

IL PATRIMONIO MOBILIARE

Quadro di riferimento

Il 2006 è stato un anno positivo: la crescita economica mondiale è rimasta sostenuta ed ha confermato la fase di ripresa a cui si era assistito già nell'anno precedente.

Nel primo trimestre dell'anno, l'economia ha continuato la crescita sull'abbrivio della parte finale dell'anno precedente; nei paesi dell'OCSE il tasso di incremento della produzione industriale è aumentato nonostante un lieve rallentamento registrato nel mese di gennaio e, sempre nello stesso periodo, l'inflazione al consumo è calata in quasi tutti i paesi di tale area per la discesa dei prezzi petroliferi. L'inflazione, al netto dei prodotti energetici e alimentari, è rimasta stabile e si è attestata all'1,9%.

Negli Stati Uniti si è registrata una crescita sostenuta del PIL reale dovuta al recupero innescatosi dopo il rallentamento provocato dall'uragano Katrina; si sono, inoltre, ridotte le richieste di sussidi di disoccupazione e, conseguentemente, l'aumento dell'occupazione ha influito positivamente sui redditi. Dopo l'aumento dei tassi in gennaio, il 28 marzo il FOMC (Federal Open Market Committee) ha deciso, per la quindicesima volta consecutiva, di incrementare il tasso sui Federal Funds di 25 bps e di portarlo al 4,75%.

In Giappone è continuata la ripresa economica. L'indice Tankan, che rappresenta il clima di fiducia delle grandi imprese manifatturiere (indicatore dello stato di salute dell'economia), ha confermato che la maggior parte delle imprese intervistate considerano positive le condizioni di mercato. I prezzi al consumo sono cresciuti in misura moderata.

Il PIL cinese è stato ancora crescente: in termini reali è salito del 10,2%, il tasso più elevato degli ultimi tre anni. A spingere al rialzo la produzione hanno contribuito la crescita dell'esportazione, i consumi e gli investimenti interni sorretti dall'espansione del credito e dell'offerta di moneta.

Nel primo trimestre del 2006, nell'Area Euro, si sono avvertiti i primi segnali di recupero dell'economia dopo il rallentamento dell'ultimo trimestre del 2005. Il clima di fiducia delle imprese è stato particolarmente positivo ed ha spinto gli investimenti, mentre si è avuta una ripresa più graduale dei consumi e dell'occupazione. Il tasso d'inflazione è rimasto contenuto al 2,4%.

Nel secondo trimestre abbiamo assistito ad una lieve riduzione della crescita dell'economia mondiale; la causa principale è stata il rallentamento dell'economia statunitense, che ha registrato una diminuzione nella spesa per consumi privati e investimenti fissi. In Asia la crescita è rimasta vigorosa. I prezzi del petrolio hanno influenzato negativamente l'inflazione al consumo; nei paesi dell'OCSE il tasso ha raggiunto il 3,1%.

Negli Stati Uniti, dopo una crescita del PIL nel primo trimestre, si è assistito ad un incremento moderato; la causa è da ricercare nel calo della spesa per beni durevoli, anche se è stata controbilanciata dalla domanda di servizi. Sul fronte immobiliare si sono avvertiti i primi sintomi di debolezza del settore; infatti, gli investimenti in edilizia residenziale hanno subito un forte calo. A maggio il FOMC ha deciso di alzare di altri 25 bps il tasso sui Federal Funds portandolo al 5%.

L'attività economica in Giappone è stata crescente a ritmi inferiori se confrontata con il primo trimestre. La decelerazione è stata causata dalla riduzione della domanda pubblica e degli investimenti in scorte del settore privato mentre la domanda privata interna è cresciuta, confermando il ruolo di forza trainante dell'economia nipponica.

Nel secondo trimestre, in Cina, il PIL ha avuto un incremento del 11,3% rispetto al 10,3% del primo trimestre, grazie al contributo delle esportazioni nette e degli investimenti. L'inflazione è rimasta contenuta all'1,5% al netto delle materie prime e dell'energia. Il 27 aprile la Banca centrale cinese ha deciso di innalzare il tasso di riferimento di 25 punti base e di portarlo al 5,85%.

L'economia dell'Area Euro ha continuato la sua crescita ed il prodotto interno lordo si è attestato al 3%, con la conseguente riduzione del divario rispetto all'economia degli Stati Uniti. La forte crescita della domanda mondiale ha favorito le esportazioni delle aziende; conseguentemente sono cresciuti gli investimenti, si sono ridotte le scorte di magazzino ed è aumentata la capacità di utilizzazione degli impianti produttivi. Sono migliorate anche le condizioni sul mercato del lavoro.

Nonostante il rallentamento del periodo precedente, nel terzo trimestre l'economia mondiale ha registrato un'espansione complessivamente positiva. La produzione industriale nei paesi dell'OCSE è proseguita a ritmi sostenuti, anche a causa del rafforzamento del settore dei servizi. Si sono registrati dati positivi sul fronte dei prezzi al consumo che, nel periodo, sono rimasti invariati.

Negli Stati Uniti la crescita del PIL è rimasta moderata anche nel terzo trimestre. Nonostante il rallentamento del mercato edilizio, i consumi delle famiglie sono rimasti elevati. Il disavanzo della bilancia commerciale si è ridotto nel mese di settembre per le minori importazioni di petrolio (sia di prezzi che di

volumi) e per l'aumento delle esportazioni. Il 29 giugno il FOMC ha deciso di alzare, per l'ultima volta nell'anno, il tasso al 5,25%.

In Giappone la ripresa dell'economia si è mantenuta stabile a causa del buon andamento dell'esportazioni, della domanda interna, e della continua crescita degli investimenti delle imprese. Nel terzo trimestre il PIL reale è aumentato dello 0,5% sul periodo precedente nonostante il calo dei consumi privati.

