

Il mercato azionario italiano nel periodo postbellico

1. - Ci proponiamo in questo scritto di esaminare le vicende del mercato azionario italiano, nel periodo che va dalla fine della guerra ad oggi, mettendole in relazione con gli sviluppi economici generali, di cui il mercato azionario è parte e, nel lungo termine, indice.

Il periodo considerato deve essere diviso in due sottoperiodi: l'immediato dopoguerra, che sotto l'aspetto che a noi ora interessa si spinge fino a tutto il 1947, e forse buona parte del 1948, ed il periodo seguente. Nel primo di questi due sottoperiodi il mercato azionario fu sottoposto all'azione di forze violentissime e contrastanti, e per conseguenza subì violentissime oscillazioni nei due sensi; nel secondo sottoperiodo, spariti i motivi eccezionali, il mercato riacquistò il suo status normale, prima consolidandosi sui nuovi livelli post-svalutazione e quindi riprendendo il suo cammino di ascesa, parallelamente allo sviluppo dell'economia.

Il periodo immediatamente postbellico.

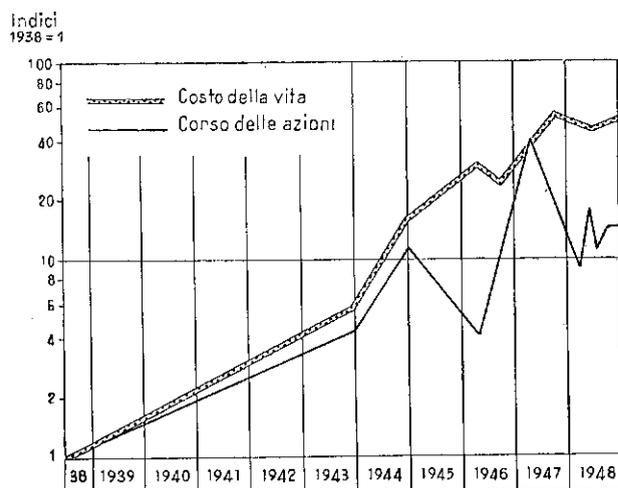
2. - Nel periodo tra il 1944 e il 1947 l'Italia, semidistrutta dalla guerra, subiva la più disastrosa svalutazione della sua storia. In pochi anni il valore della moneta si annullava quasi completamente, riducendosi a meno di 1/50 del valore prebellico. Da una parte quindi le azioni tendevano ad aumentare di prezzo, in quanto rappresentative di beni reali; dall'altra i beni che esse rappresentavano erano spesso gravemente danneggiati o anche distrutti. Le quotazioni azionarie si muovevano quindi nella maniera più disordinata, con spostamenti repentini e di grande ampiezza, senza regola e senza misura.

L'indice generale dei prezzi azionari, che fino al 1943 era stato in moderata ascesa, considerata l'eccezionalità della situazione, co-

minciò ad impennarsi nel 1944, raggiungendo alla fine dell'anno un livello già di 11,4 volte quello del 1938, come mostra il grafico n. 1. Le variazioni però furono diversissime nei vari settori componenti l'indice generale, spingendosi fino a 18,5 volte per i valori immobiliari mentre i minerari, metallurgici e meccanici aumentavano solo di 6,7 volte (vedi Tavola A in Appendice).

Agli inizi del 1945 la tendenza bruscamente si invertì, e nonostante che nel maggio la sovraimposta di negoziazione sui titoli fosse stata ridotta dal 25% al 3% (1), il ribasso continuò fino a tutto l'aprile 1946. Ciò può sembrare strano, dato il progressivo aggravarsi della svalutazione monetaria durante tutto il 1945 (si veda il graf. n. 1); ma altri fattori più potenti agivano in senso contrario.

Grafico n. 1



In primo luogo c'era il timore di un sopravvento nel nuovo governo delle correnti socialiste, e quindi della parziale o totale nazionalizzazione delle maggiori industrie; in secondo luogo, essendo le azioni nominative, il possesso azionario era completamente alla mercé di eventuali imposte straordinarie, che già apparivano inevitabili; ma

(1) Questa imposta era stata introdotta nel 1941 per frenare la speculazione. Stabilita dapprima nella misura del 4% era stata elevata in seguito, durante la guerra, fino al 25%. Per una cronologia delle varie misure fiscali imposte sulle operazioni di borsa e sulle azioni prima e durante la guerra, si veda: G. MANCINI, *Aspects and Problems of the Italian Stock Market*, in « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », aprile 1948.

soprattutto, credo, doveva agire il fatto che, una volta divenuta certa la sconfitta, molti grossi detentori di pacchetti azionari avevano la necessità assoluta di realizzare i possessi nominativi se volevano salvare qualcosa del loro patrimonio.

Nell'aprile 1946 l'indice delle quotazioni azionarie era ridisceso al livello del 1944, cioè appena 4 volte il livello prebellico, mentre il costo della vita si era moltiplicato per 30. Il valore reale delle azioni si era dunque ridotto ad 1/7 di quello anteguerra. Una giustificazione economica dei così bassi prezzi poteva a prima vista essere data dal livello irrisorio cui erano scesi i rendimenti (0,1-0,2% nei primi mesi del 1946), ma un ragionamento appena più approfondito avrebbe dovuto portare a concludere che la distribuzione di dividendi irrisori, o addirittura la loro mancata distribuzione, da parte di molte società era un fatto assolutamente eccezionale e temporaneo e che, di fronte alla perdita di potere d'acquisto della lira, i prezzi delle azioni si sarebbero necessariamente dovuti adeguare ai prezzi degli altri beni. Indubbiamente i fattori depressivi non erano tanto di carattere economico quanto di carattere politico-fiscale.

Nel maggio 1946 infatti la situazione del mercato azionario mutava improvvisamente e radicalmente. Con due decreti legislativi del 14 maggio venivano abolite la imposta cedolare sui dividendi e la residua sovraimposta di negoziazione, mentre veniva ridotta del 50% l'imposta di negoziazione sui titoli nominativi (cioè praticamente sulla totalità dei titoli); il 17 maggio venivano tolte le limitazioni sulla distribuzione dei dividendi delle società commerciali, ed infine il 27 maggio veniva consentita la rivalutazione, in una certa misura, dei beni patrimoniali.

Questi provvedimenti furono come una iniezione di nuova fiducia nella borsa e costituirono un formidabile impulso di ripresa delle quotazioni, che in tre mesi si triplicarono o quasi. L'aumento subì una battuta di arresto nel settembre-ottobre — in seguito al ripristino dell'obbligo del deposito preventivo del 25% sulle operazioni a termine, e del decreto legislativo che avocava allo Stato il 25% dei saldi di rivalutazione già passati a capitale in virtù del decreto del precedente maggio — ma riprese subito con rinnovato vigore e continuò fino agli inizi del maggio 1947, costituendo tutto insieme il più fantastico « boom » sperimentato dalla borsa italiana nella sua storia. In dieci mesi esatti l'indice generale saliva da 413 a 3.922, quasi decuplicandosi, e all'incirca nella stessa misura si moltiplicava il

valore degli scambi. L'indice del comparto tessile toccava un massimo di 9.700, cioè 97 volte il livello prebellico, mentre singoli titoli, in questo o altri comparti, toccavano punte anche più elevate.

Il « boom » borsistico del 1946-47 ebbe termine, come si è detto, agli inizi di maggio 1947, in seguito al ripristino della sovrimposta di negoziazione, nella misura del 4%. Immediatamente dopo venne reso noto dal nuovo Ministro del Bilancio, Einaudi, appena insediato col quarto Governo De Gasperi, il programma di risanamento monetario, che poi condusse nell'autunno alla stabilizzazione della lira, e queste circostanze, accoppiate alla pesante situazione tecnica che si era creata negli ultimi mesi del vertiginoso rialzo precedente, provocarono una caduta dei corsi altrettanto repentina e violenta.

Un aspetto singolare del « boom » borsistico 1946-47 va notato. Milano è di gran lunga la borsa italiana più importante (essa svolge da sola circa il 60% dell'attività complessiva) ma la frenesia di quei mesi colpì soprattutto Roma. Mentre a Milano il volume degli scambi si manteneva relativamente basso, anche nei primi mesi infuocati del 1947, triplicandosi appena in quantità rispetto al 1946, a Roma si accresceva in misura relativamente molto maggiore, passando da 3 mila a 40 mila azioni e da poco più di un milione a 85 milioni di lire giornalmente trattati. Ciò significa o che la febbre della speculazione in quel periodo non invase tanto la grande finanza — il cui naturale centro è Milano — quanto « l'uomo della strada », oppure che questa febbre raggiunse Roma molto più tardi e solo perciò sembrò più accesa in confronto al bassissimo livello di attività borsistica precedente.

In undici mesi l'indice rinculò da un massimo di 3.922 ad un minimo di 893, perdendo oltre i $\frac{3}{4}$ del suo valore. La maggior parte dei guadagni speculativi precedenti svanirono come fumo al vento e, purtroppo, gli ultimi arrivati — generalmente investitori occasionali, o speculatori novellini, attratti dall'euforia del momento — subirono gravi perdite.

3. - Alla fine del 1947 la situazione monetaria italiana poteva dirsi risanata. Ed il 1948 infatti fu un anno di grande stabilità dei prezzi, che apparve quasi un miracolo nel paese non ancora completamente ricostruito, e a così breve distanza da un processo di svalutazione quasi totale della moneta.

Non altrettanto stabile fu il comportamento del mercato azionario, che subì ancora due violente (e anormali) oscillazioni. Verso

la fine di marzo (in quell'epoca furono definiti gli accordi del piano Marshall), la tendenza si invertì ancora una volta improvvisamente, per una rapidissima ascesa, che in due mesi riportò l'indice a toccare quota 1.780, raddoppiandolo, cui fece seguito una caduta di poco meno del 40% nel solo mese di giugno. Nei mesi seguenti l'indice sembrava infine essersi stabilizzato intorno a quota 1.400, ma nel gennaio 1949 si verificò un ultimo improvviso balzo in avanti del 20% completamente annullato nei mesi successivi. Queste due disordinate oscillazioni del 1948-49 possono comunque considerarsi gli ultimi sussulti del grande terremoto verificatosi negli anni precedenti, come dimostra chiaramente il grafico n. 1. Si osservi a questo proposito la regolarità con cui l'oscillazione, provocata dalla fine della guerra e dalla perdita di potere di acquisto della moneta, prima si amplifica, acquistando progressivamente momento, e quindi si spegne con una serie di oscillazioni di sempre minore ampiezza, quasi obbedendo alla legge fisica generale del moto oscillatorio. Nel periodo seguente l'andamento del mercato acquista un aspetto direi più « normale », e cioè più aderente all'andamento generale dell'economia. All'esame più approfondito di questo periodo dedicheremo ora la nostra attenzione.

