stata elaborata a puro titolo indicativo. Essa è stata ottenuta raccordando tre indici calcolati in tempi successivi e con metodologie non uniformi dall'Ufficio Studi Mediobanca:

- Indice Mediobanca base 2/1/1928=100, calcolato retrospettivamente con cadenza trimestrale fino al 1977,
- Indice Mediobanca base 2/1/1961=100, calcolato giornalmente fino al 31/12/1997,
- Indice Mediobanca Globale base 2/1/2001=100, calcolato giornalmente a partire dal 2/1/1996.

L'indice base 1928=100 è stato calcolato retrospettivamente nell'ambito di una analisi sulla evoluzione della Borsa Italiana, pubblicata nel 1978 su *Indici e Dati*. La metodologia di costruzione dell'indice è la stessa dell'indice base 1961 (v. *infra*). La principale differenza consiste nel fatto che si tratta di un indice campionario aperto e dunque ricettivo dei titoli di nuova quotazione. La consistenza del paniere è passata dagli 88 titoli di fine 1928 ai 156 di fine 1977, avendo raggiunto nel 1963 la sua massima numerosità con 164 componenti. E' un indice di prezzo ed ignora pertanto il reinvestimento dei dividendi.

L'indice Mediobanca 1961=100 è un indice campionario chiuso, alla cui formazione hanno inizialmente partecipato 100 dei 206 titoli allora quotati, con una rappresentatività pari a circa il 93% della capitalizzazione di Borsa. Stante la sua concezione, esso non ha accolto i titoli di nuova quotazione ed ha perduto i titoli via via revocati dal listino. Alla data di cessazione del calcolo il paniere contava 36 titoli (su 239 quotati) con una copertura pari a circa il 39% della capitalizzazione di Borsa senza peraltro che la performance borsistica da esso descritta si differenziasse significativamente da quella individuata dagli indicatori calcolati da altre fonti. Le azioni di risparmio, quotate per la prima volta nel 1976, non vi hanno mai figurato. E' anch'esso un indice di prezzo e non considera il reinvestimento dei dividendi.

