



di Stefano Marmi\*

L'ipotesi dei mercati efficienti<sup>1</sup> (IME), il paradigma sul quale si sono formate almeno due generazioni di economisti, ha dalla sua una logica ferrea e il sostegno di analisi statistiche che mostrano come l'evoluzione nel tempo dei prezzi dei titoli azionari (ma anche dei cambi, delle materie prime, e così via) segua una *passeggiata aleatoria*<sup>2</sup>. Affinché i mercati siano perfettamente efficienti i prezzi devono riflettere in ogni istante tutta l'informazione disponibile, rendendo così inutile sia l'analisi fondamentale che l'analisi tecnica<sup>3</sup>. Il prezzo di mercato di un titolo in un dato istante è allora la migliore stima possibile del suo valore, e il processo di analisi fondamentale si riduce semplicemente a una verifica della correttezza della valutazione effettuata dal mercato. Quando invece il mercato non è perfettamente efficiente, il prezzo può allontanarsi dal valore, e l'analisi fondamentale è uno strumento per ottenere una stima ragionevole di tale valore. È bene sottolineare che l'IME non richiede che il prezzo di mercato sia uguale al valore in ogni istante: semplicemente gli errori di valutazione del mercato non obbediscono ad alcuna logica, sono completamente casuali, non correlati con altri indicatori (tecnici o fondamentali) e in ogni istante c'è la stessa probabilità che un titolo sia sottovalutato o sopravvalutato dal mercato.

Alcune analisi statistiche tuttavia indicano come, almeno in certi periodi, le variazioni di prezzo settimanali e mensili non siano completamente indipendenti dal passato e alcuni semplici indicatori fondamentali o tecnici (i multipli e il momento, tanto per citarne due dei più importanti) possano avere una qualche

## I cani nel portafoglio: un'analisi dei rendimenti storici delle azioni ad alto dividendo

capacità di predire l'andamento futuro dei prezzi. Così, da almeno venti anni, la letteratura accademica si interroga sulla significatività (statistica ed economica) delle numerose *anomalie* riscontrate nelle serie storiche dei rendimenti azionari. È oggetto di controversia il fatto che gli investitori possano farne uso per ottenere dei rendimenti superiori ai benchmark. Gli investitori interessati a strategie di investimento che cerchino di utilizzare queste anomalie devono ricordare che nulla ci assicura che continueranno a prodursi in futuro: come sempre, come ben sappiamo, "i rendimenti passati *non sono garanzia* di rendimenti futuri" ... Le anomalie possono scomparire perché, prive di una base economico-finanziaria, sono semplicemente frutto del *data mining*<sup>4</sup>, oppure essere cancellate dall'arbitraggio compiuto da investitori (hedge funds, ad esempio) che prendono ad utilizzarle come strategie d'investimento. La più celebre delle "anomalie", spesso raccomandata come migliore strategia di investimento a lungo termine, corrisponde al cosiddetto "*value investing*"<sup>5</sup>. Pare ormai assodato che gli investitori abbiano la tendenza a sovrastimare le prospettive future delle compagnie di tipo "growth", ad alto tasso di crescita, e invece a sottostimare quelle

delle compagnie "value" con multipli (Prezzo/Utili, Prezzo/Valore di Libro, Prezzo/Dividendo, ecc.) relativamente

### NOTE

\* Professore Ordinario di Fisica Matematica, Cattedra di Sistemi Dinamici, Scuola Normale Superiore Pisa.

<sup>1</sup> Oltre all'ormai classico libro di Burton Malkiel "A Random Walk Down Wall Street" (Norton, 9th Edition, 2007), per una breve ma eccellente introduzione alla storia e all'evoluzione dell'ipotesi dei mercati efficienti rinviamo i lettori all'articolo di rassegna di Dimson e Mussavian "A brief history of market efficiency", *European Financial Management* vol. 4, n. 1 (1998).

<sup>2</sup> In un famosissimo articolo Paul Samuelson ("Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly", *Industrial Management Review*, 6:2, 41-49 (1965)) diede una dimostrazione matematica di questo fatto. Tutti gli argomenti rigorosi devono fondarsi su assiomi e definizioni e su impiegare una logica impeccabile, che certamente approssima ma non incarna l'esperienza quotidiana dei mercati. Scrive lo stesso Samuelson nelle conclusioni dell'articolo (la traduzione è dell'autore di questa nota): "Non si dovrebbero dedurre troppe conseguenze dal teorema che ho appena dimostrato. In particolare non ne segue che i mercati competitivi reali funzionino bene."