Periodo 1948-1958. Panorama generale.

4. - Il grafico n. 2 mostra l'andamento mensile delle quotazioni azionarie (indice della Banca d'Italia dei corsi secchi) messo in relazione, secondo un nostro schema, che sottoponiamo in particolar modo all'attenzione degli analisti del mercato azionario, con i due elementi fondamentali che determinano nel lungo andare il valore delle azioni: il rendimento delle azioni stesse e il rendimento dei titoli di Stato.

La linea continua più marcata rappresenta l'indice generale dei corsi azionari. La linea punteggiata rappresenta il livello (ipotetico) dell'indice generale al quale il rendimento presunto delle azioni sarebbe del 5%. Essa è calcolata moltiplicando l'indice per il rendimento e dividendo il prodotto per 0,05. Indicando la linea punteggiata con l_0 essa è dunque

$$l_0 = \frac{i \cdot r}{0,05}$$

In altre parole, l_n indica in ogni istante il livello a cui dovrebbe trovarsi l'indice delle quotazioni perchè il rendimento fosse esattamente del 5%.

Il tasso del 5% è stato scelto, naturalmente, ad arbitrio; esso è tuttavia assai vicino al tasso medio di capitalizzazione delle azioni italiane, nel periodo considerato, come risulta chiaramente dal grafico.

Ripetendo il calcolo con tassi di riferimento ($r_1, r_2, \dots, r_n, r_{n+1}$) via via diversi si otterrebbe, nel grafico logaritmico, una serie di curve equidistanti verticalmente (2), ciascuna data dalla formula:

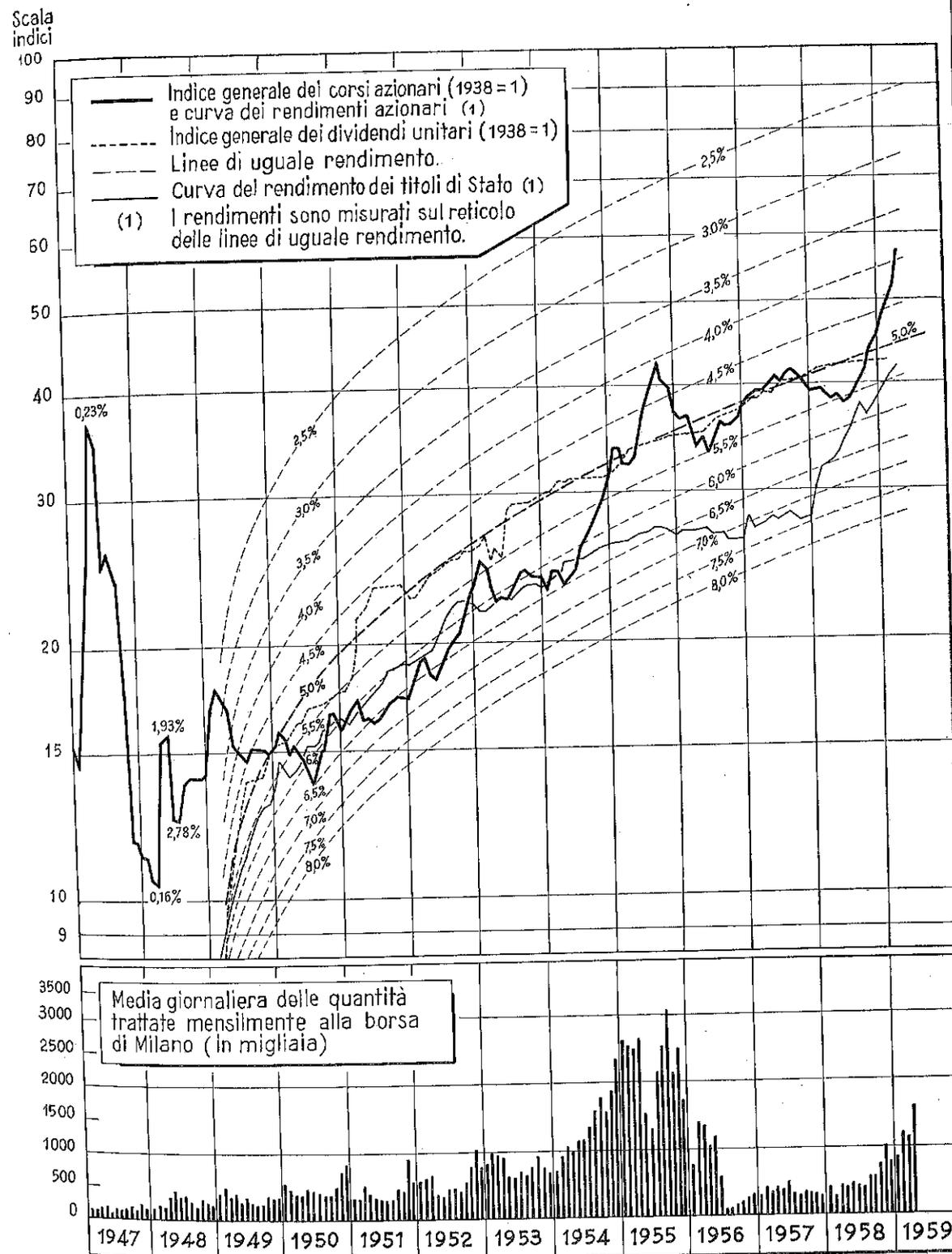
$$l_n = \frac{i \cdot r}{r_n}$$

e rappresentante la « linea di rendimento r_n », cioè il livello a cui dovrebbe trovarsi l'indice perchè il rendimento fosse r_n . Per converso, il fascio di curve ottenuto permetterebbe di leggere immediatamente il rendimento corrispondente a ciascun valore effettivo dell'indice.

Tuttavia, per costruire il fascio delle curve di rendimento costante, anzichè considerare le curve grezze — le quali, benchè sufficientemente regolari, presentano qualche angolo troppo brusco dovuto all'improvviso annuncio di variazioni dei dividendi, che in realtà però maturano continuamente — conviene considerare le più regolari curve interpolate, che nello stesso tempo facilitano il compito materiale della costruzione del disegno e sono con maggior sicurezza indicative della tendenza di fondo dell'andamento del mercato azionario. Ciò è stato fatto appunto nel grafico, in cui le curve interpolate di rendimento costante sono indicate dal fascio di curve tratteggiate. La curva centrale, tratteggiata con tratto più pesante, è la curva interpolatrice della linea grezza (punteggiata) del 5%, ed è stata presa come riferimento per il disegno successivo di tutte le altre.

Ho detto poc'anzi che le curve interpolate rappresentano l'andamento di fondo dei prezzi azionari. Infatti — si noti bene — la linea punteggiata rappresenta anche l'indice dei dividendi afferenti al pacchetto azionario base. In altre parole, rappresenta l'andamento nel tempo dei dividendi percepiti dall'ipotetico possessore di un pacchetto azionario costituito inizialmente da tutte le azioni che entrano nell'indice (oppure ad esso proporzionale), e poi man mano accre-

(2) Cioè, curve tali che la distanza verticale fra due curve qualsiasi del fascio è costante, dovunque la si misuri.



sciuto ed accrescentesi per l'immediato reinvestimento di tutti i proventi afferenti al pacchetto esclusi i dividendi (e cioè diritti di opzione, assegnazioni gratuite, ecc.). Questo indice si può chiamare, per comodità, *indice dei dividendi unitari*, e così lo chiameremo da ora in poi. La curva interpolata, pertanto, rappresenta l'indice dei dividendi unitari, e con esso *la tendenza di fondo del mercato azionario*.

Servendoci delle linee di riferimento costituite dalle curve di rendimento costante, sullo stesso grafico possiamo tracciare (linea piena sottile) *la curva del rendimento dei titoli di Stato*. Si noti questa particolarità: la distanza tra la curva dell'indice generale delle quotazioni (che riferita alle linee dei rendimenti rappresenta anche il rendimento delle azioni) e la curva del rendimento dei titoli di Stato misura anche, in scala logaritmica, il rapporto tra rendimento dei titoli di Stato e rendimento delle azioni, cioè quello che i teorici anglosassoni del mercato azionario chiamano « curva della fiducia » o « curva del sentimento » (3). Infine, in fondo al foglio, su scala diversa, sono indicate mediante istogrammi le medie mensili delle quantità di titoli trattati giornalmente alla borsa di Milano, che, ripetiamo, raccoglie oltre la metà degli scambi di tutte le borse italiane.

Abbiamo così riuniti in un solo grafico:

- l'indice generale delle quotazioni;
- l'indice dei dividendi unitari (che alla lunga determina il livello dei prezzi);

(3) Gli elementi obiettivi che determinano il livello dei prezzi azionari sono due: i dividendi — che costituiscono l'elemento fondamentale nel lungo termine — e il tasso di interesse del mercato finanziario. In realtà, tuttavia, nel breve termine i prezzi azionari si discostano, anche sensibilmente, dal « trend » stabilito da questi due fattori, e ciò dimostra l'esistenza di altre cause agenti. Queste sono certamente diverse e numerose, ma possono essere conglobate in un unico, alquanto misterioso terzo fattore, di natura prevalentemente psicologica, noto nella maggior parte dei manuali in lingua inglese come « confidence ». Esso può essere isolato per eliminazione come segue:

$$\text{posto:} \quad Q_t = \frac{d}{r_{ts}} \quad ; \quad Q_e = Q_t \cdot c$$

$$\text{si ha:} \quad c = \frac{Q_e}{Q_t} = Q_e \cdot \frac{r_{ts}}{d} = Q_e \cdot \frac{r_{ts}}{Q_e \cdot r} = \frac{r_{ts}}{r}$$

dove Q_t è la quotazione teorica, che dovrebbe capitalizzare il dividendo $[d]$ al tasso di rendimento dei titoli di Stato $[r_{ts}]$, scelto a rappresentare il tasso di interesse sul mercato finanziario; Q_e è la quotazione effettiva, che può porsi uguale alla quotazione teorica moltiplicata per l'incognito « coefficiente di fiducia » $[c]$; ed $r = d/Q_e$ è il rendimento delle azioni. Risulta in definitiva che il coefficiente di fiducia, variabile nel tempo, è uguale al rapporto tra il rendimento dei titoli di Stato e il rendimento delle azioni.