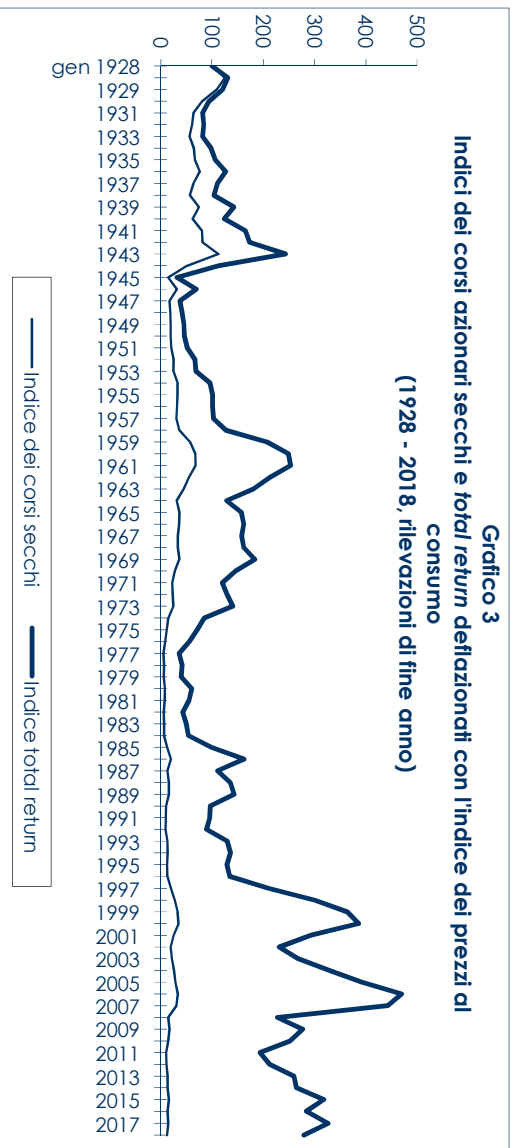
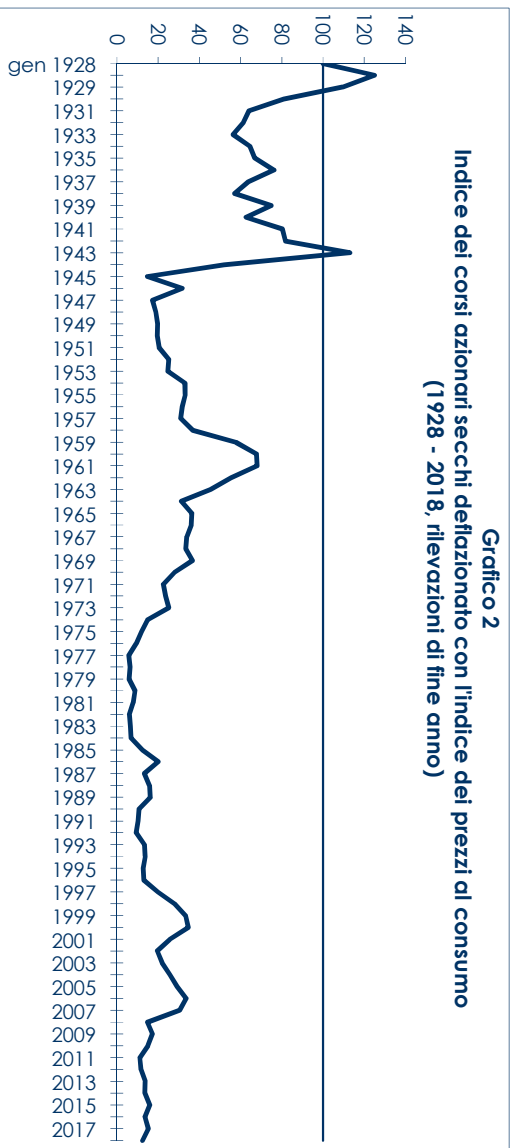
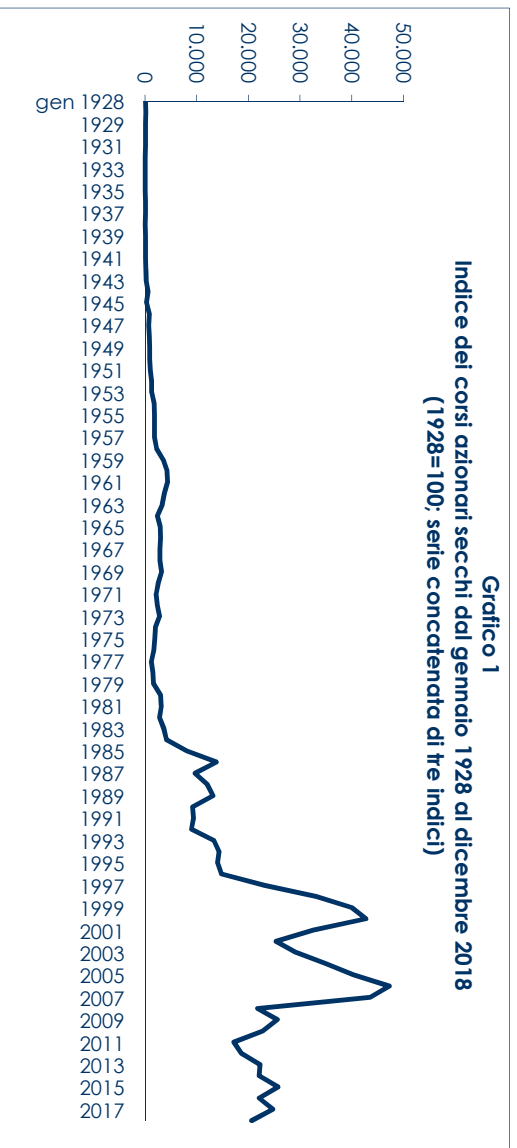
L'indice Mediobanca Globale base 2/1/2001=100 (calcolato dal 1996) è un indice *all-share* e dunque copre in ogni momento l'universo dei titoli azionari quotati presso l'MTA. Adotta un criterio di ponderazione basato sulla sola capitalizzazione flottante (c.d. *free float*). E' prodotto anche nella versione *total return* ossia con il reinvestimento dei dividendi.

La versione *total return* dal 1928 al 1995 è ottenuta considerando come rendimento dei dividendi il rapporto tra il monte dividendi distribuito e la media delle capitalizzazioni rilevate alla fine dell'anno di distribuzione e del precedente; successivamente è utilizzato l'indice Mediobanca Globale *total return*.