<sup>3</sup> È ormai consuetudine distinguere tre forme (forte, semi-forte e debole) dell'IME. Nella formulazione forte, alla quale si fa riferimento nel testo, i prezzi azionari riflettono in ogni istante tutta la informazione disponibile, sia pubblicamente che privatamente. La formulazione semi-forte pretende solo che i prezzi siano determinati da tutta l'informazione pubblicamente disponibile, mentre la formulazione debole semplicemente assume che i prezzi riflettano l'informazione disponibile dalle serie storiche, negando validità all'analisi tecnica ma non all'analisi fondamentale.

<sup>4</sup> Celebre il commento di Fisher Black: *Most so-called anomalies don't seem anomalous to me at all. They seem like nuggets from a gold mine, found by one of the thousands of miners all over the world.* Si veda anche l'articolo "Noise", *Journal of Finance* vol 41, no. 3, 529-543 (1993).

<sup>5</sup> Due analisi che hanno evidenziato con chiarezza l'esistenza di un premio nei ritorni associati alle azioni di tipo value che si estende anche oltre i



## I cani nel portafoglio: un'analisi dei rendimenti storici delle azioni ad alto dividendo



bassi rispetto ai multipli di mercato e/o alla media del settore di appartenenza. Ci concentreremo in questo articolo sulla possibilità di ottenere rendimenti superiori al mercato mediante la creazione di portafogli costituiti da azioni ad alto dividendo.

### L'importanza storica dei dividendi

Tre economisti della London School of

Economics, Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton hanno pubblicato nel 2002 una straordinaria analisi dei rendimenti di azioni e obbligazioni e dell'inflazione in 16 paesi dal 1900 al 2000<sup>6</sup>. L'impatto dei dividendi e del loro reinvestimento sui rendimenti complessivi delle azioni è stato drammatico nel secolo scorso: nel caso degli Stati Uniti il rendimento annuo composto nominale (al lordo dell'inflazione e trascurando le tasse e i costi di negoziazione) delle azioni è stato del 10.1%, di cui il 5.4% imputabile al capital gain, e 4.7% all'effetto dei dividendi reinvestiti. Nel caso del mercato inglese il rendimento nominale è pure del 10.1% suddiviso in 5.1% di capital gain e 5% di effetto dividendi. Più è lungo l'orizzonte temporale di un investitore, più importante diventa il rendimento dovuto ai dividendi: su 100 anni l'effetto moltiplicatore dei dividendi corrisponde a un fattore 85 nel caso americano, 109 nel caso inglese.

Limitandosi al mercato USA, in un editoriale del Financial Analysts Journal<sup>7</sup> nel 2003 Robert Arnott ha analizzato i rendimenti azionari dal 1802 al 2002. Il rendimento annualizzato delle azioni è circa il 7.9% scomponibile in 5% di rendimento dai dividendi e dal loro reinvestimento, 0.8% dall'aumento dei dividendi *reali* (al netto dell'inflazione) 1.5% dall'inflazione, 0.6% dall'aumento secolare dei multipli azionari (in questo caso l'inverso del rapporto D/P): "Dividends not only dwarf inflation, growth, and changing valuation levels individually, but they also dwarf the combined importance of inflation, growth, and changing valuation levels."<sup>8</sup>

### I portafogli ad alto rapporto dividendo/prezzo

Già nel 1920 Charles Dow raccomandava l'uso del rapporto dividendo/prezzo per il mercato come indicatore dei rendimenti futuri. In questo caso il rapporto è ottenuto dividendo l'ammontare complessivo di tutti i dividendi pagati dalle azioni quotate per la capitalizzazione complessiva del mercato. Molti anni dopo Fama e French (1988) mostrarono come il rapporto dividendo/prezzo complessivo del mercato statunitense fosse un attendibile indicatore dei rendimenti futuri su una scala temporale di 1-4 anni. Le azioni che pagano alti dividendi in modo *sostenibile* (cioè con un payout ratio=dividendo/utile non troppo alto) sembrano competere con le obbligazioni in modo soddisfacente e dimostrano di avere una discreta resistenza durante le fasi di mercato "orso". Il reinvestimento dei dividendi sembra inoltre diminuire sensibilmente il tempo necessario per recuperare le perdite<sup>9</sup>.

L'analisi statistica delle serie storiche dei rendimenti azionari suggerisce che i portafogli costituiti dai titoli con il più alto rapporto dividendo/prezzo (D/P) producano rendimenti superiori rispetto ai portafogli costruiti con titoli con rapporto più basso. Kenneth French ha costruito dei portafogli azionari suddividendo *tutte le azioni che pagano un dividendo* in due classi: le azioni ad alto rapporto D/P (corrispondenti al top 30%) e a basso rapporto D/P (corrispondenti al bottom 30%) e ribilanciati annualmente e pesi proporzionali alla capitalizzazione di borsa. Per confronto il rendimento del mercato si ottiene considerando tutte le

#### NOTE

confini del mercato americano sono dovute a Capaul, C., I. Rowley, e W.F. Sharpe nel 1993 ("International Value and Growth Stock Returns." *Financial Analysts Journal*, vol. 49, no. 1 (January/February): 27-36) e nel 1998 a Fama, E.F. e K.R. French ("Value versus Growth: The International Evidence." *Journal of Finance*, vol. 53, no. 6 (December): 1975-1999.).