— la curva del rendimento delle azioni (rappresentata dallo stesso indice delle quotazioni, riferito alle linee di uguale rendimento);

— la curva del rendimento dei titoli di Stato;

— la « curva della fiducia », ossia il rapporto tra il rendimento dei titoli di Stato e il rendimento delle azioni. Questa curva non è materialmente tracciata nel grafico, ma è rappresentata dalla differenza tra le due curve di rendimento delle azioni e dei titoli di Stato. Per facilitarne la lettura l'abbiamo riprodotta, insieme alle due curve dei rendimenti, nel grafico n. 3, disegnato su scala normale;

— la media giornaliera delle quantità trattate mensilmente.

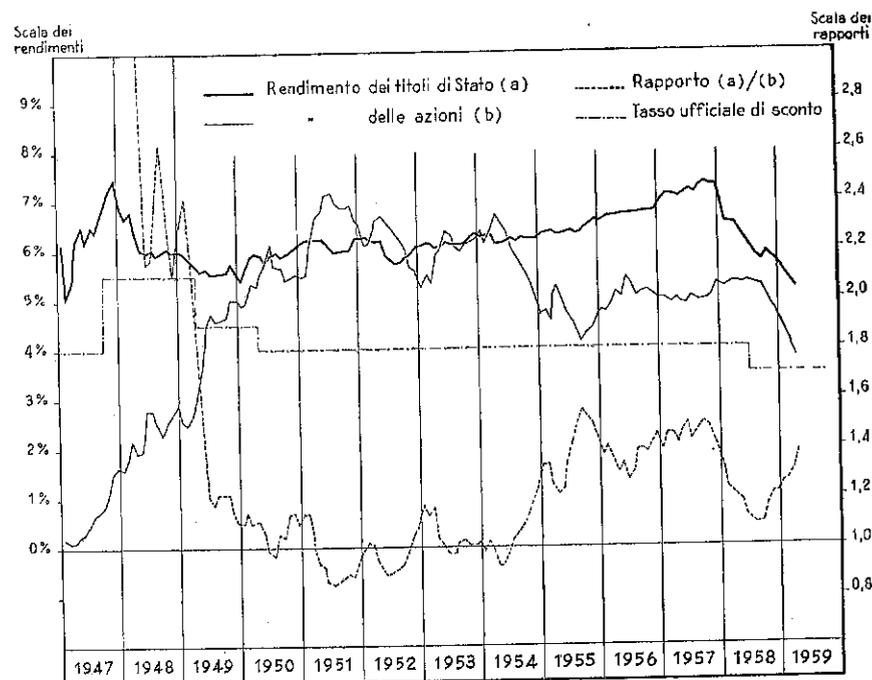
5. - L'attento esame di questo grafico consente da solo di tracciare un quadro sufficientemente completo, nelle linee generali, del mercato azionario italiano nel periodo seguente al 1948.

Nel biennio 1949-50, in un clima di ritrovato equilibrio monetario, anche i prezzi azionari possono finalmente considerarsi stabilizzati intorno ad un livello pari a 15 volte quello prebellico. Il rendimento medio, che era ancora del 2½% all'inizio del 1949, mano migliora, *non per il diminuire dei prezzi, ma per il progressivo aumento dei dividendi*, che riflette il completamento della prima fase di ricostruzione e l'entrata in reddito dei nuovi impianti. A fine 1949 è già del 5% e agli inizi del secondo semestre 1950, favorito da una acuta, se pure temporanea flessione dei prezzi, sale fino al 6,50%, superando per la prima volta nel dopoguerra il rendimento dei titoli di Stato.

Il 1949 fu l'anno della prima recessione post-bellica americana, che tanto preoccupò gli economisti, per gli acuti e in un certo senso moltiplicati riflessi che ebbe sulla economia europea. Un sintomo di questa maggiore preoccupazione europea, e in particolare italiana, si ritrova appunto nel diverso comportamento del mercato azionario nei due paesi: mentre in America la discesa dei prezzi azionari si arrestava nell'estate del 1949, prima che la recessione toccasse il suo fondo, ed aveva inizio una fase di rialzo che doveva protrarsi senza interruzione fino allo scoppio della guerra di Corea (giugno 1950), in Italia la tendenza rimaneva oscillante intorno ad un livello stazionario, con la già citata punta minima, nel luglio 1950, proprio in corrispondenza dei massimi americani (si veda il grafico n. 4).

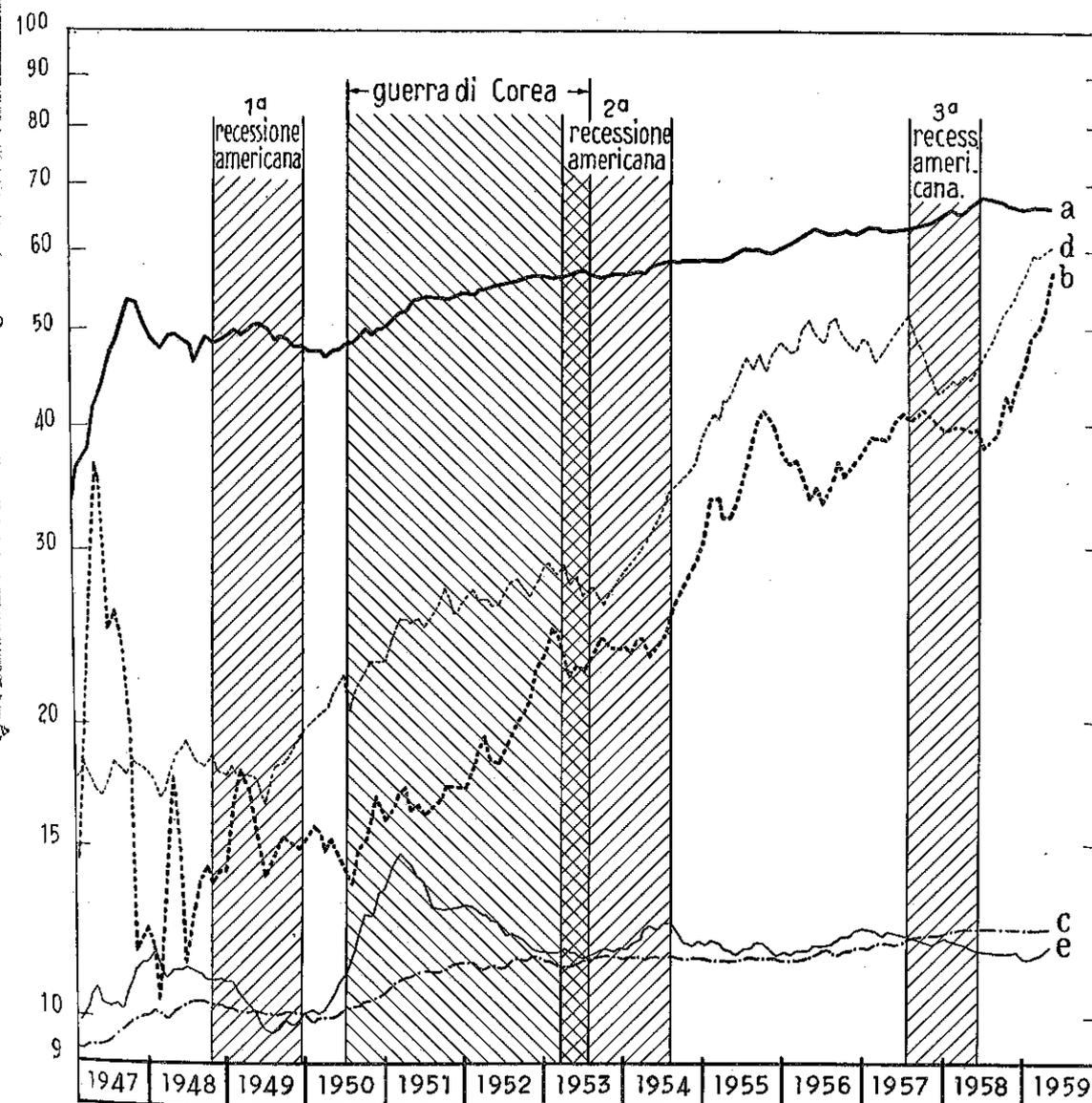
Intanto, agli inizi del 1950 era iniziato il grande movimento di ascesa dei prezzi delle merci aventi mercato internazionale che, esasperato dallo scoppio della guerra di Corea, doveva protrarsi — con punte vertiginose per talune merci di origine asiatica ed australiana — fino alla primavera del 1951. Di riflesso si ebbe un notevole movimento di rialzo dei prezzi interni all'ingrosso,

Grafico n. 3



subito estesosi, sia pure in misura meno accentuata, al costo della vita. Erano, tutti questi, sintomi indubbi dell'inizio di un nuovo ciclo di forte attività produttiva, che si sarebbe concluso con una perdita del potere di acquisto della moneta e con un forte incremento dei profitti monetari aziendali. Nel pieno rispetto del paradosso borsistico, tuttavia, i prezzi delle azioni non aumentarono eccessivamente. Anzi, in Italia, esaurito il movimento di reazione dai minimi del luglio 1950, i prezzi tornarono piuttosto a scendere nella prima metà del 1951, mentre in America il ritmo di aumento

Grafico n. 4



- a - Indice del costo della vita in Italia (1938=1);
- b - Indice dei corsi azionari in Italia (1938=1);
- c - Indice generale dei prezzi al consumo negli Stati Uniti (1947-49=10);
- d - Indice dei corsi azionari negli Stati Uniti (Medie Dow Jones : 10);
- e - Indice dei prezzi delle materie prime aventi mercato internazionale (Indice Confindustria 1949=10).

si affievoliva progressivamente e gli indici tendevano a consolidarsi sugli alti livelli raggiunti precedentemente.

Questo paradosso borsistico, per cui i prezzi delle azioni restano stazionari in fasi di ripresa o di elevato ritmo produttivo, e quindi di buone prospettive di profitti aziendali, e invece aumentano in fasi di recessione o comunque di ritmo più lento degli affari, trova la sua spiegazione nel fatto che in periodi di boom, per quanto brillante possa essere la prospettiva dell'investimento in azioni, l'impiego del denaro in attività produttive dirette è ancor più conveniente, mentre in periodi di depressione il mercato azionario costituisce uno sbocco quasi forzato per larghe disponibilità che altrimenti non troverebbero impiego alcuno.