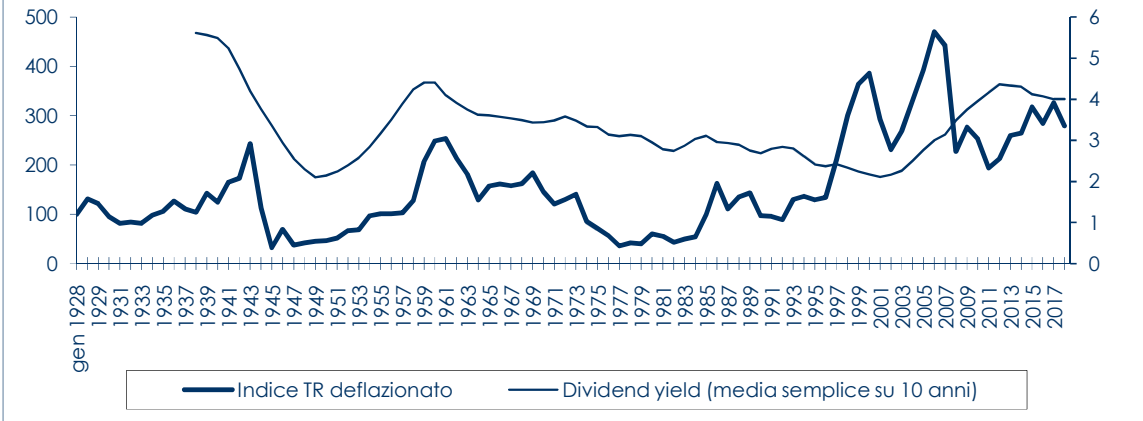
Il concatenamento dei tre indici è effettuato applicando un coefficiente di raccordo dato dal rapporto tra l'ultimo valore della vecchia serie ed il primo della nuova. Tale fattore è moltiplicato per tutti i valori della nuova serie.

Data (fine anno)	Indice dei corsi azionari secchi	Indice dei prezzi al consumo	Indice del rendimento nominale dei BOT	Indice dei corsi azionari secchi deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo	Indice dei corsi azionari <i>total return</i> deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo
2 gen 1928	100,0	100,0	n.d.	100,0	100,0
1928	115,8	92,7	n.d.	125,0	131,3
1929	103,3	94,2	n.d.	109,7	121,0
1930	73,8	91,2	n.d.	80,9	94,9
1931	52,9	82,4	n.d.	64,2	81,7
1932	49,1	80,2	n.d.	61,3	84,0
1933	42,6	75,5	n.d.	56,4	81,6
1934	46,2	71,6	n.d.	64,6	98,0
1935	48,5	72,6	n.d.	66,8	106,3
1936	59,5	78,1	n.d.	76,2	127,0
1937	54,6	85,5	85,5	63,9	111,2
1938	52,5	92,0	90,0	57,1	104,0
1939	72,1	96,1	94,7	75,0	142,7
1940	70,2	112,1	99,7	62,6	124,2
1941	104,3	129,7	105,0	80,4	165,1
1942	122,7	150,0	110,1	81,8	173,3
1943	284,3	251,5	115,7	113,0	243,5
1944	580,3	1.117,6	121,6	51,9	112,6
1945	323,9	2.201,1	127,3	14,7	32,1
1946	823,3	2.597,7	133,3	31,7	69,3
1947	724,0	4.209,9	139,8	17,2	37,8
1948	841,8	4.457,4	147,1	18,9	42,1
1949	893,3	4.522,8	154,3	19,8	45,2
1950	870,5	4.462,0	161,5	19,5	46,8
1951	1.002,6	4.895,4	169,1	20,5	51,7
1952	1.284,3	5.103,4	176,5	25,2	67,0
1953	1.283,6	5.202,8	183,9	24,7	68,9
1954	1.765,9	5.342,7	191,5	33,1	96,7
1955	1.822,6	5.492,6	199,5	33,2	101,2
1956	1.830,4	5.765,9	207,8	31,7	100,9
1957	1.820,6	5.877,3	216,5	31,0	102,9
1958	2.263,0	6.158,9	224,9	36,7	127,3
1959	3.541,4	6.133,1	233,0	57,7	207,0
1960	4.262,0	6.296,0	241,5	67,7	248,9
1961	4.405,8	6.480,0	250,3	68,0	253,8
1962	3.772,9	6.810,5	258,9	55,4	213,2
1963	3.326,2	7.322,4	268,2	45,4	181,0
1964	2.420,9	7.756,6	278,0	31,2	128,9
1965	2.945,5	8.093,6	288,1	36,4	157,2
1966	2.979,3	8.255,6	298,4	36,1	161,9
1967	2.855,6	8.420,7	309,1	33,9	157,9
1968	2.856,9	8.528,0	320,1	33,5	162,3
1969	3.209,3	8.767,4	332,9	36,6	183,9
1970	2.584,5	9.213,2	356,0	28,1	145,9
1971	2.176,4	9.673,8	377,1	22,5	120,6
1972	2.414,0	10.217,4	395,8	23,6	129,8

