

LA BORSA ITALIANA DAL 1928

REPLICA AD ALCUNI INTERROGATIVI SOLLEVATI DA UN LETTORE DI REPUBBLICA

Pubblicata su *La Repubblica*, supplemento *Affari & Finanza* del 10 marzo 2003

Gli interrogativi del lettore

Indirizzati a Giuseppe Turani, Direttore di Affari & Finanza

[Negli articoli che hanno recensito l'indagine dell'Ufficio Studi]...si concludeva che nel lungo termine l'investimento in Borsa non è in grado di mettere al riparo dall'inflazione. Peccato che entrambi gli studi [in realtà si tratta di due serie di indici una con base gennaio 1928, l'altra con base dicembre 1960 - NdR] prendevano come base di partenza due cuspidi storicamente e palesemente abnormi degli andamenti del mercato. La prima partiva dal 1960 e la seconda dal 1929. Mentre i successivi minimi erano di almeno il 50/60% più bassi (o forse anche di più), per cui se le statistiche avessero usato quelle basi sarebbero pervenute a risultati diametralmente opposti. L'unica conclusione seria che si può trarre dunque è che non bisogna investire ai massimi delle bolle speculative, ma questa mi pare una lezione che tutti dovrebbero avere imparato a memoria e sulla loro pelle. Non mi pare che un istituto serio come Mediobanca possa usare le statistiche come i polli di Trilussa, allora c'è da chiedersi cui prodest?

La risposta dell'Ufficio Studi

La ricerca a cui il lettore allude è scaricabile dal nostro sito internet (www.mbres.it); ai fini di una valutazione più completa è innanzitutto consigliabile un esame attento di ciò che è stato pubblicato. Il testo dell'indagine illustra la metodologia e riporta serie di dati anno per anno a partire dal 1928 per finire al gennaio 2003. Ciò premesso, veniamo ai rilievi critici sulle basi di partenza dei dati e sulle conclusioni in merito alla Borsa italiana. Intanto, il lettore potrà verificare agevolmente che, rispetto al livello finale dell'indice deflazionato (18,7 nel gennaio 2003), su 77 valori solo 24 sono inferiori, come dire che pescando casualmente nella serie c'è meno di una probabilità su tre di individuare un anno con un indice di Borsa minore di 18,7; se poi si considera che quasi tutti questi livelli "favorevoli" sono praticamente in sequenza dopo il 1973, l'accusa di una scelta maliziosa della data di partenza in un'analisi di lungo periodo non può che cadere. Ma scendiamo più nel dettaglio.

Perché il 1928?

La ricerca dell'Ufficio Studi di Mediobanca riguarda esclusivamente le "sue" elaborazioni sugli indici delle azioni. Vi sono state tre serie di indici costruite nel tempo e la più vecchia ha come base il 1928; da lì si è dunque partiti. Quella elaborazione – che è stata e riteniamo sia tuttora assai utile a molti di coloro che si occupano di Borsa – venne pubblicata su "Indici e Dati" nel luglio 1978. Essa comportò tra l'altro il recupero di qualcosa come 40 mila quotazioni; non fu

quindi un lavoro di poco conto e proprio per questo ha sempre ricevuto un unanime apprezzamento.

Perché il 1960?

I dati sui corsi vecchi danno un tipo di informazione assai utile nell'ipotesi di consumo dei dividendi; è ovviamente interessante vedere anche cosa succede se i dividendi anziché essere consumati sono reinvestiti. Per calcolare l'indice in questa seconda ipotesi (cosiddetta *total return*) occorrono statistiche sui dividendi distribuiti e noi disponiamo di serie retrospettive ed omogenee del monte dividendi solo a partire dal 1960: questo è il motivo per il quale si è partiti con il valore 100 da tale anno per la serie *total return*. Ma occorre notare, a fini di trasparenza ("cui prodest"), che la data iniziale non ha alcun interesse poiché, come già detto, abbiamo reso disponibili i dati anno per anno. Chiunque li può quindi osservare ed argomentare come meglio crede. Per quanto a nostra conoscenza, coloro che hanno recensito questo lavoro non si sono limitati al solo dato iniziale e finale (il 1928 e il 2003) ma, pur tenuto conto dei rispettivi contesti, hanno illustrato anche le dinamiche, riportando talvolta – come nel caso del Dr. Turani – gli stessi grafici che noi abbiamo costruito e che lo stesso lettore potrà vedere una volta visitato il nostro sito.