6. - Agli inizi del 1952, comunque, i tassi di rendimento delle azioni erano giunti ad un livello così alto che la loro influenza sui prezzi non poteva non farsi sentire. Già nel marzo 1951, in seguito ai notevolissimi aumenti dei dividendi, le azioni erano di nuovo diventate più remunerative dei titoli di Stato, e il divario fra i due tassi aveva raggiunto circa l'1% nei mesi successivi.

Nel marzo 1952 le due curve erano ritornate per un momento allo stesso livello, ma subito il divario si era riaperto ancora a favore dei tassi azionari, il cui rendimento nel maggio superava il 6,5%.

La situazione era dunque ben matura per un sostanzioso rialzo e la causa occasionale per l'avvio fu data dal decreto sulle rivalutazioni per conguaglio monetario, promulgato in quell'epoca, che elevò i coefficienti di rivalutazione degli impianti da 18 a 40 volte, suscitando così fondate speranze di aumenti gratuiti di capitale. Dal maggio 1952 al gennaio 1953, i prezzi salirono senza interruzione, portando l'indice generale ad un livello di circa 25 volte quello prebellico. Rispetto al giugno 1951, che può considerarsi la piattaforma di partenza del ciclo completo di rialzo, l'aumento medio fu del 54%, con notevoli diversificazioni da settore a settore, come mostra il prospetto della pagina seguente.

Mentre i valori immobiliari aumentavano del 120% e i finanziari e diversi di poco meno del 100%, il settore tessile cominciava ad entrare in crisi. L'indice del settore aumentava solo del 7% mentre alcuni valori diminuivano addirittura. Gli altri settori industriali si mantenevano in linea quasi perfetta con l'indice generale.

Il tasso di rendimento delle azioni andò naturalmente decrescendo, nel frattempo, divenendo nel novembre 1952 di nuovo infe-

RIALZO GIUGNO 1951-GENNAIO 1953
INDICI DEI PREZZI (giugno 1951=100) E RENDIMENTI

	Giugno 1951		Gennaio 1953	
	prezzi	rend. %	prezzi	rend. %
Finanziari e assicurativi	100	5,34	191	4,27
Tessili	100	5,94	107	6,91
Minerari, metallurgici e meccanici	100	9,19	153	5,75
Elettrici ed affini	100	7,43	152	5,45
Saccariferi e chimici	100	6,19	155	4,38
Immobiliari	100	6,62	220	3,76
Diversi	100	6,15	197	4,00
<i>Totale</i>	<i>100</i>	<i>7,12</i>	<i>154</i>	<i>5,25</i>

riore a quello dei titoli di Stato e toccando nel gennaio 1953 un minimo di poco superiore al 5%.

7. - Intanto, agli inizi del 1953, la guerra di Corea volgeva al termine e iniziava la seconda recessione americana, che si traduceva immediatamente in una diminuzione dei prezzi a Wall Street, la prima di una certa consistenza dal 1949 in poi. Il mercato italiano reagiva — forse indipendentemente dagli avvenimenti internazionali — alla rapida ascesa precedente, perdendo circa un 10% rispetto ai massimi, e il rendimento ritornava su livelli superiori al 6%, e all'incirca pari a quello dei titoli di Stato.

Ciò avveniva nei primi mesi del 1953. Per tutto il resto dell'anno e per il primo semestre del 1954 la quota rimase quasi ferma, con piccole oscillazioni nei due sensi, quasi incerta sulla via da seguire. Da una parte agiva ancora negativamente il timore che la recessione americana potesse estendersi all'Europa, come si era estesa quella del 1949, con tutte le conseguenze negative sui profitti aziendali; dall'altro, i rendimenti tornati sul 6 e poi sul 6½% impedivano ulteriori cedimenti dei prezzi.

Man mano che il tempo passava, tuttavia, i temuti effetti negativi della recessione americana tardavano a manifestarsi, e si faceva sempre più luce, quasi con un senso di lieta incredulità, l'idea che questa volta non si sarebbero manifestati, e cioè che l'economia europea in gran parte ricostruita era diventata meno strettamente dipendente da quella americana, e quindi meno vulnerabile dalle sue oscillazioni. E così, quando a metà del 1954 fu chiaro che i risultati economici del 1953 erano stati abbastanza soddisfacenti,

che i dividendi dell'anno precedente venivano generalmente mantenuti allo stesso livello e spesso aumentati e che la recessione americana aveva toccato il suo fondo, ebbe inizio un nuovo ciclo di ascesa che, salvo una breve interruzione di due mesi nella primavera del 1955, doveva protrarsi per circa un anno e mezzo, portando l'indice generale ad oltre 40 volte il livello prebellico, con un aumento rispetto all'aprile 1954 di ben l'80%.

RIALZO APRILE 1954-SETTEMBRE 1955
INDICI DEI PREZZI (aprile 1954=100) E RENDIMENTI

	Aprile 1954		Settembre 1955	
	prezzi	rend. %	prezzi	rend. %
Finanziari e assicurativi	100	6,19	172	3,81
Tessili	100	4,85	112	4,87
Minerari, metallurgici e meccanici	100	8,27	240	3,74
Elettrici ed affini	100	7,10	163	4,99
Saccariferi e chimici	100	4,69	152	3,27
Immobiliari	100	5,78	178	2,71
Diversi	100	5,57	183	3,35
<i>Totale</i>	<i>100</i>	<i>6,64</i>	<i>178</i>	<i>4,11</i>

Questa volta il settore più favorito fu quello delle industrie metallurgiche e meccaniche, seguito dagli immobiliari, finanziari e diversi, mentre il settore tessile, ancora in piena crisi, aumentava di un modestissimo 12%, per merito soprattutto di alcune vecchie solidissime aziende in cui il granitico patrimonio faceva pesare meno le difficoltà della gestione industriale.

È un peccato che gli indici della Banca d'Italia non siano più particolareggiati nella distinzione per settori. È infatti assai probabile che i titoli assicurativi e finanziari non si muovano sempre parallelamente ed è ancora più probabile che non esista concordanza negli andamenti dei titoli saccariferi (alimentari) e chimici, conglobati invece in un unico settore. Nemmeno il comparto « minerari, metallurgici e meccanici » è molto omogeneo. Il confronto fra le diverse variazioni registrate dai diversi settori, in diverse fasi borsistiche, potrebbe risultare molto più istruttivo se si disponesse di indici settoriali più dettagliati.

In conseguenza del forte rialzo, il tasso di rendimento delle azioni si ridusse progressivamente fino ad un minimo del 4%, non comune davvero sul mercato italiano. Non solo, ma contrariamente

a quanto era successo nel rialzo 1951-52, quando alla diminuzione del rendimento delle azioni si era accompagnata una diminuzione, sia pure lievissima, anche del tasso di rendimento dei titoli a reddito fisso, nel 1954-55 mentre il primo diminuiva fortemente il secondo continuava a salire, sicché la differenza fra i due si allargava progressivamente.

Questo è mostrato chiaramente nel grafico n. 3, in cui le due curve dei rendimenti, allacciate l'una all'altra fino a metà 1954, da quell'epoca in poi divergono sempre più decisamente. Nell'autunno 1955 il divario raggiunge quasi 2 punti e $\frac{1}{2}$ e il rapporto tra il rendimento dei titoli di Stato e quello delle azioni (curva inferiore del grafico n. 3), supera il valore di 1,5.

8. - Risulta evidente dai grafici 2 e 3 che nel settembre 1955 il livello dei prezzi azionari era estremamente elevato e la situazione tecnica, a causa della rapidità dell'aumento precedente, doveva essere estremamente tesa. In tali condizioni, una violenta reazione doveva considerarsi inevitabile, prima o poi. C'era solo da attendere la causa occasionale che l'originasse.

Questa causa fu l'ormai famoso art. 17 della nuova legge tributaria. Come è noto, lo scopo di quest'articolo, di cui appunto nell'autunno 1955 la stampa cominciò a parlare con sempre maggiore frequenza, era di eliminare certe operazioni fittizie di riporto — che permettevano praticamente di possedere azioni senza la necessità di intestarle al nome, come vuole la legge, e quindi senza possibilità di controllo da parte del fisco dei redditi percepiti — e di consentire l'accertamento dei guadagni speculativi derivanti dalle operazioni a termine, mediante l'obbligo della segnalazione ad un ufficio centrale di tutte le operazioni compiute giornalmente. L'articolo, conviene dire subito, è considerato un errore tecnico anche da autorevoli sostenitori della nominatività dei titoli azionari (4). La sua stessa complicatezza ne frustrava a priori i fini, in quanto ne avrebbe certamente impedito l'applicabilità. Pretendere dagli operatori di borsa la segnalazione di tutte le operazioni di compravendita di titoli equivale a pretendere, che so io, dai commercianti la segnalazione di tutte le operazioni di compravendita di merci, oppure, dalle banche la segnalazione di tutti i crediti concessi e i depositi ricevuti. Ciò premesso, tuttavia, bisogna aggiungere che l'art. 17 non mutava

(4) Cfr. C. COSGIANI, in « Rivista delle Società », 1956, p. 418 e segg.

di un'ette la situazione degli acquisti effettivi di azioni. I trasferimenti di titoli erano già soggetti a segnalazione allo schedario nazionale e tali rimanevano. Per il cassettista — e quindi per il risparmio genuino — l'art. 17 non significava assolutamente nulla.

L'art. 17 fu approvato alla fine del 1955; i prezzi, già in forte discesa rispetto ai massimi precedenti, continuarono a perdere terreno a ritmo preoccupante nei mesi successivi, in ciò favoriti — o meglio quasi spinti — dalla estremamente sfavorevole reazione degli agenti di cambio e della stampa tecnica al provvedimento.

Invero le vicende di questo articolo rimangono assai poco chiare, sia prima che dopo la sua approvazione, e il meno che si possa dire del comportamento della stampa, e anche del Governo, nei suoi riguardi, è che sia stato strano. Mentre in un primo tempo infatti il Governo non sentì ragioni e volle che l'articolo fosse approvato a tutti i costi, successivamente permise, e permette tuttora, che venisse allegramente aggirato accettando tacitamente la nuova prassi del contratto per « contanti a giorni », secondo cui le compravendite sono nominalmente per contanti (godendo tra l'altro di una tassa di bollo ridotta rispetto ai contratti a termine) ma la liquidazione avviene ogni quindici giorni, così praticamente consentendo operazioni a termine che sfuggono alla denuncia.