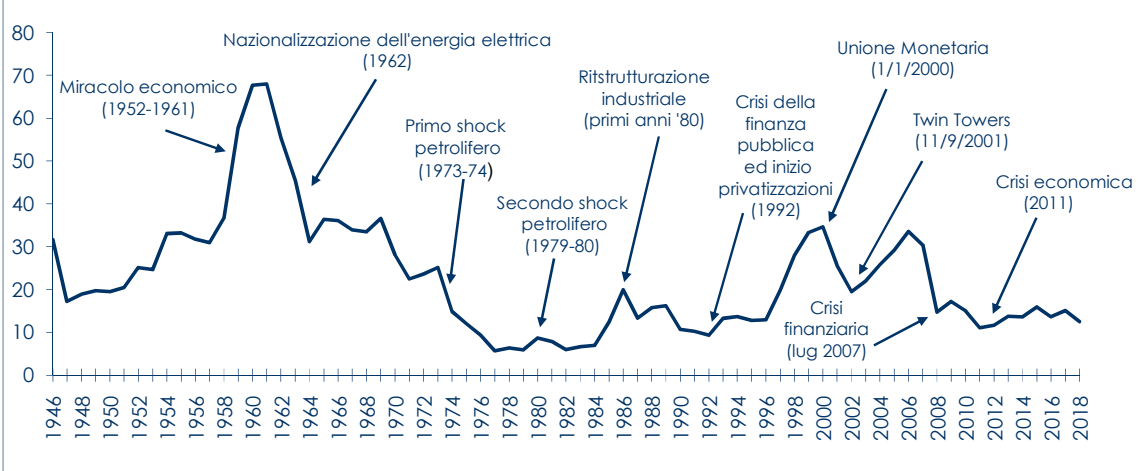
Data (fine anno)	Indice dei corsi azionari secchi	Indice dei prezzi al consumo	Indice del rendimento nominale dei BOT	Indice dei corsi azionari secchi deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo	Indice dei corsi azionari <i>total return</i> deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo
1973	2.834,2	11.276,9	421,9	25,1	140,8
1974	2.003,8	13.469,7	462,5	14,9	85,1
1975	1.899,7	15.782,2	527,9	12,0	71,2
1976	1.711,7	18.389,5	578,5	9,3	56,5
1977	1.240,2	21.717,9	675,1	5,7	35,8
1978	1.564,4	24.421,1	760,2	6,4	41,9
1979	1.660,8	28.264,6	852,3	5,9	39,8
1980	2.989,2	34.240,9	968,5	8,7	60,4
1981	3.187,9	40.644,2	1.128,8	7,8	55,1
1982	2.831,2	47.287,5	1.354,4	6,0	43,2
1983	3.611,9	54.375,5	1.602,4	6,6	49,8
1984	4.176,3	60.127,9	1.856,8	6,9	54,1
1985	8.123,9	65.299,5	2.111,2	12,4	99,6
1986	13.836,8	69.283,1	2.370,7	20,0	162,7
1987	9.660,9	72.480,4	2.601,3	13,3	111,2
1988	12.018,8	76.071,4	2.880,2	15,8	135,6
1989	13.176,0	81.098,8	3.225,2	16,2	143,1
1990	9.208,2	86.044,9	3.635,5	10,7	97,1
1991	9.362,8	91.565,5	4.091,0	10,2	95,8
1992	9.005,7	96.512,1	4.608,9	9,3	89,2
1993	13.337,0	100.569,2	5.163,8	13,3	129,6
1994	14.339,1	104.528,9	5.616,2	13,7	136,5
1995	14.054,7	110.123,7	6.240,7	12,8	129,2
1996	14.821,1	114.391,5	6.810,5	13,0	134,3
1997	23.138,5	116.405,4	7.266,8	19,9	210,7
1998	33.121,8	118.491,5	7.620,7	28,0	300,4
1999	40.013,5	120.302,5	7.842,4	33,3	364,1
2000	42.721,4	123.447,1	8.179,7	34,6	386,3
2001	32.526,6	126.760,5	8.538,7	25,7	292,7
2002	25.354,8	129.847,3	8.847,0	19,5	231,4
2003	29.238,3	132.981,2	9.046,9	22,0	268,8
2004	34.916,7	135.599,4	9.236,9	25,7	330,1
2005	40.310,4	137.976,3	9.435,5	29,2	392,1
2006	47.259,1	140.677,2	9.715,8	33,6	470,3
2007	43.551,6	143.113,1	10.108,3	30,4	442,6
2008	21.786,6	147.717,3	10.488,3	14,7	227,7
2009	25.638,8	148.915,0	10.611,1	17,2	277,2
2010	22.782,5	151.231,2	10.746,9	15,1	252,6
2011	17.192,1	155.207,2	11.087,5	11,1	193,6
2012	18.632,2	159.860,4	11.342,6	11,7	212,6
2013	22.226,2	161.737,4	11.454,9	13,7	259,8
2014	22.061,3	162.054,6	11.509,8	13,6	264,5
2015	25.756,5	161.895,8	11.517,9	15,9	317,9
2016	22.089,1	161.737,4	11.500,6	13,7	284,3
2017	24.745,0	163.497,2	11.463,8	15,1	326,1
2018	20.628,4	165.295,7	11.436,3	12,5	279,4