Il 1928 e il 1960 sono anni abnormi

Il 1928 fu un anno di bolla speculativa (scoppierà l'anno successivo) e fu seguito – come è noto – da una lunga depressione. Osserviamo i nostri dati: la serie deflazionata dei corsi vecchi parte con 100 nel 1928 e poi scende nel periodo della grande depressione sino a poco meno di 60; se avessimo acquistato la Borsa nel punto di minimo della depressione seguita alla grande crisi del 1929 avremmo quindi pagato nella migliore delle ipotesi 56,4 per ritrovarci nel gennaio 2003 con 18,7. Il confronto pare rispondere da solo alla domanda se le azioni in Italia abbiano (in generale) costituito un riparo dall'inflazione nel lungo periodo.

Ad abundantiam: cosa sarebbe successo se avessimo arretrato la data delle prime rilevazioni? Giovanni Siciliano ha pubblicato nel 2001 (editore Il Mulino) *Cento anni di Borsa in Italia* dove esamina le nostre stesse problematiche considerando il periodo dal 1905 al 1998. Queste le sue parole: "fra il 1905 e il 1920 i prezzi delle azioni scesero di oltre l'80% in termini reali e da allora non si sono mai più ripresi" (pag. 18). Se dunque avessimo arretrato in qualche modo la data di partenza, il valore di arrivo sarebbe stato ben al di sotto del livello di 18,7 che risulta dalla nostra indagine.

Il 1960 non può invece essere definito un anno anomalo poiché si era quasi nel mezzo del miracolo economico e la Borsa non faceva altro che riflettere il maggior valore delle aziende italiane che in quel tempo mostravano attività e profitti crescenti. Più che logico comperare in quel periodo. I corsi poi caddero non perché si sgonfiò una bolla, ma perché si sgonfiò la parte dell'economia italiana rappresentata dalle grandi imprese, prima a seguito della pubblicizzazione delle industrie (nazionalizzazione elettrica e costituzione di enti pubblici) e poi a seguito delle difficoltà successive agli *shock* energetici.

Questi sono i numeri. Spiegare il perché siano accadute queste dinamiche è compito che spetta ai loro utilizzatori; il nostro dovere è solo quello di preparare i dati in modo diligente, restando aperti ovviamente a tutte le possibili miglioriè.

Ci sia consentito di aggiungere un'interpretazione, poiché non pare che l'unica conclusione "seria" che il lettore afferma di poter trarre dai dati, quella di non investire al massimo delle bolle speculative, sia così scontata. In primo luogo perché nessuno sa quando una bolla raggiunge il massimo e scoppia, oppure quando una recessione profonda ha termine. In secondo luogo, la nostra indagine è volta a rispondere ad un interrogativo che copre il lungo o lunghissimo periodo, interrogativo a cui – per esempio – le borse americane hanno risposto positivamente. Le pubblicazioni in merito sono tante, ma ci limitiamo a suggerire al lettore il libro abbastanza famoso di Jeremy Siegel, *Stocks for the long run*, McGraw-Hill 1998; a pag. 11 espone un grafico da cui risulta che l'indice "reale" della Borsa americana ha toccato un massimo pari a poco meno di 10.000 negli anni '20 raggiungendo poi 558.945 nel 1997 (ovvero, ribasando a 100 gli anni '20 si arriva a 5.590 nel 1997, cioè prima della bolla più recente). Pertanto, negli Stati Uniti, un "incauto" investitore nel mezzo della bolla degli anni '20 avrebbe solo dovuto attendere qualche anno (una decina), essendo relativamente sicuro che la Borsa gli avrebbe comunque consentito di recuperare il valore del patrimonio (per sé o per i suoi eredi). In Italia pare che non sia stato così.