D'altra parte, se i professionisti di borsa avevano tutte le ragioni per protestare contro un provvedimento che avrebbe ridotto notevolmente il volume delle operazioni, e quindi il loro lavoro, la stampa tecnica non aveva le stesse ragioni che giustificassero una così scomposta reazione. Si dovrebbe infatti supporre che questa stampa avesse soprattutto a cuore gli interessi dei risparmiatori genuini e quindi delle operazioni di investimento effettivo che, come abbiamo già detto, non venivano affatto toccate dall'art. 17. Essa invece presentò ai risparmiatori un quadro così scuro delle conseguenze della legge che certamente non incoraggiò il risparmio ad intervenire sui favorevoli prezzi raggiunti nella prima metà del 1956 e nelle successive fasi di depressione, ed anzi causò numerose vendite ai minimi. Solo quando il mercato fu già ben avanti nell'attuale fase di rialzo, l'art. 17 scomparve improvvisamente dalla scena e non se ne parlò più.

9. - La fase di ribasso succeduta ai massimi del settembre 1955 si protrasse per ben nove mesi, abbassando l'indice di oltre il 20%. Nel giugno 1956 la tendenza si invertì ma la ripresa fu lenta e si

svolse con un volume ridottissimo di scambi. Come appare chiaramente dal grafico n. 2, i quantitativi trattati giornalmente alla borsa di Milano piombarono dai 2-3 milioni di azioni del 1955 quasi a zero nel luglio-agosto 1956 e poi si risollevarono assai lentamente. Il rendimento, risalito a 5,5% nel giugno 1956, scese fino al 4,80% nel settembre 1957, epoca in cui la tendenza si invertì di nuovo per altri nove mesi. Anche in questa fase il ribasso fu lento e povero di scambi. In sostanza si può dire che in tutto questo periodo (dalla metà del 1956 alla metà del 1958) la quota rimase su un « plateau » scarsamente ondulato, consolidando gli aumenti precedenti.

Pur con i rendimenti tra il 5 e il 5,50%, il livello dei prezzi azionari non era basso, se si guarda all'altissimo rendimento raggiunto nel contempo dai titoli di Stato. Questo infatti, dopo il settembre 1955, continuava ad aumentare, sicché le due curve dei rendimenti, pur restringendosi alquanto in un primo tempo, rimanevano tuttavia ben discoste (si veda il grafico n. 3). Negli ultimi mesi del 1956 il rendimento dei titoli di Stato superava il 7% e su tali livelli rimaneva durante tutto il 1957. Il rapporto tra i due rendimenti non discendeva mai al di sotto di 1,3 e per tutto il 1957 si manteneva entro i limiti (altissimi) di 1,4 e 1,5. In queste condizioni, dovute al grande boom degli investimenti manifestatosi in quel periodo e alla conseguente tensione creditizia, il mercato azionario non poteva in realtà dirsi depresso.

Agli inizi del 1958, il mercato monetario passò, quasi improvvisamente, da una situazione di tensione ad una di forte liquidità e il rendimento dei titoli di Stato cominciò ad abbassarsi rapidamente, avvicinandosi così a quello delle azioni. Il rapporto tra i due diminuì progressivamente e nel giugno toccò 1,1. La spinta al rialzo si estese quindi anche alle azioni ed ebbe inizio un nuovo movimento di grande ampiezza ed intensità, che dura ormai da quasi un anno e di cui non si può ancora dire se abbia toccato il culmine o meno.

Alla fine di aprile 1959 l'indice generale era salito ad un livello di 60 volte circa quello prebellico, con un aumento del 50% rispetto al giugno 1958. Al primo posto nella graduatoria degli incrementi troviamo questa volta i finanziari ed assicurativi, subito seguiti dai tessili, finalmente risvegliatisi dal letargo, mentre tutti gli altri settori aumentano un poco meno della media. Il rendimento si riduce dal 5,53% al 3,78%, livello estremamente basso per le azioni italiane e mai prima toccato in momenti normali. Per i tessili e

finanziari è sceso al di sotto del 3% e per alcuni titoli specifici è arrivato fino all'1-2%. Le quantità trattate, sebbene ancora lontane dai massimi dell'autunno 1955, sono ritornate a livelli spesso superiori al milione di titoli al giorno.

RIALZO GIUGNO 1958-APRILE 1959
INDICI DEI PREZZI (giugno 1958=100) E RENDIMENTI

	Aprile 1959		Giugno 1958	
	prezzi	rend. %	prezzi	rend. %
Finanziari e assicurativi	100	5,20	189	2,86
Tessili	100	4,67	178	2,97
Minerari, metallurgici e meccanici	100	6,37	146	4,32
Elettrici ed affini	100	5,79	143	4,18
Saccariferi e chimici	100	4,97	138	4,01
Immobiliari	100	4,56	147	3,15
Diversi	100	4,00	136	3,08
<i>Totale</i>	<i>100</i>	<i>5,53</i>	<i>150</i>	<i>3,78</i>

Riprenderemo più in là il discorso sui prezzi, per alcune considerazioni conclusive sulle prospettive del mercato, nell'immediato e più lontano futuro. Prima tuttavia dobbiamo esaminare brevemente l'altro fondamentale aspetto del mercato azionario, e cioè le emissioni di nuove azioni a pagamento.

La remunerazione del capitale azionario e le nuove emissioni a pagamento.

10. - Abbiamo fin qui esaminato l'andamento del mercato azionario, nelle sue linee essenziali, limitatamente ai prezzi delle azioni e alle quantità scambiate. Dobbiamo ora considerare l'altro aspetto — non meno importante — del mercato, e cioè la raccolta di capitale azionario fresco tramite la borsa, e abbiamo pensato di metterlo in relazione con i dividendi totali corrisposti per la remunerazione del capitale azionario esistente.

Non ci risulta che un tale confronto sia stato fatto altrove, nè sappiamo esattamente che importanza attribuirgli. È certo tuttavia che se consideriamo da una parte le società, come enti a se stanti, e dall'altra gli azionisti, nel loro complesso, si possono distinguere nettamente due correnti di denaro che fluiscono dall'uno all'altro gruppo in senso inverso: i dividendi corrisposti annualmente dalle

società agli azionisti, per la remunerazione del capitale da questi impiegato nelle società stesse, e le somme versate dagli azionisti alle società per nuovi impieghi, in corrispondenza di emissioni di nuove azioni a pagamento. Il saldo fra queste due correnti opposte costituisce il movimento netto di denaro dalle società agli azionisti, o viceversa; e considerando gli azionisti come un tutto unico costituisce, *in pratica*, il reddito netto che essi derivano dal loro impiego di capitali in azioni.

Naturalmente, gli azionisti non possono considerarsi come un tutto unico, e la loro molteplicità e la possibilità che essi hanno di scambiare le loro azioni — e i relativi diritti — in borsa, toglie validità alla proposizione rispetto al singolo. Nondimeno, considerata dal punto di vista delle imprese essa conserva un certo curioso interesse. È ben vero che i nuovi capitali apportati costituiscono nuovi investimenti che daranno maggiori redditi futuri, ma se *durante un periodo di tempo sufficientemente lungo* le imprese ricevono sistematicamente dagli azionisti più di quanto esse paghino a titolo di remunerazione del capitale esistente, si può veramente dire che il capitale azionario sia remunerato? Ecco la domanda a cui non so dare una risposta precisa e che tuttavia non mi pare completamente fuori di luogo. La lascerò perciò affatto insoluta, e mi limiterò ad esporre i risultati dell'indagine, che presentano comunque alcuni aspetti assai interessanti.

Questi risultati sono esposti in dettaglio nella Tavola C (Appendice) e riassunti nello specchio della pagina seguente. Prima di passare alla loro illustrazione dobbiamo avvertire che sia le cifre dei dividendi sia quelle delle nuove emissioni azionarie contengono duplicazioni, per ammontari globali assai rilevanti, dovute al fatto che una parte notevole delle azioni delle società considerate sono possedute reciprocamente dalle società stesse. Ciò tuttavia non altera le proporzioni, poichè tanto i dividendi quanto i nuovi apporti si duplicano evidentemente nella stessa misura relativa, e ciò che a noi interessa ora sono proprio i rapporti.

11. - Nei dieci anni coperti dall'indagine (1949-1958) le società italiane quotate in borsa hanno distribuito dividendi per un totale di 865 miliardi di lire. Nello stesso periodo hanno ricevuto dagli azionisti, per emissioni di nuove azioni a pagamento, 874 miliardi di lire, sicchè in effetti si è avuto, nei dieci anni, un flusso netto di denaro di appena 9 miliardi di lire, dagli azionisti alle società. Subito

DIVIDENDI DISTRIBUITI ED EMISSIONI DI CAPITALE A PAGAMENTO
(VERSAMENTI EFFETTIVI) DELLE SOCIETÀ ITALIANE, QUOTATE IN BORSA,
NEL DECENNIO 1949-1958
(valori in miliardi di lire)

Settori	Dividendi		Versamenti degli azionisti		Differenza (a)-(b)	Rapporto (a)/(b)
	valore (a)	% sul totale	valore (b)	% sul totale		
Finanziari	115,9	(13,4)	247,2	(28,3)	- 131,3	0,46
Assicurativi	13,0	(1,5)	1,1	(0,1)	+ 11,9	11,8
Trasporti	6,7	(0,8)	1,5	(0,2)	+ 5,2	4,5
Tessili e abbigliamento	64,6	(7,5)	19,9	(2,3)	+ 44,7	3,2
Minerari e metallurgici	123,4	(14,4)	87,5	(10,0)	+ 35,9	1,4
Meccanici e automobilistici	69,5	(8,0)	116,9	(13,4)	- 47,4	0,6
Elettrici	308,6	(35,6)	307,9	(35,2)	- 0,7	1,0
Alimentari	26,1	(3,0)	20,9	(2,4)	+ 5,2	1,25
Chimici	47,7	(5,5)	33,7	(3,8)	+ 14,0	1,4
Immobiliari	19,5	(2,2)	16,0	(1,8)	+ 3,5	1,2
Diversi	79,1	(9,1)	21,5	(2,5)	+ 57,6	3,7
<i>Totale</i>	<i>865,1</i>	<i>(100,0)</i>	<i>874,2</i>	<i>(100,0)</i>	<i>- 9,1</i>	<i>1,0</i>

colpisce la quasi perfetta coincidenza dei totali. Considerando invece i flussi anno per anno, si vede che l'eccedenza della raccolta sui dividendi è stata particolarmente notevole nel 1949, nel 1953 e nell'ultimo biennio, mentre nel 1952 e nel triennio 1954-56 i dividendi hanno fortemente superato le somme richieste.