**Grafico 4**  
**Indice total return deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo e dividend yield**  
**(1928 - 2018, rilevazioni di fine anno)**



**Grafico 5**  
**Indice dei corsi azionari secchi deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo**  
**(1946 - 2018, rilevazioni di fine anno)**



## 2. Alcune analisi

L'indice della Borsa italiana dal 2 gennaio 1928 al 31 dicembre 2018 esprime, nella versione a corsi secchi, ossia senza il reinvestimento dei dividendi, un rendimento nominale pari al 6% annuo. In termini reali esso diviene negativo per il 2,3% annuo (l'inflazione media è stata dell'8,5%); ciò significa che un ipotetico investitore che avesse deciso di consumare i dividendi si sarebbe ritrovato dopo 91 anni con un capitale dal potere di acquisto decurtato dell'88% (1). Calcolando l'indice nell'ipotesi di totale reinvestimento dei dividendi, il rendimento medio annuo reale si attesta all'1,1%, per effetto di un *dividend yield* medio nel periodo del 3,5%. Il reinvestimento del dividendo è quindi necessario per mantenere il potere d'acquisto iniziale del capitale che, posto pari a 100 nel gennaio 1928, risulta pari a 279,4 a fine 2018. Il reimpiego dei dividendi è di fatto servito per due terzi a proteggere il capitale dall'inflazione e per il residuo ad incrementarlo.

La tabella 1 riporta i maggiori cinque ribassi e rialzi (variazioni % annue, depurate dall'inflazione, in ipotesi di reinvestimento dei dividendi).

Tabella 1

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	+21,7	1986	+63,3	-31,7
1947	-45,5	+11,5	1959	+62,6	+20,2
1974	-39,6	-16,3	1997	+56,9	+42,6

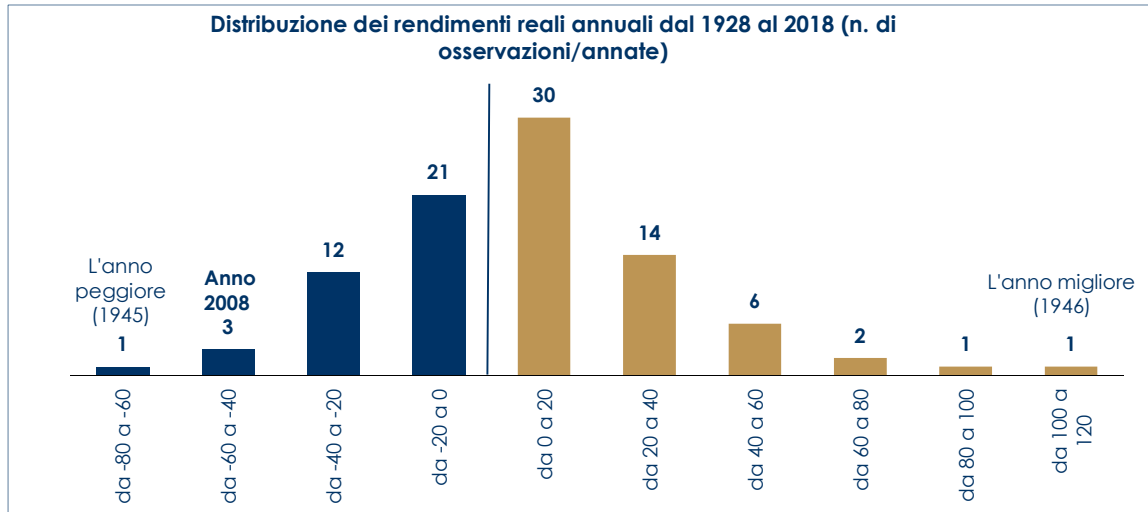
Le flessioni sono concentrate intorno alla metà degli anni '40 (3 casi) e alla metà degli anni '70 (un caso). Si tratta di periodi di iperinflazione (97% nel 1945, addirittura 344% nel 1944, attorno al 20% negli anni '70) dovuta alle vicende belliche nel primo caso ed agli shock petroliferi nel secondo. 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 fanno seguito correzioni o movimenti di pari segno. Sull'intero *database* in 41 annate (46% dei casi) l'indice di Borsa ha avuto una variazione di segno diverso da quello dell'anno prima, in 49 occasioni (54% dei casi) si è confermata la direzione segnata l'anno precedente.