<sup>6</sup> *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns (2002)* Princeton University Press.

<sup>7</sup> *Dividends and the Three Dwarfs, "Editor's Corner"*, Robert D. Arnott, *Financial Analysts Journal*, 2003, p. 6. L'analisi di Arnott si basa sugli studi di G. William G. Schwert, ("Indexes of United States Stock Prices from 1802 to 1987." *Journal of Business*, vol. 63, no. 3 (July): 399-426 (1990)) e di Jeremy J. Siegel (*Stocks for the Long Run*, 3rd ed. New York: McGraw Hill, 2002).

<sup>8</sup> "I dividendi non solamente gigataggiano se confrontati all'inflazione, alla crescita o al cambiamento dei livelli delle valutazioni, ma anche rispetto all'effetto combinato dell'inflazione, della crescita e del cambiamento dei livelli delle valutazioni".

<sup>9</sup> Si veda, ad esempio, la discussione in Jeremy J. Siegel: "The Future for Investors" *Crown Business*, New York (2005), Chapter 10. Siegel ha definito "bear market protector" e "return accelerator" l'effetto che il reinvestimento dei dividendi ha durante i periodi di diminuzione degli indici azionari, diminuendo a volte in modo sostanziale il tempo necessario per recuperare le perdite subite.

azioni considerate più quelle che non pagano necessariamente un dividendo. I risultati nel periodo 1975-2006 per i mercati italiano, francese, tedesco, inglese, giapponese e cinese (Hong Kong) sono raccolti nella Tavola 1. Il portafoglio ad alto rapporto D/P ha avuto rendimenti superiori al mercato in tutti e sei i casi, mediamente del 3%, con una volatilità (calcolata mediante i rendimenti annuali) inferiore nella metà dei casi, e appena superiore nei rimanenti tre casi. In cinque casi su sei il portafoglio ad alto dividendo ha anche registrato la perdita inferiore nell'anno peggiore dei 32 anni presi in considerazione.

La relazione tra il rapporto D/P del mercato nel suo complesso e la selezione dei paesi nei quali ripartire l'investimento azionario è stata studiata approfonditamente da Michael Keppler<sup>10</sup>, che ha mostrato come la strategia di investire nei mercati con più alto

rapporto D/P produca rendimenti superiori nel ventennio 1970-1989: suddividendo ogni trimestre i paesi in quattro quartili ottenuti dal rapporto D/P complessivo del mercato, investendo nel gruppo con il rapporto più alto si ottiene un rendimento composto annuale (in dollari USA) del 19%, contro il 10% ottenuto dal portafoglio corrispondente al quartile con il rapporto D/P più basso. L'indice MSCI World in dollari USA ha avuto nello stesso periodo un rendimento del 13.3%.

### La strategia dei "Dogs of the Dow": l'analisi del mercato statunitense

Investire in azioni "impopolari" appartenenti all'indice Dow Jones Industrial Average (DJIA) non è certamente un'idea nuova. La più celebre strategia di questo tipo è certamente quella che va sotto il nome

di "Dow 10" o "Dogs of the Dow": (a fine anno) si acquistano in ugual misura le 10 azioni scelte tra le 30 che compongono l'indice DJIA e che hanno il più alto rapporto dividendo/prezzo e le si mantengono in portafoglio per 12 mesi al termine dei quali si ripete il procedimento. Poiché il management normalmente cerca almeno di mantenere i dividendi costanti anche durante i periodi di crisi queste azioni sono solitamente corrispondenti a società che sono (temporaneamente) impopolari tra gli investitori. Questa strategia si diffuse in un largo pubblico di investitori dopo la pubblicazione nel 1991 del libro *Beating the Dow* di Michael O'Higgins. Dalla sua analisi risultò che nel periodo di 26 anni dal 1973 al 1998 un portafoglio costituito dai "cani" del Dow e ribilanciato annualmente nell'ultima seduta di mercato di ogni anno avrebbe restituito un rendimento annualizzato del 17.9%, da confrontarsi con il 13% dell'indice Dow Jones. Il sito

[www.dogsofthedow.com](http://www.dogsofthedow.com) traccia quotidianamente i rendimenti ottenuti investendo in questa strategia. Un'analisi rigorosa del metodo, utilizzando dati dal gennaio 1946 fino al dicembre 1995, è stata compiuta da Grant Mc Queen, Kay Shields e Steven

