

SHORT NOTES SERIES

N. 1

Fondi pensione ed equity risk premium

Giuseppe Marotta

(Università di Modena e Reggio Emilia e Cefin)

Giugno 2007

Fondi pensione ed equity risk premium

Giuseppe Marotta*
Università di Modena e Reggio Emilia e Cefin

Introduzione

Una delle motivazioni fondamentali per motivare il passaggio dal TFR a un fondo pensione è l'opportunità di poter ottenere un extra rendimento sull'investimento azionario, per la quota di portafoglio investita in questi strumenti. Stime dell'equity risk premium, ovvero dell'eccesso di rendimento rispetto a titoli pubblici privi di rischio (di credito), a breve o a lungo termine, sono riportate spesso nella stampa specializzata, nei periodici aziendali degli operatori finanziari, in pubblicazioni scientifiche a carattere divulgativo.

La tesi di questa nota è che se è condivisibile la valutazione che l'investimento azionario possa essere la scelta migliore per la pensione integrativa, dato il sottostante orizzonte di lungo periodo, trasparenza e correttezza nei confronti degli investitori vorrebbero che *a)* le informazioni sull'extra-rendimento da attendersi rispetto a titoli a breve o a lunga pubblici fossero coerenti con le opinioni prevalenti tra gli studiosi più accreditati, in particolare di coloro di cui sono citati in modo selettivo alcuni risultati, e *b)* trattandosi di investitori italiani, si facesse riferimento anche all'esperienza del nostro paese.

Alcuni esempi recenti nella pubblicistica italiana

Nell'articolo di apertura de *L'anima della finanza*, aprile 2007, di ANIMA sgr si scrive che "In termini reali, le azioni hanno generato un rendimento annuo composto del 7.2%, le obbligazioni un rendimento dell'1.7% e i titoli monetari un rendimento dell'un per cento. Per differenza si ottiene che, nel complesso, le azioni hanno offerto in media un extra-rendimento annuo del 5.5% sulle obbligazioni, considerato l'intero secolo scorso". Su Milano Finanza del 3 marzo 2007 si scrive che, in base a un recente studio della London Business School e di ABN Amro [aggiornamento annuale di Dimson-Marsh-Staunton, 2002] tra il 1900 e il 2006 [in realtà 2005], e con riferimento alla media mondiale, le azioni hanno reso in media il 5.8% annuo, contro l'1.6% del reddito fisso, in termini reali, con un extra rendimento pari al 4.2%. In Italia i dati sono rispettivamente del 2.3 e dell'1.8%. Nell'ultimo Rapporto sul risparmio e sui risparmiatori in Italia indagine di BNL-Centro Einaudi, Guerini editore, relativa al 2006, si riporta, senza commenti, che l'extra-rendimento atteso dagli investitori italiani per l'investimento azionario era superiore ai 7/8 punti percentuali.

* marotta.giuseppe@unimore.it

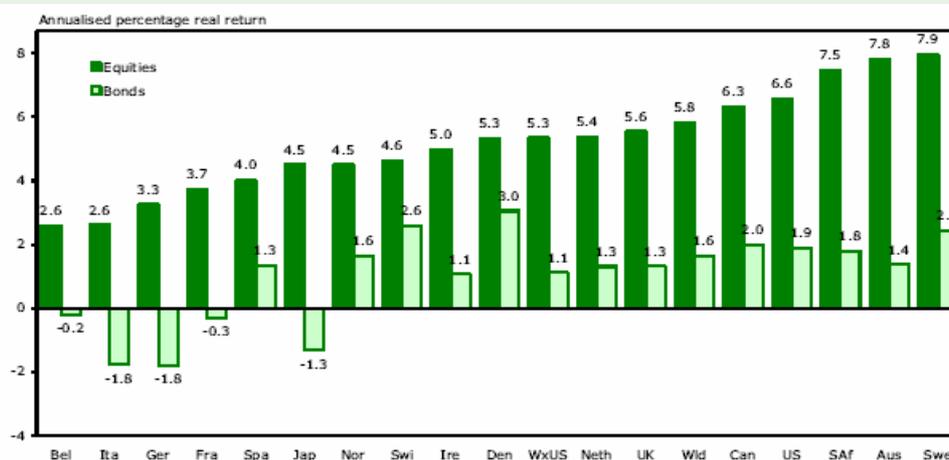
Da ultimo, Riccardo Cesari, in *TFR e fondi pensione*, Il Mulino, 2007, parla con riferimento al caso italiano di un premio al rischio di 5-7 punti all'anno rispetto ai BOT (p. 102).