Il Grafico 6 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 (54 annate) rispetto a quelli di flessione (37) e il maggior numero di osservazioni si colloca nell'intervallo tra lo 0 e il +20% annuo (30 casi). Il 56% dei rendimenti annui cade nell'intervallo tra -20% e +20%, l'85% tra -40% e +40% e il 95% si colloca nella fascia compresa tra -60% e +60%.

---

(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](http://www.mbres.it). Valgono ovviamente tutti i caveat concernenti la metodologia, peraltro non altrimenti migliorabile.

Grafico 6



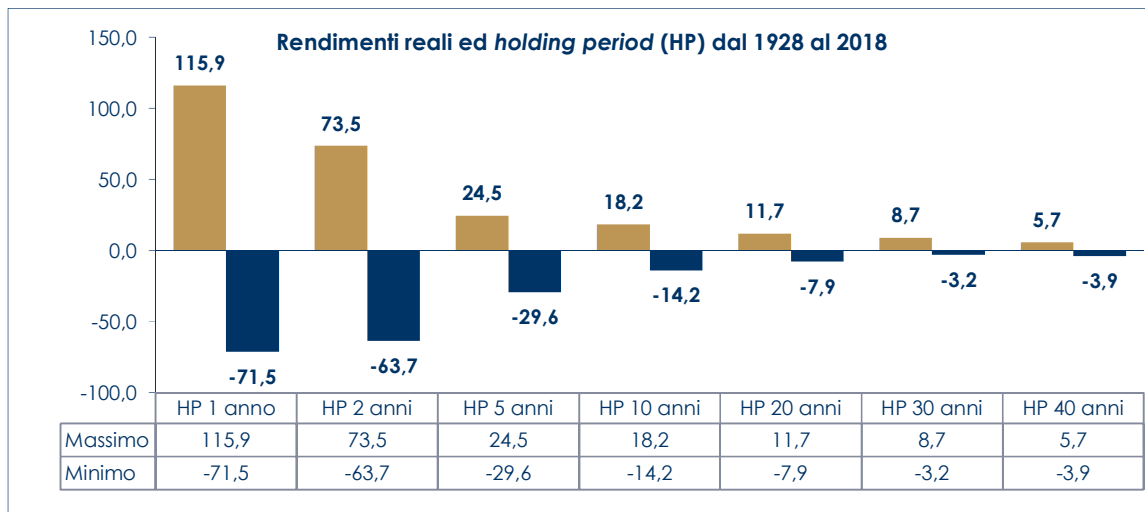
L'osservazione della serie storica dei valori dell'indice della Borsa italiana in ipotesi di totale reinvestimento dei dividendi evidenzia quattro periodi, di differente lunghezza, in cui il valore dell'investimento in Borsa si è trovato al di sotto del livello iniziale (gennaio 1928): dal 1930 al 1934, dal 1945 al 1954, dal 1974 al 1985 e dal 1990 al 1992. I punti di minimo all'interno delle quattro 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 effettuato all'inizio del 1928 sarebbe risultato infruttifero per 65 anni. Il massimo assoluto della serie è stato registrato nel 2006 a 470,3. Da allora vi è stata una caduta che ha portato l'indice a 227,7 a fine 2008, una breve ripresa nel 2009 (277,2) e un ulteriore calo a fine 2011 che ha portato il valore a 193,6. Da fine 2012 (212,6) a fine 2015 (317,9) la crescita dell'indice non ha subito alcun arresto; un calo è stato registrato a fine 2016 (284,3) ma a fine 2017 è stato raggiunto il valore massimo dell'ultimo decennio (326,1). Alla fine del 2018 si è avuta una nuova diminuzione dell'indice, con valore pari a 279,4.