#### NOTE

<sup>10</sup> "The Importance of Dividend Yields in Country Selection," *Journal of Portfolio Management*, (1991). I paesi considerate nello studio sono: Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Francia, Germania, Hong Kong, Italia, Giappone, Olanda, Norvegia, Singapore, Malaysia, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti d'America

Rendimenti di portafogli 1975-2006									
(portafogli costruiti da K. French, cfr. <a href="http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/index.html">http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/index.html</a> Elaborazione dell'autore)									
	UK			HK			JAP		
	mercato	D/P Alto	D/P Basso	mercato	D/P Alto	D/P Basso	mercato	D/P Alto	D/P Basso
media	19.6	21.2	17.4	24.6	28.8	26.0	9.7	13.4	6.8
dev.St	27.1	27.9	26.5	36.9	32.4	40.6	22.6	22.8	25.4
min ret	-22.0	-21.6	-26.8	-39.4	-33.3	-49.4	-38.9	-39.1	-41.7
max ret	145.3	141.5	131.3	121.0	112.0	116.2	62.4	78.2	85.3
	IT			FR			GER		
	mercato	D/P Alto	D/P Basso	mercato	D/P Alto	D/P Basso	mercato	D/P Alto	D/P Basso
media	18.0	20.1	16.5	17.5	22.2	13.2	13.6	15.6	12.5
dev.St	33.2	33.9	38.9	25.6	23.9	27.7	24.3	22.4	27.8
min ret	-31.1	-29.4	-31.5	-29.3	-21.9	-30.2	-41.0	-35.0	-51.2
max ret	111.3	109.4	123.3	62.5	65.3	65.5	76.9	65.4	93.0

Tavola 1



## I cani nel portafoglio: un'analisi dei rendimenti storici delle azioni ad alto dividendo



Thorley <sup>11</sup>: nel periodo preso in esame i "cani" hanno dato un rendimento composto annuo del 14.2% contro l'11.8% dell'indice, con una volatilità (misurata dalla deviazione standard) leggermente superiore, 19.1% contro 16.6% per l'indice. Concentrare il portafoglio nei 5 titoli (anziché 10) con il rapporto D/P più alto produce un extra-rendimento del 4.6% rispetto all'indice ma con una deviazione standard del 22%, considerevolmente più alta. Aggiustando i rendimenti per il rischio, e tenendo conto dei costi di transazione (peraltro più alti durante l'epoca in esame di quanto non siano oggi) gli autori concludono che benché i "Dogs of the Dow" siano una strategia che *statisticamente* produce rendimenti superiori all'indice Dow Jones, probabilmente ciò non accade in termini reali, tenendo conto del rischio, dei costi di negoziazione e delle tasse.

Successivamente alla pubblicazione del libro di O'Higgins sono state proposte diverse variazioni della strategia originaria: il Dr. Mark Pankin ha calcolato i rendimenti di alcune di queste dal 1972 al 2007, e precisamente delle strategie:

- **BTD5** (Beat the Dow 5): La strategia consiste nell'acquistare ogni anno le 5 azioni con il prezzo più basso delle 10 che costituiscono i Dogs of the Dow di quell'anno (Dow 10 o High 10) distribuendo il capitale in parti uguali tra i 5 titoli. Questo portafoglio è popolare anche sotto il nome di "Small Dogs of the Dow"

### NOTE

<sup>11</sup> "Does the Dow-10 Investment Strategy Beat the Dow Statistically and Economically", *Financial Analyst Journal*, July/August 1997, vol. 53, p.66-72 Demeterfi et al. (1999).

### Rendimenti annualizzati (dividendi esclusi) dei portafogli dal 1972 al 2007.

RAC= rendimento annuo composto. Dati raccolti da Mark Pankin, <http://www.pankin.com/dow/annual.htm>.