Degli 865 miliardi di dividendi distribuiti, ben 309, pari ad oltre 1/3, sono dovuti al settore elettrico, cui seguono quello minerario e metallurgico con 123 miliardi (14%), quello finanziario con 116 miliardi (13%), quello dei diversi con 79 miliardi (9%), quello dei meccanici con 70 miliardi (8%), quello dei tessili con 65 miliardi (7,5%) e via via gli altri. Queste percentuali rispecchiano grosso modo l'importanza che hanno i vari settori in relazione al valore di borsa del capitale quotato.

La raccolta di capitali freschi è affluita ancora per oltre 1/3 al settore elettrico, ma al secondo posto troviamo ora il settore finanziario, con 247 miliardi pari al 28% del totale. Seguono il settore

meccanico con 117 miliardi (13%), quello minerario e metallurgico con 88 miliardi (10%) e a distanza molto maggiore gli altri.

Diversissima risulta la situazione se esaminiamo i flussi monetari netti. Degli undici settori in cui è stato suddiviso il listino (5) nove presentano una eccedenza, più o meno marcata, dei dividendi distribuiti rispetto ai nuovi versamenti richiesti agli azionisti, mentre negli altri due settori questi superano largamente i primi.

I due settori, in cui la raccolta eccede sistematicamente i dividendi sono il finanziario e il meccanico. Nel primo le nuove emissioni a pagamento in tutto il periodo hanno largamente superato il doppio dei dividendi distribuiti. Solo in un anno su dieci, e precisamente nel 1954, le società finanziarie hanno distribuito agli azionisti più di quanto abbiano ad essi chiesto. A ben guardare, ciò corrisponde alla funzione specifica di questi istituti, che è quella appunto di raccogliere disponibilità tra il pubblico ed impiegarle in attività industriali. L'altro settore in cui i nuovi apporti (117 miliardi) superano nettamente i dividendi (70 miliardi) è il meccanico. Va notato che in questo settore una sola azienda, la FIAT, ha peso assolutamente preponderante (circa il 90%). Le maggiori distruzioni subite durante la guerra, la necessità di radicali riconversioni, e soprattutto le grandi prospettive di espansione, hanno richiesto in questo settore investimenti particolarmente gravosi. È tuttavia degno di nota il fatto che mentre nella prima metà del periodo considerato i dividendi furono quasi costantemente inferiori alle somme richieste, nel 1954 e 1955 la posizione si rovesciò; negli ultimi anni saldi in un senso e nell'altro si sono alternati.

Nei settori in cui i dividendi distribuiti superano i nuovi apporti di capitale, le maggiori differenze assolute spettano, in ordine, ai « diversi », ai tessili e ai minerari e metallurgici, rispettivamente con 58, 45 e 36 miliardi nei dieci anni.

Se però vogliamo stabilire una graduatoria dei settori che distribuiscono agli azionisti di più, in relazione a quanto chiedono (o, inversamente, che chiedono meno in relazione a quanto distribuiscono) dobbiamo considerare il rapporto tra dividendi distribuiti e aumenti di capitale a pagamento, e allora troviamo di gran lunga in testa il settore assicurativo, con un rapporto di circa 12. La remun-

(5) È superfluo notare che la suddivisione in settori in questa rilevazione, effettuata quasi interamente sui dati pubblicati dal giornale « 24 Ore » nei suoi numeri speciali di fine anno, è diversa da quella adottata dalla Banca d'Italia nel calcolo dei suoi indici.

nerazione netta del capitale è stata continuamente in aumento per tutto il periodo, mentre le richieste di nuovi versamenti agli azionisti sono state trascurabili. Ciò può spiegare l'alto conto in cui sono tenute in borsa le azioni del settore assicurativo, il cui tasso di capitalizzazione è perciò bassissimo. Al secondo posto troviamo, forse un poco inaspettatamente, il settore dei trasporti, con un rapporto di oltre 5. La distribuzione dei dividendi, tuttavia, mostra in questo caso notevoli irregolarità — con una forte diminuzione nel 1952 rispetto al massimo del 1951 ed ancora con diminuzioni, più lievi, nel 1954 e nel 1958 rispetto agli anni precedenti. Attualmente alcune aziende di questo settore attraversano qualche difficoltà.

Ugualmente sorprendente è l'elevato rapporto tra dividendi distribuiti ed aumenti di capitale a pagamento che si trova per il settore dei tessili, il quale solo ora sembra uscire da una crisi durata diversi anni. L'eccedenza delle distribuzioni sui nuovi apporti è stata costante per tutto il periodo, nonostante che molte società abbiano dovuto sospendere negli ultimi anni la distribuzione del dividendo. Bisogna pensare o che il settore abbia una eccezionale solidità di fondo (come è probabilmente vero) o che proprio la crisi abbia favorito questa situazione, scoraggiando nuovi investimenti e quindi evitando richieste di nuovi capitali agli azionisti.

Elevato è anche il rapporto nel settore dei « diversi », che raccoglie alcune delle aziende più redditizie e meglio amministrate dell'industria italiana. I dividendi eccedono costantemente, in tutto il periodo considerato, gli aumenti di capitale a pagamento, e in valore assoluto l'eccedenza è al primo posto, nonostante che per importanza dei capitali quotati il settore sia solo il quarto.

Rapporti superiori all'unità, ma in misura molto minore, troviamo infine nel settore minerario e metallurgico (principale società del settore, con peso di circa il 60%, la Montecatini) — in cui ad una prevalenza di versamenti da parte degli azionisti nella prima metà del periodo considerato fa seguito una netta prevalenza delle somme distribuite dalle società negli anni successivi — e nei settori alimentare, chimico e immobiliare.

Il settore elettrico, di gran lunga il più importante del listino, presenta invece dividendi e aumenti di capitale a pagamento in parità quasi perfetta, riproducendo la situazione che si trova per il totale. Nei dieci anni, sei volte i dividendi hanno ecceduto la raccolta e quattro volte è accaduto il contrario. Particolarmente pesante è stata l'eccedenza del prelievo nel 1949 e nel 1953.

Le prospettive.

12. - Una rassegna come questa non può terminare senza un cenno, sia pur breve e sommario, alle prospettive del mercato.

Nel lungo termine, i prezzi azionari sono indissolubilmente legati ai dividendi unitari, cioè al dividendo corrisposto su un pacchetto azionario base. Ciò è mostrato chiaramente sia dal grafico n. 2, che mette in relazione l'indice generale dei prezzi azionari con l'indice generale dei dividendi; sia dal grafico n. 5, che ripete l'accostamento per ciascuno dei settori che compongono l'indice della Banca d'Italia; e sia infine dal grafico n. 6, che mette in relazione prezzi e dividendi unitari dei titoli industriali americani, nei periodi seguenti le due guerre mondiali. Per questo grafico, sono stati utilizzati per il periodo che va dal 1918 al 1934 gli indici della Cowles Commission dei valori industriali, base 1926=100, cui sono stati collegati per il periodo seguente gli indici Moody's di 125 titoli industriali.

Tre caratteristiche comuni balzano subito evidenti da tutti questi grafici. In primo luogo, misurato in un periodo di tempo sufficientemente lungo, l'indice dei prezzi cresce esattamente nella stessa misura in cui cresce il dividendo unitario. In secondo luogo — considerato che i grafici coprono periodi seguenti a guerre mondiali, che hanno sconvolto « ab imo » le economie occidentali — il dividendo unitario aumenta assai rapidamente nel periodo di ricostruzione immediatamente successivo alla guerra, per poi rallentare il ritmo di aumento e, nel caso del primo dopoguerra, infine diminuire. In terzo luogo, l'indice dei prezzi azionari — mentre in un primo tempo, pur aumentando con notevole rapidità, rimane indietro rispetto all'indice dei dividendi unitari — accelera il suo ritmo di aumento proprio quando i dividendi unitari cominciano a rallentare il loro, spingendosi molto più in alto del livello di equilibrio e creando quindi i presupposti per una brusca inversione di tendenza.

Il fenomeno, illustrato dalle tre caratteristiche, è ben spiegabile teoricamente. Nel periodo immediatamente successivo ad una grande guerra è in atto la rapida ricostruzione dell'economia. I beni sono scarsi, la domanda è assai forte, i prezzi sono elevati e tutte le attività industriali altamente redditizie. Le imprese perciò prosperano e i profitti unitari crescono rapidamente. Anche il prezzo delle azioni