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 7 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 d'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. Anche detenendo le azioni per 30 o 40 anni permane 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 e il 1983).



**Grafico 7**



La Tabella 2 illustra i casi più eclatanti di investimento pluridecennale conclusi con una perdita complessiva.

**Tabella 2**

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

Discende da quanto detto che il momento dell'investimento è fondamentale per il suo esito. Se si decide malauguratamente di investire in un picco di mercato <sup>(?)</sup>, posto pari a 100 l'anno in cui esso si verifica, in media dopo 10 anni si è subito un dimezzamento del capitale, recuperando poi fino ad oltre i tre quarti dopo venti anni, mentre solo al maturare del trentesimo anno si otterrebbe un guadagno.

**Tabella 3**

Cento euro investiti in ognuno dei picchi		
Capitale medio dopo:	10 anni	55,0 euro
	20 anni	81,8 euro
	30 anni	110,6 euro

<sup>(?)</sup> Nel nostro campione: 1928, 1943, 1961, 1969, 1986, 2000 e 2006.

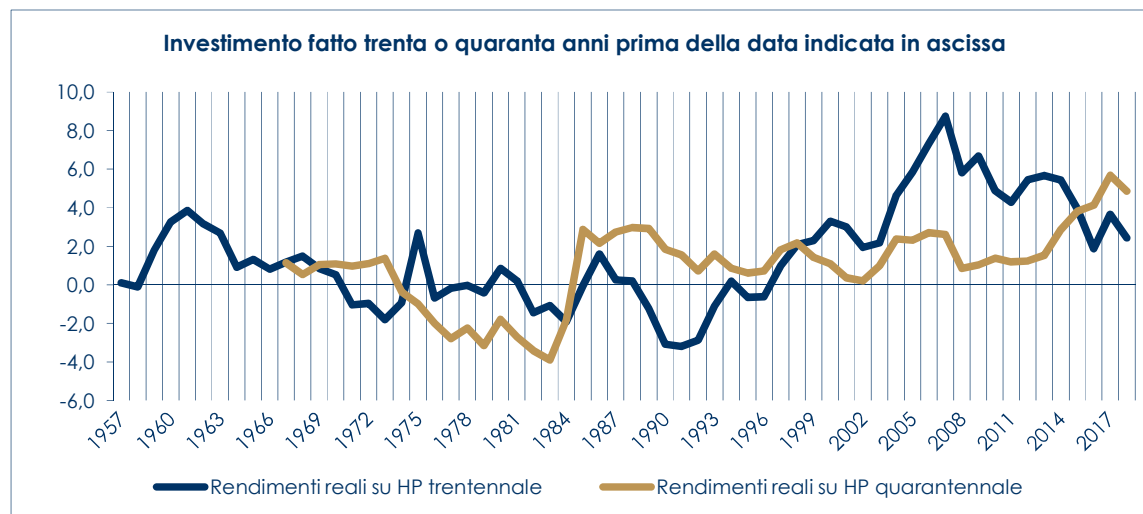
Se invece si fosse investito in uno degli anni in cui l'indice di Borsa era ai minimi (nella nostra rilevazione: il 1933, 1938, 1945, 1964, 1977, 1992 e 2002), in media dopo 10 anni si sarebbe ottenuto un valore dell'investimento raddoppiato e quasi quadruplicato dopo 30 anni.

**Tabella 4**

Cento euro investiti in ognuno dei minimi		
<b>Capitale medio dopo:</b>	10 anni	203,4 euro
	20 anni	260,8 euro
	30 anni	388,2 euro

Il Grafico 8 riporta i rendimenti annui che per periodi di investimento trentennali e quarantennali hanno alternato fasi positive a fasi negative; i valori più elevati sono stati toccati nel 2007 per l'orizzonte temporale di trenta anni (8,7% annuo) e nel 2017 per l'orizzonte di quaranta anni (5,7% annuo). L'investimento trentennale è risultato negativo continuativamente tra il 1971 ed il 1974, ancora tra il 1976 ed il 1979, di nuovo tra il 1982 e il 1985 e tra il 1989 e il 1993. Il 1996 è stato l'ultimo anno a segnare una perdita trentennale (-0,62% medio annuo) e a fine 2018 il rendimento era pari a circa il 2,4%. L'orizzonte quarantennale ha prodotto risultati negativi nel decennio che va dal 1974 al 1984, ma da allora ha sempre garantito uno scarto positivo, in alcuni anni molto ridotto (0,21% nel 2002).