	BTD5	High10	High5	PPP	MF4	LY	2YR	DJIA	S&P 500
1972	16.90%	17.90%	13.10%	28.50%	12.30%	21.60%	16.00%	14.60%	14.70%
1973	14.20%	-1.50%	-13.00%	69.00%	31.30%	-19.00%	-3.80%	-16.60%	-17.40%
1974	-12.50%	-9.40%	-9.10%	-53.60%	-20.10%	-16.00%	-14.30%	-27.50%	-29.70%
1975	60.80%	48.10%	61.20%	134.70%	79.80%	60.90%	52.20%	38.30%	31.50%
1976	33.40%	27.80%	28.10%	47.50%	36.50%	46.90%	41.00%	17.90%	19.10%
1977	-0.40%	-4.80%	-6.30%	0.00%	-1.00%	-11.60%	-7.80%	-17.30%	-11.50%
1978	-5.90%	-7.70%	-12.80%	-6.50%	-0.90%	-1.60%	-5.40%	8.90%	1.10%
1979	1.80%	4.60%	4.80%	-17.60%	2.30%	3.30%	3.10%	-7.30%	12.30%
1980	31.90%	18.70%	6.60%	41.40%	35.30%	44.30%	41.00%	14.90%	25.80%
1981	-7.50%	-4.10%	11.00%	18.80%	-4.90%	-8.70%	-7.50%	-9.20%	-9.70%
1982	29.40%	15.30%	0.60%	86.80%	53.00%	41.70%	36.60%	19.60%	14.80%
1983	27.30%	30.60%	25.30%	25.60%	25.20%	26.60%	26.00%	20.30%	17.30%
1984	4.00%	-0.10%	4.60%	-9.70%	0.30%	3.80%	4.70%	-3.70%	1.40%
1985	30.20%	22.50%	23.50%	20.20%	28.60%	24.60%	33.70%	27.70%	26.30%
1986	24.10%	28.20%	18.70%	19.60%	28.00%	22.00%	26.40%	22.60%	14.60%
1987	6.20%	0.90%	3.80%	-3.30%	-2.10%	11.00%	9.30%	2.30%	2.00%
1988	16.10%	18.80%	20.70%	19.20%	16.40%	16.40%	16.60%	11.80%	12.40%
1989	5.50%	21.00%	20.20%	7.30%	2.50%	16.10%	13.50%	27.00%	27.30%
1990	-20.60%	-12.60%	-10.40%	-22.60%	-19.20%	-13.20%	-16.30%	-4.30%	-6.60%
1991	56.40%	30.00%	60.60%	183.40%	88.40%	27.10%	40.30%	20.30%	26.30%
1992	18.50%	3.10%	-8.10%	64.80%	36.60%	25.00%	22.60%	4.20%	4.50%
1993	29.80%	22.70%	18.10%	34.60%	35.60%	36.10%	36.50%	13.70%	7.10%
1994	5.00%	0.10%	-9.30%	-40.90%	-9.40%	3.50%	0.50%	2.10%	-1.50%
1995	27.30%	32.50%	36.40%	17.40%	33.40%	30.30%	32.60%	33.50%	34.10%
1996	23.00%	24.50%	23.40%	24.10%	26.40%	32.10%	28.80%	26.00%	20.30%
1997	17.10%	18.40%	13.60%	46.90%	25.20%	5.40%	12.60%	22.60%	31.00%
1998	9.40%	7.80%	11.10%	18.20%	12.30%	7.90%	8.10%	16.10%	26.70%
1999	-7.50%	0.70%	4.50%	-44.4	-16.80%	0.40%	-0.30%	25.20%	19.50%
2000	7.10%	2.70%	10.40%	0.50%	-11.10%	14.00%	5.70%	-6.20%	-10.10%
2001	-5.90%	-9.20%	-5.40%	-1.10%	-1.10%	-3.30%	-7.00%	-7.10%	-13.00%
2002	-14.00%	-12.20%	-10.20%	-34.00%	-24.60%	-9.80%	-13.50%	-16.80%	-23.40%
2003	18.70%	23.60%	20.30%	46.2*	18.7*	12.60%	13.40%	25.30%	26.40%
2004	8.40%	0.50%	-2.80%	-1.20%	9.30%	4.50%	8.00%	3.10%	9.00%
2005	-4.30%	-8.90%	-12.20%	-13.30%	-6.00%	0.60%	-2.00%	-0.60%	3.00%
2006	35.20%	24.80%	36.00%	11.10%	25.80%	24.40%	29.10%	16.30%	13.60%
2007	0.40%	-1.40%	-1.70%	-19.00%	-1.00%	7.10%	5.90%	6.80%	4.80%
RAC	11.90%	9.30%	9.00%	11.50%	12.50%	12.00%	12.10%	7.80%	7.70%
Dev. St.	18.40%	15.40%	18.60%	46.50%	25.40%	18.90%	18.10%	15.80%	16.20%
Max	60.80%	48.10%	61.20%	183.40%	88.40%	60.90%	52.20%	38.30%	34.10%
Min	-20.60%	-12.60%	-13.00%	-53.60%	-24.60%	-19.00%	-16.30%	-27.50%	-29.70%