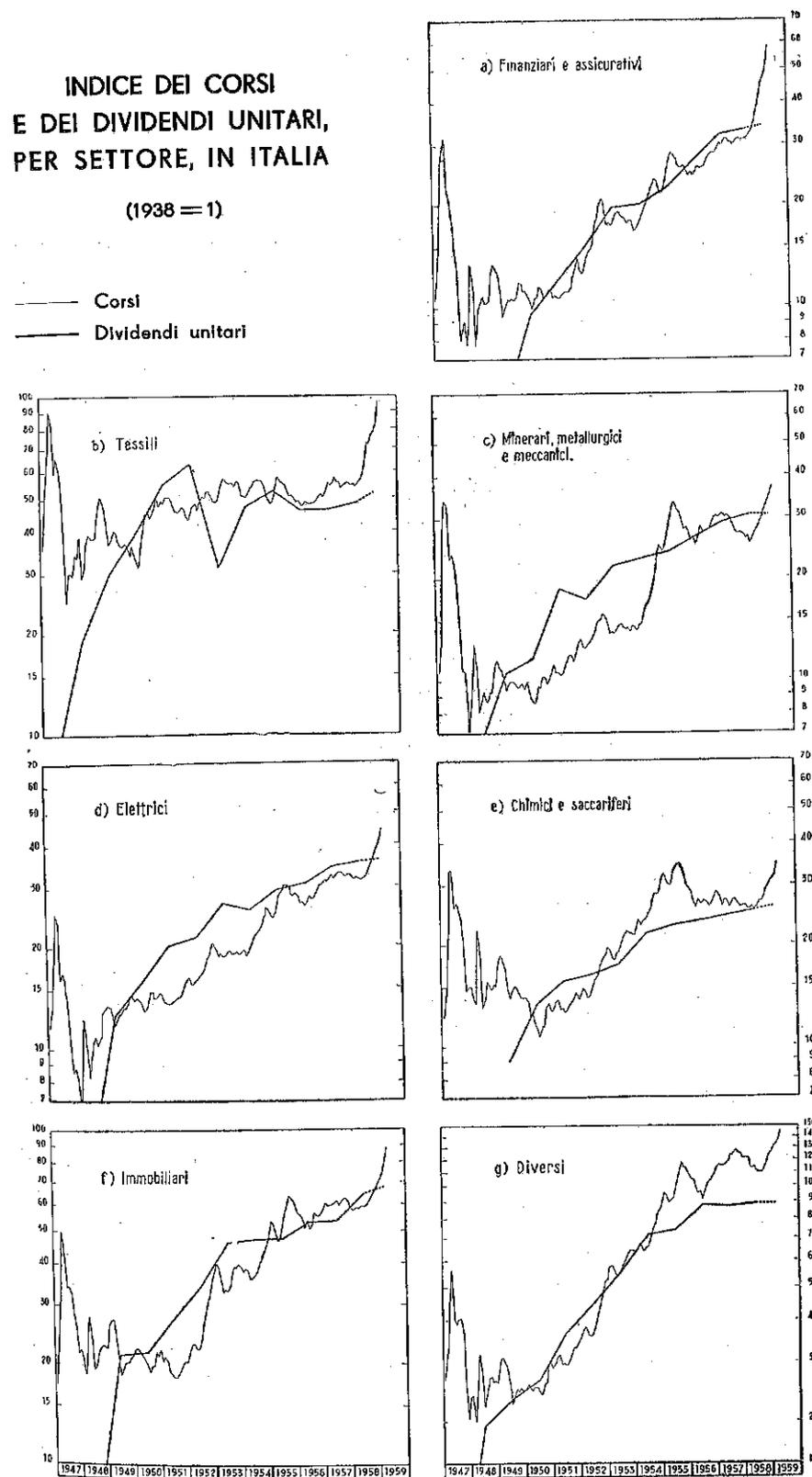
crebbe, ma con minore rapidità poichè in periodi di grande e redditizia attività economica la liquidità è scarsa e, per quanto redditizio possa essere l'acquisto di azioni, l'impiego diretto dei capitali in attività industriali lo è ancora di più. Man mano che la ricostruzione progredisce e la capacità produttiva aumenta, la scarsità di beni gradatamente scompare e gradatamente si passa dal mercato del produttore al mercato del consumatore, blandito e corteggiato da tutti. In queste condizioni i prezzi dei prodotti tendono a stabilizzarsi, o anche a diminuire, la concorrenza diventa più vivace e i margini di profitto si restringono. Per forza, quindi, anche i dividendi unitari delle azioni devono rallentare il loro ritmo di crescita e la logica vorrebbe che la stessa sorte toccasse anche al loro prezzo. Ma ecco che intervengono a questo punto gli irrazionali quanto potenti fattori psicologici a dare tutt'altro corso agli eventi. In regime di sovrabbondanza di beni e di mercato del compratore, esiste anche una forte liquidità monetaria che trova difficile e non sufficientemente remunerativo impiego in attività industriali e commerciali. Questa liquidità, man mano che si crea, si rivolge dunque con sempre maggiore intensità verso il mercato finanziario, e in particolare verso le azioni, relativamente trascurate nel periodo precedente. Così *per motivi puramente monetari*, a causa della crescente liquidità del mercato e dei declinanti tassi d'interesse, *l'aumento dei prezzi delle azioni acquista momento proprio quando la redditività delle aziende che esse rappresentano comincia ad appesantirsi.*

Il quadro dello stadio successivo è ben noto: man mano che i prezzi aumentano, i guadagni speculativi aumentano pure; la borsa comincia a diventare di moda e nuove disponibilità monetarie, in misura sempre maggiore, vengono convogliate verso la borsa. Ciò fa naturalmente aumentare ancora di più i prezzi e si crea infine un giro vizioso che rapidamente cresce, acquista vigore, si ingigantisce. Con sempre maggiore frequenza nuovi investitori e speculatori si riversano in borsa, nuove società di investimenti fioriscono come funghi. Sembra che l'ascesa non si debba più fermare. I rendimenti non contano più nulla, i titoli vengono quasi dissociati dalle aziende che rappresentano, e acquistano una specie di misterioso valore intrinseco di cui non si sa l'origine ma che tutti accettano. Si crea così una catena d'impegni, di rapporti di credito e debito, di pesanti interessi da corrispondere su posizioni scoperte sempre più vaste, catena destinata necessariamente a rompersi quando l'eccesso si

INDICE DEI CORSI E DEI DIVIDENDI UNITARI, PER SETTORE, IN ITALIA

(1938 = 1)

— Corsi
— Dividendi unitari

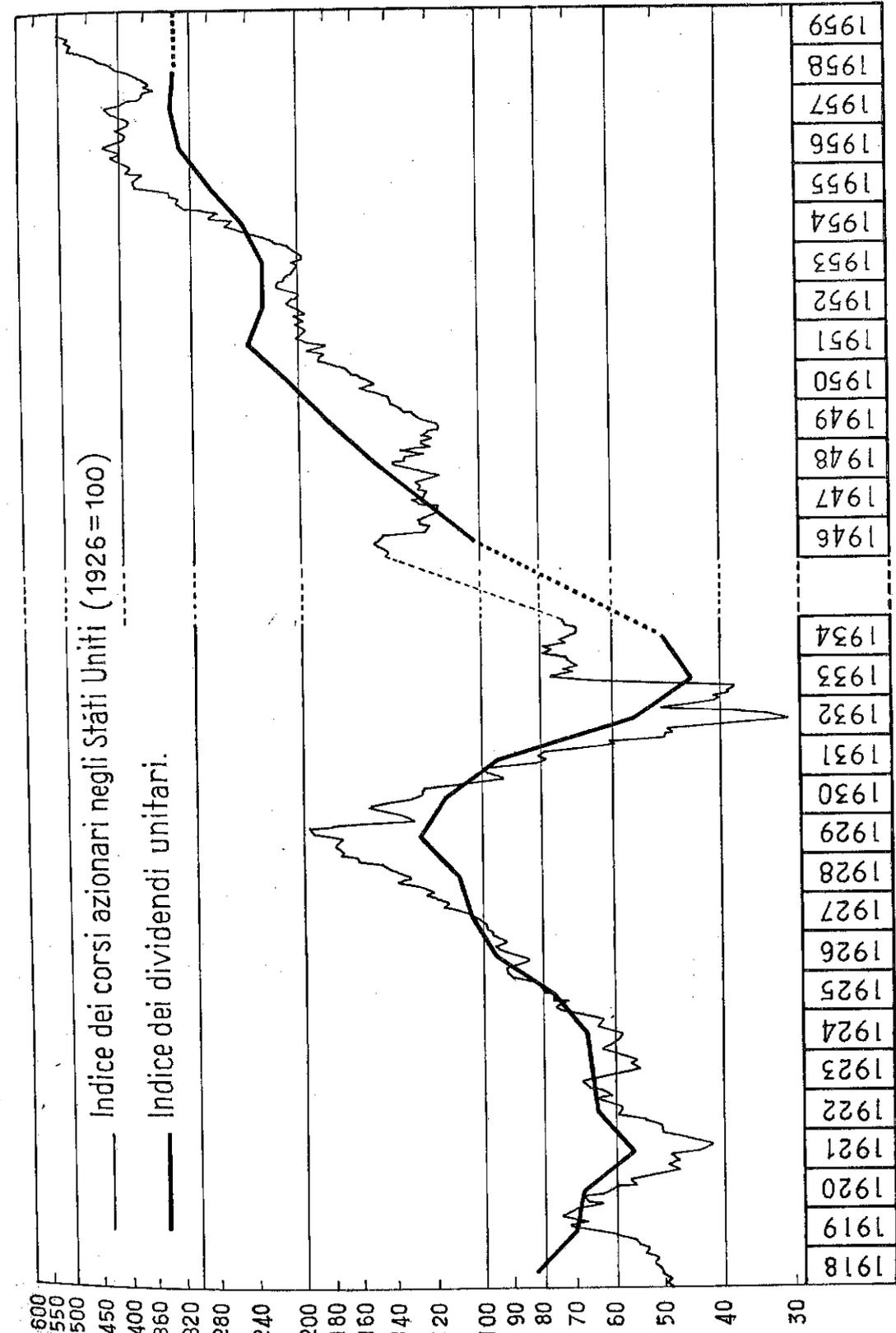


spinga oltre un certo limite. Infatti il reddito su cui deve reggersi il castello delle crescenti disponibilità monetarie che si riversano nelle borse è sempre e solo uno e cioè il reddito industriale delle aziende che le azioni rappresentano, reddito che non solo non può mantenere il passo col vertiginoso aumento dei prezzi dei titoli nelle ultime fasi di un boom, ma anzi proprio in quelle fasi tende ad aumentare con ritmo sempre minore, o a stabilizzarsi e fors'anche a diminuire.

13. - Ora, sembra chiaro dai grafici 2, 5 e 6 che sia in Italia, sia negli Stati Uniti (e possiamo aggiungere anche negli altri paesi occidentali) la borsa stia attraversando attualmente la fase finale di un boom del tipo descritto. E ci sentiamo di poter affermare con tranquillità che se le politiche monetarie governative ripetessero oggi gli errori del 1928-29 sarebbe fatale anche il ripetersi della caduta dei prezzi azionari e, ciò che più conta, di una depressione economica più grave dei due o tre rallentamenti verificatisi in questo dopoguerra.

Fortunatamente, dal 1930 ad oggi la conoscenza economica almeno in un punto ha fatto, per merito di Keynes, un gigantesco passo avanti: ha capito definitivamente che le crisi di superproduzione (e le recessioni che da esse derivano) non si combattono stringendo la cingola e riducendo le spese ma, proprio all'opposto, aumentando le spese per dare alla comunità la possibilità di consumare e godere i beni che si producono in maggiore abbondanza. A meno perciò che questo insegnamento non venga dimenticato all'ultimo momento, una crisi tipo 1929 non dovrebbe avere la possibilità di ripetersi oggi.