**Grafico 8**



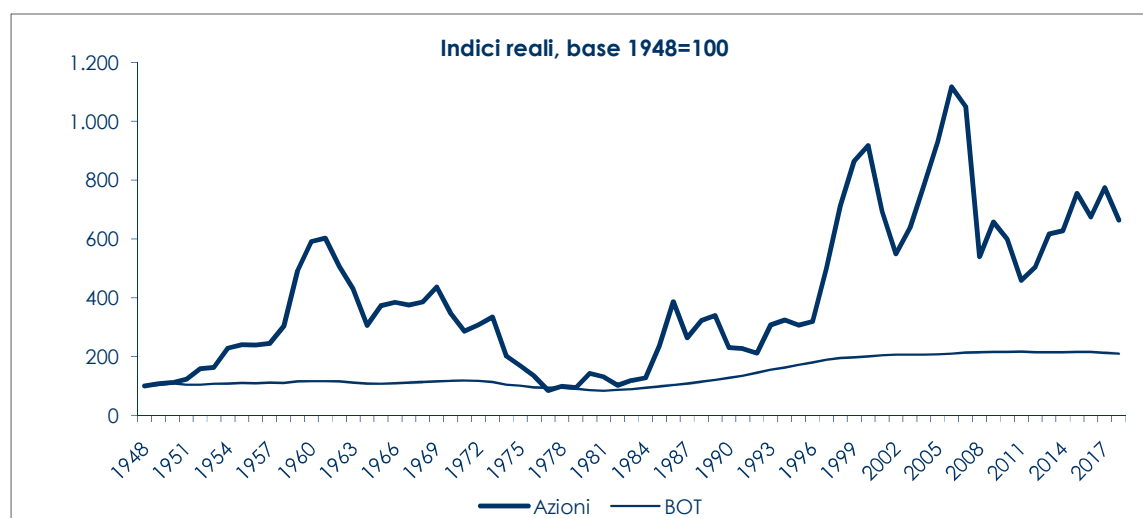
In alternativa all'investimento in azioni, si è considerato quello senza rischio sul mercato monetario, consistente nell'acquisto di titoli di stato a durata annuale, loro detenzione a scadenza e reinvestimento dei frutti e del capitale l'anno successivo nel medesimo strumento (BOT) <sup>(3)</sup>. Tale strategia è priva di rischio dato lo *standing* dell'emittente

<sup>(3)</sup> 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

(lo Stato), la brevità del periodo d'investimento 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 ottanta anni (perdita media annua, in termini reali, del 3,2%, 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 segnaleitico 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), può 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 2,9% (contro l'1,1% dell'intero periodo), ed anche l'investimento *risk free* in BOT tornerebbe positivo: esso renderebbe infatti l'1% annuo reale, con una volatilità (rischio) ovviamente assai minore, come si evince dal Grafico 9.

**Grafico 9**



**Tabella 5**

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

anche in anni precedenti sono assimilabili a quelli di altri strumenti ad ampia diffusione (ad esempio, i Buoni fruttiferi postali).

La tabella 5 sintetizza per comodità i rendimenti reali annui total return delle azioni e dei BOT con data terminale 31 dicembre 2018 e considerando "basi" di partenza (cioè momenti di investimento) progressive di dieci anni in dieci anni, a partire dal gennaio 1928. Nel periodo compreso tra il raggiungimento dei massimi del 2006 e il 2018, per garantire all'investimento in azioni un rendimento reale pari al 5,5% annuo <sup>(4)</sup> (misura assimilabile al premio al rischio), il livello terminale dell'indice avrebbe dovuto essere pari a 894 punti, soglia raggiungibile in dieci anni ad un tasso di crescita medio annuo del 13% circa (pari a quello verificatosi tra la fine del 1996 e quella del 2006).

---

<sup>(4)</sup> cifr. Fernandez P., Ortiz A., Fernandez Acin I., *Market Risk Premium used in 71 Countries in 2016: A Survey with 6,932 Answers*; *Journal of International Business Research and Marketing* 2, no. 6 (2017): 23-31.