A nostro modesto avviso, guardando i dati, si vede semmai che in Italia la Borsa ha prodotto un rendimento positivo di lungo periodo solo per coloro che hanno acquistato nei momenti più difficili dell'economia: gli anni '70 soprattutto (quando tutti fuggivano per timori di nazionalizzazioni e a seguito delle perdite che emergevano nei bilanci delle imprese) e poi ancora all'inizio degli anni '90, quando le imprese erano tornate a perdere. Ma investire in aziende decotte non è un esercizio salutare e – soprattutto – non è quello che hanno dovuto fare gli investitori negli Stati Uniti per salvaguardare il loro patrimonio dall'inflazione.

Vale ancora la pena di ricordare che dalle azioni non ci si dovrebbe attendere solo un rendimento positivo; esse debbono produrre un ritorno che possa compensare l'investitore del rischio che si assume. Quanto debba essere questo differenziale (*risk premium*) è oggetto di numerose e complicate disquisizioni da molti anni a questa parte; possiamo risparmiarle al lettore dicendo che, nella prassi corrente, si ritiene che il compenso per il rischio debba essere di almeno 3-5 punti. Orbene, un ipotetico "fortunato" investitore nella Borsa italiana avrebbe di che rallegrarsi? Per rispondere scegliamo due date che ci consentono un confronto internazionale di indici reali *total return* in un arco trentennale (il più esteso che riusciamo a costruire): acquisto a fine 1969, vendita nel dicembre 2000. Il lettore potrà verificare che nel 1969 l'indice Mediobanca è pari a 74,1 (26% in meno del livello di partenza) mentre nel dicembre 2000 con 149,9 si è al valore massimo dell'intera serie. Quella che ipotizziamo è dunque una situazione in qualche misura "abnorme". Ebbene, la Borsa italiana in questo caso avrebbe prodotto un rendimento medio annuo del 2,3%, insufficiente a compensare il rischio; se volessimo usare i nuovi gerghi, dovremmo dire che pur avendo prodotto un rendimento positivo la Borsa italiana ha distrutto valore. Lo stesso conteggio fatto per le borse estere produce rendimenti molto più soddisfacenti; li si può dedurre dal libro di Dimson, Marsh e Staunton, *Triumph of the optimists – 101 years of global investment returns*, pubblicato dalla Princeton University Press lo scorso anno; i rendimenti all'estero sono stati i seguenti: 7,6% medio annuo per il Regno Unito, 7,2% per gli Stati Uniti, tra 6 e 8% per Francia, Germania e Svizzera; solo il Giappone se la cava per il rotto della cuffia con un misero 3,9%. Per inciso, in questo libro è stata considerata anche la Borsa italiana e il rendimento che viene dato è del 2,5% medio annuo (non diverge significativamente dal nostro risultato, pur essendo costruito su indici storici meno rappresentativi).

Il lettore può essere dunque tranquillizzato sull'attendibilità dei risultati, sul come e sul perché l'Ufficio Studi elabora le sue pubblicazioni: cerchiamo semplicemente di essere utili alla

comunità economica e finanziaria producendo dati ed indicatori elaborati in modo diligente e neutrale. La serietà che viene riconosciuta a questi studi deriva dal rigore che li caratterizza. Da ultimo, l'accenno a Trilussa, per quanto ormai abusato, è sempre simpatico; ma qui non pare del tutto appropriato. Infatti, il poeta romano suggerisce una situazione risolvibile attraverso una semplice redistribuzione dei polli; nel caso della Borsa italiana si ha invece l'impressione che di polli da redistribuire ve ne siano ben pochi.

Ufficio Studi Mediobanca