Sotto l'aspetto che ora a noi interessa, ciò significa che i profitti unitari aziendali — e quindi i dividendi unitari sulle azioni — non dovrebbero poter subire oggi i drastici e bruschi tagli che subirono nel 1929 ma dovrebbero almeno mantenere i livelli presenti. Ciò dipende molto dalla misura e dall'acume con cui i governi applicheranno le teorie keynesiane. È chiaro infatti che una politica deflazionistica porterebbe alla crisi, come ha portato nel 1929, ma è altrettanto chiaro che una politica di *eccessivo* « deficit financing » provocherebbe una più o meno grave inflazione dei prezzi che gonfierebbe artificialmente i redditi industriali e quindi i dividendi unitari ed in ultima analisi i prezzi delle azioni. L'ideale sarebbe che la politica monetaria anticiclica potesse essere graduata in maniera tale da mantenere stabile, in complesso, il livello dei



prezzi. Ciò tuttavia è estremamente difficile ad ottenersi; e poiché noi crediamo che — sotto la continua spinta delle richieste sindacali e la costante, più o meno encomiabile, preoccupazione dei governi di non alienarsi il favore delle masse con provvedimenti poco popolari — anche la più oculata politica monetaria (come indubbiamente può definirsi quella italiana nell'ultimo decennio) non sarà in grado di evitare un continuo, se pur lieve, processo inflazionistico (si veda il grafico n. 4), ne concludiamo che i dividendi unitari continueranno a mantenersi *a lungo andare* in aumento, sebbene certamente non con ritmo paragonabile a quello degli anni passati e nella stessa misura continuerà ad essere in aumento l'indice generale dei prezzi azionari.

14. - Se per il lungo termine le prospettive del mercato azionario ci sembrano dunque in complesso favorevoli, non altrettanto può dirsi per le prospettive di *breve termine*. La curva dei prezzi si è discostata troppo negli ultimi mesi da quella dei dividendi unitari sia in Italia (si veda il grafico n. 2) sia negli Stati Uniti (grafico n. 6) e negli altri maggiori paesi occidentali. Le due curve dovranno necessariamente riavvicinarsi un poco nei mesi futuri. Escludendo che la curva dei dividendi unitari possa portarsi di un balzo al livello di quella dei prezzi — cosa possibile solo nel caso, che fortunatamente ci pare poco probabile, di una subitanea, grave inflazione — dovrà essere quella dei prezzi ad avvicinarsi alla prima. Quanto più in alto continua a spingersi l'attuale rialzo speculativo, tanto più brusca dovrà essere la correzione riequilibratrice.

15. - Questo breve studio del mercato azionario italiano potrebbe essere utilmente completato da un esame delle prospettive economiche che si aprono ai vari settori industriali italiani e, quindi, delle prospettive e dei bilanci delle maggiori società le cui azioni sono quotate in borsa. Ma per ora ci siamo forse dilungati già abbastanza. Quest'esame potrebbe formare oggetto di un secondo articolo.

PIETRO MANES

TAVOLA A

MASSIMI E MINIMI DELLE QUOTAZIONI DI BORSA NEL PERIODO 1944-1948
(1938 = 100)

	Finanziari e assicurativi	Tessili	Miner. metall. mecc.	Elettrici	Sacc. e chimici	Immobiliari	Diversi	Totale	
								indice	rendim.
1938	100	100	100	100	100	100	100	100	5,10
Fine 1943 . .	355	455	288	562	359	588	552	449	1,35
Fine 1944 . .	921	1.629	672	1.247	1.082	1.828	1.274	1.136	0,52
Aprile 1946 .	302	811	286	375	436	591	671	413	0,69
Aprile 1947:									
media . . .	3.184	9.167	3.410	2.563	3.372	4.932	5.646	3.700	0,23
(max) . . .	(3.380)	(9.700)	(3.600)	(2.720)	(3.580)	(5.200)	(6.000)	(3.922)	(0,22)
Marzo 1948:									
media . . .	772	2.875	692	693	1.345	1.847	1.966	1.035	2,16
(min.) . . .	(735)	(2.517)	(573)	(583)	(1.165)	(1.593)	(1.722)	(893)	(2,51)
Maggio 1948:									
media . . .	1.208	3.967	1.149	1.113	2.001	2.538	2.873	1.581	1,93
(max) . . .	(1.392)	(4.387)	(1.326)	(1.280)	(2.257)	(3.088)	(3.299)	(1.787)	(1,71)
Luglio 1948:									
media . . .	920	3.082	887	931	1.368	1.968	2.432	1.249	2,78
(min.) . . .	(830)	(2.800)	(800)	(840)	(1.240)	(1.780)	(2.200)	(1.130)	(3,07)
Settembre 1948	1.058	3.747	901	1.052	1.519	2.255	2.659	1.400	2,27

INDICI DEI DIVIDENDI UNITARI TAVOLA B
(1938 = 100)

	Finanziari e assicurativi	Tessili	Miner. metall. mecc.	Elettrici	Sacc. e chimici	Immobiliari	Diversi	Totale
1938	100	100	100	100	100	100	100	100
1947	220	869	487	165	211	396	546	346
1948	460	1.939	666	371	436	617	1.945	682
1949	670	3.004	1.052	1.256	918	2.146	2.327	1.349
1950	960	3.967	1.152	1.577	1.341	2.174	2.652	1.662
1951	1.190	5.513	1.845	2.021	1.570	2.759	3.657	2.240
1952	1.500	6.307	1.744	2.143	1.634	3.448	4.442	2.446
1953	1.960	3.148	2.186	2.686	1.752	4.629	5.555	2.854
1954	2.000	4.729	2.282	2.581	2.156	4.721	7.171	3.036
1955	2.230	5.290	2.397	2.949	2.286	4.774	7.901	3.362
1956	2.690	4.603	2.636	3.057	2.350	5.340	8.784	3.590
1957	3.220	4.610	2.918	3.429	2.441	5.367	8.671	3.947
1958	3.320	4.829	3.080	3.533	2.527	6.463	8.845	4.126

DIVIDENDI DISTRIBUITI E AUMENTI DI CAPITALE A PAGAMENTO DELLE SOCIETA' ITALIANE QUOTATE IN BORSA NEL DECENNIO 1949-1958
(milioni di lire)

		1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	Totale 1949-58
Finanziari	a)	1.290	2.163	3.875	7.397	9.509	12.840	15.270	17.022	21.116	25.463	115.945
	b)	19.937	5.440	4.306	7.845	29.700	3.135	39.332	19.500	60.731	57.265	247.191
	c)	- 18.647	- 3.277	- 431	- 448	- 20.191	+ 9.705	- 24.062	- 2.478	- 39.615	- 31.802	- 131.246
Assicurativi	a)	327	496	679	920	1.153	1.374	1.594	1.956	2.151	2.372	13.022
	b)	860	-	-	70	-	140	-	-	-	-	1.070
	c)	- 533	+ 496	+ 679	+ 850	+ 1.153	+ 1.234	+ 1.594	+ 1.956	+ 2.151	+ 2.372	+ 11.952
Trasporti	a)	164	1.276	1.354	413	533	+ 502	473	651	708	674	6.748
	b)	1.404	-	100	-	-	-	-	-	-	-	1.504
	c)	- 1.240	+ 1.276	+ 1.254	+ 413	+ 533	+ 502	+ 473	+ 651	+ 708	+ 674	+ 5.244
Tessili e abbigliamento	a)	3.928	5.468	8.059	9.100	5.214	6.251	6.707	6.538	6.618	6.741	64.624
	b)	1.504	2.146	5.160	255	170	250	2.885	5.400	120	2.000	19.890
	c)	+ 2.424	+ 3.322	+ 2.899	+ 8.845	+ 5.044	+ 6.001	+ 3.822	+ 1.138	+ 6.498	+ 4.741	+ 44.734
Minerali e metallurgici	a)	4.719	5.825	8.000	10.389	11.251	14.737	15.404	15.963	17.653	19.509	123.450
	b)	6.300	7.500	10.016	5.709	23.000	-	2.000	7.060	24.120	1.800	87.505
	c)	- 1.581	- 1.675	- 2.016	+ 4.680	- 11.749	+ 14.737	+ 13.404	+ 8.903	- 6.467	+ 17.709	+ 35.945
Meccanici e automobilistici	a)	1.116	1.902	3.271	3.885	9.460	7.656	8.408	8.206	12.780	12.810	69.494
	b)	2.049	2.290	26.716	2.094	18.172	3.000	706	19.200	12.102	30.600	116.929
	c)	- 933	- 388	- 23.445	+ 1.791	- 8.712	+ 4.656	+ 7.702	- 10.994	+ 678	- 17.790	- 47.435
Elettrici	a)	8.060	15.325	19.874	22.819	25.000	32.154	37.128	42.060	51.029	55.111	308.560
	b)	15.944	13.032	8.876	10.336	56.924	30.950	26.492	21.850	59.323	64.181	307.908
	c)	- 7.884	+ 2.293	+ 10.998	+ 12.483	- 31.924	+ 1.204	+ 10.636	+ 20.210	- 8.294	- 9.070	+ 652
Alimentari	a)	773	1.203	1.640	1.859	2.292	3.099	3.543	3.863	3.751	4.041	26.064
	b)	402	156	-	-	420	-	870	8.250	288	10.563	20.949
	c)	+ 371	+ 1.047	+ 1.640	+ 1.859	+ 1.872	+ 3.099	+ 2.673	- 4.387	+ 3.463	- 6.522	+ 5.115
Chimici	a)	1.065	2.570	3.179	3.780	4.283	5.752	6.311	5.267	4.860	6.612	43.679
	b)	2.380	5.925	280	3.632	1.280	4.365	4.508	3.284	7.840	198	33.692
	c)	- 1.315	- 3.355	+ 2.899	+ 148	+ 3.003	+ 1.387	+ 1.803	+ 1.983	- 2.980	+ 6.414	+ 9.987
Immobiliari	a)	946	829	1.226	1.482	1.712	2.211	2.148	2.417	3.182	3.311	19.464
	b)	631	216	1.067	432	2.102	-	475	4.237	608	6.257	16.025
	c)	+ 315	+ 613	+ 159	+ 1.050	- 390	+ 2.211	+ 1.673	- 1.820	+ 2.574	- 2.946	+ 3.439
Diversi	a)	2.243	3.751	4.483	5.728	7.168	9.081	10.793	11.508	12.103	12.300	79.158
	b)	1.055	283	220	1.092	607	5.118	2.076	2.295	800	7.979	21.525
	c)	+ 1.188	+ 3.468	+ 4.263	+ 4.636	+ 6.561	+ 3.963	+ 8.717	+ 9.213	+ 11.303	+ 4.321	+ 57.633
Totale	a)	23.932	40.808	55.539	67.772	73.075	95.657	107.981	115.451	135.952	148.945	865.112
	b)	52.466	36.988	56.642	31.466	132.376	46.688	79.615	91.076	166.034	180.853	874.204
	c)	- 28.534	+ 3.820	- 1.103	+ 36.306	- 59.301	+ 48.969	+ 28.366	+ 24.375	- 30.082	- 31.908	- 9.092

a) dividendi distribuiti; b) aumenti di capitale a pagamento; c) differenze.