Tavola 2

- **High10**: comprare le 10 azioni con il più alto rapporto dividendo/prezzo
- **High5**: comprare le 5 azioni con il più alto rapporto dividendo/prezzo
- **PPP** (Penultimate Profit Prospect): acquistare unicamente il penultimo titolo elencando i 10 titoli della lista High 10 in ordine decrescente di prezzo (!!)
- **MF4** (Motley Fool's "Foolish Four"): acquistare i quattro titoli dei cinque che costituiscono il portafoglio BT5, escludendo il titolo con il prezzo più basso e ripartendo il capitale in misura del 40% nel titolo PPP e del 20% per ciascuno dei 3 titoli rimanenti
- **LY** (Last Year): acquistare le azioni che costituivano il portafoglio BT5 l'anno precedente (ad esempio acquistare all'inizio del 2008 i 5 titoli del BT5 del 2007)
- **2YR** (Two years combined): acquistare le azioni che compaiono nella lista BT5 di quest'anno o dell'anno precedente, suddividendo il capitale in parti uguali tra le azioni (tipicamente meno di 10 perché un certo numero compaiono in ambedue gli elenchi)

Nella *Tavola 2* riportiamo i risultati della sua analisi di queste strategie, e per confronto si riportano anche i rendimenti annuali dell'indice Dow Jones (DJIA) e dell'indice Standard and Poors 500 (S&P 500). L'extra-rendimento di strategie come i Dogs of the Dow rispetto all'indice è di circa l'1.5% senza includere i dividendi.

## Un esperimento sull'Eurostoxx 50

È chiaro come le strategie PPP ed MF4, oltre che più rischiose, sembrano produrre premi per i quali non è possibile trovare una spiegazione

**Rendimento di portafogli "Beat the Eurostoxx50" ottenuti investendo in ugual misura nelle 5 azioni dal prezzo più basso tra i 10 titoli dell'Eurostoxx 50 con il più alto rapporto D/P. Ribilanciamento annuale.**

	Eurostoxx50					BTE5					turnover %
	RAC	media	dev.st	max	min	RAC	media	dev.st.	max	min	
2/02/1998 To 1/21/2008	6.57	9.59	25.04	37.30	-39.36	12.29	15.31	26.37	56.69	-29.32	44.00
3/02/1998 To 2/18/2008	6.71	9.46	24.65	44.80	-35.38	15.30	18.50	28.56	70.39	-22.35	52.00
4/06/1998 To 3/24/2008	4.06	7.25	25.92	41.70	-42.89	13.01	17.72	36.93	101.00	-29.66	50.00
5/04/1998 To 4/21/2008	4.60	6.75	21.75	34.01	-31.26	11.02	14.07	27.66	58.64	-23.73	56.00
6/01/1998 To 5/21/2008	4.74	6.92	21.75	36.12	-32.32	5.42	7.04	18.97	30.79	-26.39	55.56
7/06/1998 To 6/25/2007	5.41	7.12	19.38	26.73	-24.96	11.31	12.31	14.48	22.59	-23.80	55.56

*Dati Factset, elaborazione di Enrico Venturi.*  
*Tavola 3*

economica e razionale (o magari anche irrazionale, ma almeno in sintonia con le analisi della finanza comportamentale), dunque il rischio di trovarsi di fronte a un caso di *data mining* è molto alto<sup>12</sup>. C'è invece una (debole) logica che sostiene la strategia BT5, consistente nell'investire nelle 5 azioni meno costose scelte tra le 10 azioni che compongono i Dogs of the Dow: le azioni con il prezzo più basso sono mediamente più volatili di quelle con il prezzo più alto. Poiché la strategia di investire nei Dogs of the Dow è di tipo *contrarian*, acquistando titoli che recentemente sono stati puniti dal mercato, il rialzo atteso dovrebbe amplificarsi concentrando il portafoglio nei titoli più volatili.

Nella *Tavola 3* riportiamo i risultati di una simulazione decennale consistente nell'investimento per un anno nei 5 titoli meno costosi tra i 10 titoli appartenenti all'indice Eurostoxx50 con il rapporto D/P più alto alla data di costituzione del

portafoglio (soprannominato "Beat The Eurostoxx50", BTE). La data di inizio dell'investimento è stata variata 6 volte posticipandola di un mese ogni volta per sottoporre a un ulteriore test i risultati ottenuti. In tutti e 6 casi considerati il portafogli hanno prodotto un premio rispetto all'indice di riferimento variabile da un minimo dello 0.7% a un massimo dell'8.5%. In 4 casi su 6 la volatilità (dei rendimenti annuali) è stata inferiore all'indice e in tutti i casi l'anno peggiore

### NOTA

<sup>12</sup> Grant Mc Queen e Steven Thorley hanno studiato la questione in "Mining Fool's Gold", *Financial Analyst Journal*, March-April 1999, discutendo come sia possibile individuare il rischio di *data mining* attraverso la complessità delle regole di formazione del portafoglio, la mancanza di una spiegazione razionale che giustifichi l'attesa di un rendimento superiore, il rendimento dei test cosiddetti "out-of-sample", effettuati usando dati non impiegati al momento della creazione delle regole di formazione del portafoglio, e così via



## I cani nel portafoglio: un'analisi dei rendimenti storici delle azioni ad alto dividendo



(con inizio nel 2001 o nel 2002) ha comportato perdite inferiori a quelle riportate dall'indice nel peggiore anno (con inizio nel 2002).