Stime dell'equity risk premium atteso

Il riferimento divenuto classico per quantificare il rendimento *realizzato* di azioni, obbligazioni e titoli a breve pubblici, nei 17 maggiori paesi è il lavoro di Dimson e altri (cfr. Figure 5 e 8 sotto, tratte dall'aggiornamento al 2006). E' bene sottolineare che si tratta di misurazioni di rendimenti realizzati, mentre ciò che rileva per le scelte degli investitori è ovviamente il rendimento atteso. Ai fini della nostra discussione è da sottolineare che gli autori, traendo alcune implicazioni delle loro elaborazioni che partono dal 1900, affermano che l'equity risk premium atteso, al lordo di imposte e di costi di transazione, inteso come tasso di rendimento composto, è stimabile intorno al 3/3.5 per cento (Dimson e altri, 2006, p. 29).

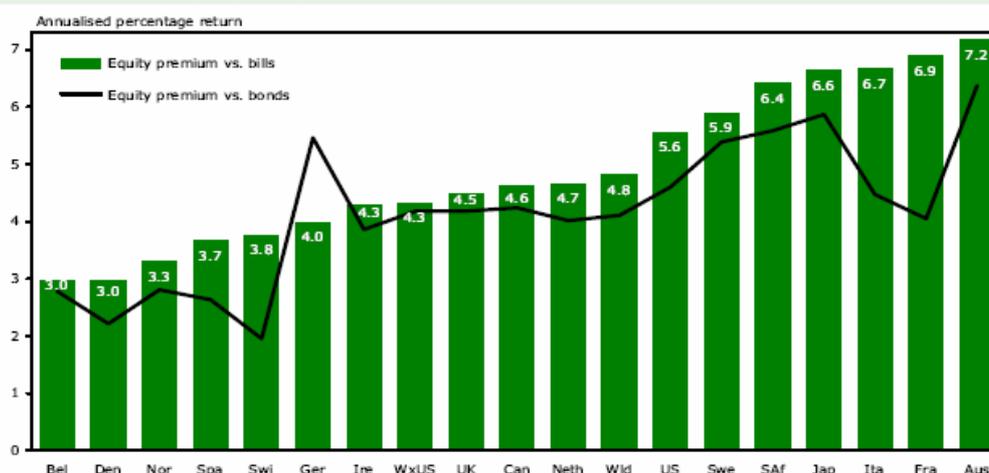
Si noti che una stima dell'extra rendimento simile è quella che, come riportato su Il Sole 24ore-Plus24, 26/5/2007, p.7, la Covip ha adottato nel predisporre una prima bozza dei criteri guida di redazione di un documento periodico che dovrebbe essere inviato agli aderenti dei fondi pensione. Ciò per accrescere la consapevolezza delle loro decisioni finanziarie ai fini della determinazione della loro pensione complementare, a seconda della data di accesso alla pensione. Secondo queste notizie di stampa, i rendimenti attesi, obbligazionario e azionario, al lordo dei costi di transazione e della tassazione, sono posti pari rispettivamente al 3.5 e al 6.5%.

Figure 5: Real returns on equities and bonds internationally, 1900-2006



Source: ABN AMRO/LBS Global Investment Returns Yearbook 2007, chart 14

Figure 8: The worldwide equity risk premium relative to bills and bonds, 1900-2006



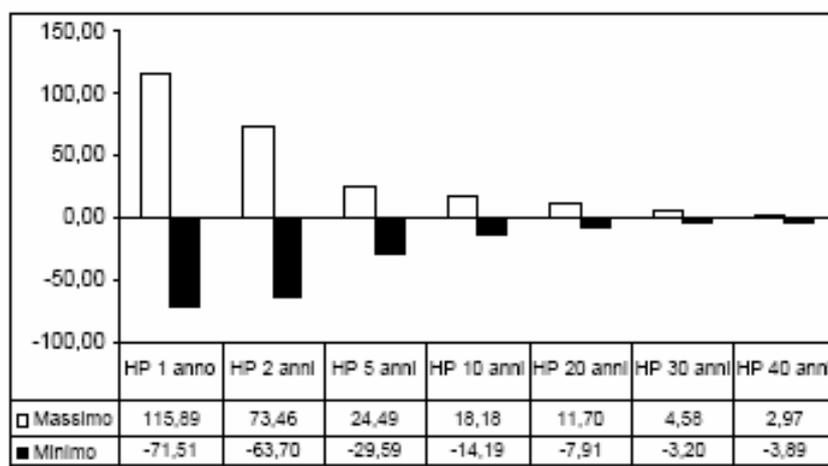
Source: Dimson, Marsh and Staunton (ABN AMRO) and Triumph of the Optimists, Princeton University Press, 2002, Chart 20