### I "Dogs" dell'indice FTSE 100

L'analogo dei "Dogs of the Dow" sulle azioni negoziate a Londra e incluse nell'indice Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100) ha dato rendimenti spettacolari nel periodo 1994-2007<sup>13</sup>. Investendo in ugual misura nelle 10 azioni con il rapporto D/P più alto tra quelle appartenenti all'indice FTSE 100 e mantenendole nel portafoglio per 1 anno, i portafogli (chiamati "Top Ten") così costituiti nel primo giorno di contrattazioni del mese di marzo di ogni anno hanno prodotto i rendimenti riportati nella Tavola 4. Gli autori dello studio concludono che:

- Il rendimento medio ottenuto dai "Top Ten" è superiore quello dell'indice di riferimento in modo

significativo sia statisticamente sia economicamente (tenendo cioè conto del rischio, delle tasse e dei costi di transazione).

- Il rendimento annuo medio per i portafogli Top Ten (rispettivamente per l'indice FTSE 100) è 15.5% (6.2%).
- Il rendimento annuo composto per i portafogli Top Ten (risp. FTSE 100) è 12.6% (4.9%).
- La deviazione standard dei rendimenti annuali dei portafogli Top Ten è tuttavia considerevolmente più alta dell'indice, il 27.6% contro il 16.5% per l'FTSE 100.
- Gli indici comunemente usati per calcolare i rendimenti "risk-adjusted" (indice di Sharpe, il Treynor ratio e l'alpha di Jensen) danno tutti come risultato un premio per il portafogli

Top Ten rispetto al benchmark

- Buona parte del rendimento superiore della strategia viene dallo straordinario recupero dei titoli nel 2003, anno nel quale 4 dei 10 titoli in portafogli più che raddoppiarono. Ciò avveniva dopo un 2002 decisamente negativo.

### Gli indici "Dow Jones Select Dividend": il bilancio di 10 anni di storia

La grande popolarità delle strategie di portafoglio discusse in precedenza ha portato allo sviluppo di indici e di prodotti finanziari (ETF, fondi di investimento, ecc) che investono in azioni ad alto dividendo<sup>14</sup>. Ad esempio per l'indice Dow Jones Italy Select Dividend 20 l'universo di riferimento è costituito da tutte le compagnie italiane che pagano dividendi e che appartengono all'indice Dow Jones Stoxx TMI, comprendente società a grande, media a piccola capitalizzazione.

A questo universo si applicano tre filtri:

1. Il tasso di crescita dei dividendi negli ultimi 5 anni non è stato negativo;
2. Il rapporto dividendo/utili deve essere inferiore all'80%;
3. Infine si limita la scelta ai 20 titoli con il rapporto dividendo/prezzo più alto.

Alla data dell'ultima revisione periodica (maggio 2008), l'indice Stoxx TMI comprendeva 80 azioni italiane, dunque l'indice Italy Select Dividend 20 corrisponde approssimativamente al quartile con più alto rapporto dividendo/prezzo costruito a partire dagli 80 titoli a maggiore capitalizzazione quotati a Milano.

Nella Tavola 5 abbiamo analizzato i rendimenti degli indici Dow Jones Select

Rendimenti annuali dei portafogli Top Ten confrontati con l'indice FTSE 100		
March - Feb	Top Ten	FTSE 100
1994 - 1995	-9.26%	-7.01%
1995 - 1996	16.14%	23.40%
1996 - 1997	6.34%	14.77%
1997 - 1998	32.07%	35.14%
1998 - 1999	13.90%	4.13%
1999 - 2000	-5.21%	5.02%
2000 - 2001	30.47%	-7.17%
2001 - 2002	4.03%	-12.52%
2002 - 2003	-33.48%	-28.72%
2003 - 2004	90.71%	23.13%
2004 - 2005	20.71%	10.22%
2005 - 2006	22.99%	16.87%
2006 - 2007	14.29%	4.65%
RAC	12.58%	4.93%
media	15.45%	6.20%
dev. St.	27.61%	16.54%
max	90.71%	35.14%
min	-33.48%	-28.72%

Tavola 4

#### NOTE

<sup>13</sup> "Dividend Yield Strategy in the British Stock Market: 1994-2007", Janusz Brzeszczynski, Kathryn Archibald, Jerzy Gajdka and Joanna Brzeszczynska, preprint SSRN-id 1100623. Per un'analisi del periodo 1984-1994, con risultati meno incoraggianti, si veda l'articolo di G. Filbeck e S. Visscher "Dividend Yield Strategies in the British Stock Market", *European Journal of Finance* 3, 277-289 (1997).

<sup>14</sup> Mc Queen e Thorley hanno calcolato che nel periodo 1994-1997 il prezzo delle azioni comprese nel portafogli MF4, durante la settimana a cavallo tra fine e inizio anno, ha un extra-rendimento di circa il 5%, molto probabilmente dovuto all'azione di adeguamento e di ribilanciamento del portafoglio da parte degli investitori.

### Analisi dei rendimenti degli indici Dow Jones Select Dividend in Italia, U.S.A., U.K., Australia e per l'indice europeo D.J. Stoxx.

Index	maggio 2008	YTD	2007	Rendimenti Annualizzati (in valuta locale)				
				1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	dal 31.12.1998
Italy MIB30 T.R.	2.37	-9.83	-2.37	-17.17	6.96	11.84	4.52	4.41
Italy Select Dividend	-1.91	-15.27	-8.39	-26.03	3.80	11.30	-	5.92
S&P500 T.R.	1.30	-4.63	5.49	-6.70	7.57	9.77	4.21	-
U.S. Select Dividend Index	-1.31	-7.67	-5.16	-18.63	2.56	9.01	7.58	-
S&P UK T.R.	-0.40	-4.66	7.14	-5.80	10.55	12.19	-	-
U.K. Select Dividend	-12.43	-18.90	-6.18	-29.88	1.59	9.08	-	9.78
DJ Stoxx 600 T.R.	0.63	-9.77	2.36	-16.31	9.32	13.34	-	3.92
DJ Stoxx Select Dividend 30	-6.48	-22.63	-4.71	-32.34	3.56	12.66	-	14.54
ASX 100 T.R.	1.43	-9.29	16.12	-6.26	15.76	18.03	-	-
Australia Select Dividend Index	-2.42	-13.68	6.01	-19.96	12.21	17.28	-	18.39

Elaborazione dell'autore a partire dai dati Dow Jones Indices. In tutti i casi considerati e negli ultimi 5 anni gli indici Select Dividend hanno prodotto rendimenti sensibilmente inferiori degli indici di riferimento.

Tavola 4

Dividend in Italia, U.S.A., U.K., per l'indice europeo DJ. Stoxx e in Australia, dal 31.12.1998 (data di nascita della maggior parte di questi indici) al 30.5.2008. Nel grafico confrontiamo la performance dell'indice DJ Stoxx 600 con quello dell'indice Stoxx Select Dividend 30: è chiaro come la ragione dei rendimenti annualizzati a 3 e 5 anni sensibilmente inferiori al rendimento ottenuto nei primi 5 anni di esistenza sia attribuibile al tracollo subito negli ultimi 12 mesi, con l'aggravarsi della crisi dei mutui subprime. La presenza predominante di azioni finanziarie nei portafogli di questi indici ha agito come amplificatore dei ribassi negli indici Select Dividend rispetto agli indici di riferimento<sup>15</sup>. Una morale? Certamente: dividendi sì, ma con cautela!

(Riproduzione riservata)

### L'indice DJ Stoxx 600 a confronto con l'indice DJ Stoxx Select Dividend 30: 10 anni di storia dal 31.12.1998 al 30.5.2008

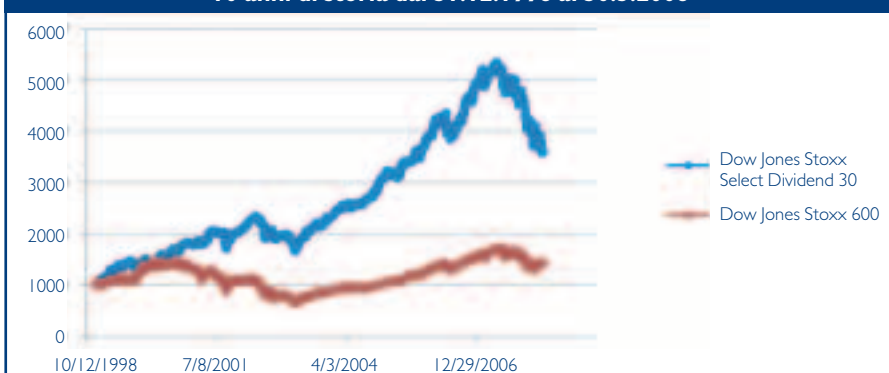


Figura 1

NOTA

<sup>15</sup> Il peso dei titoli finanziari sull'indice Italy Select Dividend 20 alla data del 31.12.2007 era di circa il 31%. Finanziari ed assicurativi hanno un peso di oltre il 55% nell'indice Dow Jones Stoxx Select Dividend 30 alla data del 30.5.2008.

pubblicità