L'esperienza italiana nell'analisi di Mediobanca

Mediobanca presenta annualmente dati, e li commenta, sull'andamento del mercato azionario italiano, a partire dal 1928. Dall'ultimo studio, che arriva al 2004, è interessante citare il risultato che anche detenendo le azioni (cosiddetto holding period, o HP) per 30 o 40 anni permane il "pericolo" di subire una perdita media annua tra il 3 ed il 4% (che significa, in 40 anni, perdere circa il 70% in termini reali del proprio capitale pur avendo reinvestito tutti i dividendi); Grafici 1 e 2 sotto. Per contro, rileva Mediobanca, nel caso del mercato americano non è mai accaduto che l'investimento in azioni abbia reso negativamente (in termini reali) già oltre i 17 anni di orizzonte temporale.

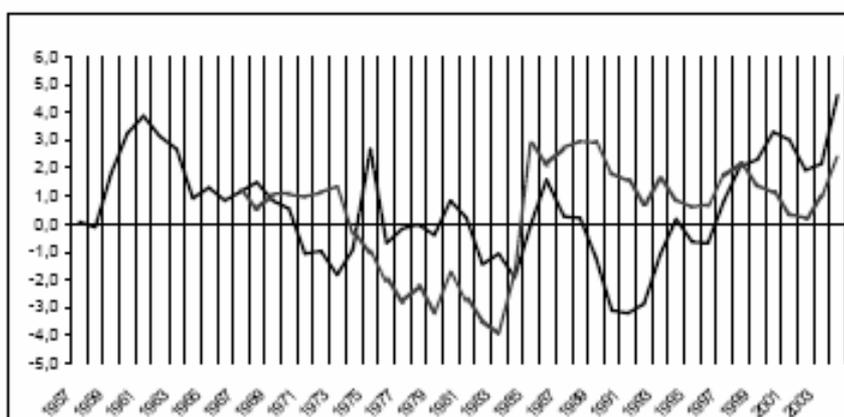
Si può argomentare che eventi bellici quali le due guerre mondiali non si ripeteranno (auspicabilmente) in futuro e quindi i rendimenti debbano essere misurati a partire dal secondo dopoguerra. In effetti i risultati mutano, in meglio quanto a rendimenti assoluti di azioni e di BOT, ma l'extra-rendimento realizzato, considerando periodi d'investimento a partire dal 1948, in generale è inferiore al 3% (Tabella 1).

Grafico 1 – Rendimenti reali ed *holding period* (HP) dal 1928 al 2004



Fonte: Mediobanca (2005)

Grafico 2 – Rendimenti reali su HP trentennale (nero) e quarantennale (grigio): investimento fatto trenta anni - nero - o quaranta anni - grigio - prima della data indicata in ascissa.



Fonte: Mediobanca (2005)

Tabella 1

Rendimenti annui di investimenti in azioni e Bot intrapresi all'inizio degli anni indicati.

	Azioni	BOT		Azioni	BOT
1928:	1,6%	...	1968:	2,0%	1,7
1938:	1,6%	-3,9	1978:	8,6%	2,9
1948:	3,9%	1,3	1988:	6,6%	3,8
1958:	2,5%	1,3	1998:	7,1%	1,2

Fonte: Mediobanca (2005)

Riferimenti bibliografici

Dimson, Marsh, Staunton (2002), Triumph of the Optimists, Princeton University Press.

Dimson, Marsh, Staunton (2006), The worldwide equity premium: a smaller puzzle, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891620).

Mediobanca (2005) La borsa italiana dal 1928 al 2004 - Commento, http://www.mbres.it/ita/download/az_1928_commento.pdf