L'incremento del prodotto interno lordo cinese nel terzo trimestre è calato al 10,4% rispetto all'11,3% per trimestre precedente. Gli investimenti hanno mostrato una dinamica più contenuta e il contributo alla crescita dei consumi e del commercio estero è cresciuto. La debolezza degli investimenti può essere attribuita alle misure di inasprimento doganali introdotte dalle autorità governative dei paesi importatori. Nel trimestre si sono leggermente intensificate le spinte inflazionistiche e in settembre l'inflazione sui dodici mesi è cresciuta all'1,5%.

Nel terzo trimestre è continuata l'espansione dell'economia dell'Area Euro, anche se la crescita è avvenuta a ritmi inferiori. Il PIL è cresciuto meno rispetto al secondo semestre e si è attestato al 2,1%. Il clima di fiducia degli imprenditori, dopo il netto miglioramento dei mesi precedenti, ha mostrato un andamento incerto.

Nell'ultimo trimestre del 2006 la produzione industriale dei paesi dell'OCSE è stata vigorosa anche se, nella parte finale dell'anno, ha registrato una leggera flessione; il settore dei servizi ha compensato la decelerazione di quello manifatturiero.

Il PIL USA, nell'ultimo trimestre, ha subito un'accelerazione; tale andamento è stato determinato dalla elevata spesa per consumi delle famiglie e dall'incremento della spesa pubblica. Il disavanzo della bilancia commerciale è sceso a causa del flusso delle esportazioni e della riduzione delle importazioni. Hanno influito negativamente, nel periodo, le scorte e la riduzione degli investimenti nel settore immobiliare residenziale.

Anche nel quarto trimestre l'economia giapponese ha mantenuto la ripresa economica con un'inflazione contenuta. Discreta è stata l'espansione del PIL del settore manifatturiero, sorretto dalla domanda delle esportazioni e dalla robusta spesa per investimenti delle imprese. Il calo dei prezzi petroliferi ha avuto un impatto positivo sul tasso d'inflazione che è rimasto molto contenuto.

In Cina l'economia ha mantenuto la forte crescita e l'incremento del PIL si è attestato al +10,4%, sostanzialmente invariato rispetto al periodo precedente. Le esportazioni e i consumi delle famiglie sono rimaste vigorose, mentre è continuata la riduzione degli investimenti riconducibile alle misure di inasprimento fiscale delle autorità dei paesi importatori, poste in essere nel secondo semestre del 2005.

Mercato azionario

Nei primi tre mesi dell'anno 2006, le quotazioni azionarie sono salite in maniera generalizzata su tutti i principali listini internazionali. Nonostante la volatilità molto elevata del periodo, gli indici DJ EuroStoxx e S&P500 hanno guadagnato circa il 10% e il 4%; in Giappone l'indice Nikkei 225 si è apprezzato del 6% circa.

Nel complesso i dati relativamente positivi sull'andamento dell'economia e degli utili aziendali hanno sostenuto le quotazioni azionarie mantenendo forte la ripresa in atto dagli inizi del 2005.

Nell'Area Euro la crescita degli utili nelle società comprese nell'indice DJ EuroStoxx è stata del 16% con aspettative di crescita per i successivi dodici mesi di circa l'8%.

I comparti che hanno dimostrato una migliore dinamicità sono stati il finanziario, l'industriale e quello dei servizi di pubblica utilità. Il settore finanziario ha beneficiato della bassa inflazione e dei conseguenti tassi d'interesse contenuti, mentre gli altri due settori hanno ben *performato* grazie al rincaro del prezzo del petrolio.

Nel secondo trimestre 2006, gli indici azionari hanno subito forti oscillazioni, soprattutto nella parte finale del trimestre.

Gli indici sostanzialmente invariati fino agli inizi di maggio, hanno subito una brusca flessione causata dall'incertezza sul profilo futuro dei tassi d'interesse e dall'accresciuta avversione al rischio degli investitori.

Negli Stati Uniti fino agli inizi di maggio il clima positivo ha portato le quotazioni ai livelli record dell'inizio del 2001; successivamente, l'aumento delle aspettative di inflazione e la connessa incertezza sulla politica monetaria della Federal Reserve, hanno causato un forte ribilanciamento dei portafogli a scapito degli *asset* azionari (dal massimo al minimo del trimestre lo S&P 500 ha ridotto le quotazioni dell'8% circa).

In Europa si è assistito ad un maggior ridimensionamento (dal massimo al minimo di periodo si è realizzata una performance del DJ EuroStoxx del -14%) anche se, nel frattempo, venivano riviste al rialzo le aspettative sugli utili societari.

A livello settoriale, gli investitori hanno apprezzato settori meno influenzati dall'andamento del ciclo economico quali il comparto dei servizi sanitari e contemporaneamente venduto quello finanziario.

Il terzo trimestre è stato caratterizzato da una significativa volatilità e da un recupero generalizzato dei corsi azionari avvalorato dal relativo vigore degli utili societari.

La volatilità e l'andamento dei prezzi delle azioni sono stati influenzati dal persistere dell'incertezza sulle attese della Federal Reserve sui tassi d'interesse e dagli ancora non sedati timori sull'andamento dell'inflazione. Successivamente, con il diminuire dell'incertezza sui rischi geopolitici, sulla dinamica dell'inflazione e sulla futura politica dei tassi d'interesse di riferimento statunitensi, gli indici sono cresciuti gradualmente, nonostante le diffuse aspettative di un *soft landing* dell'economia statunitense, nella seconda metà dell'anno.

Forte è stata la correlazione dell'andamento del mercato americano rispetto a quello dell'Area Euro, ma quest'ultimo si è contraddistinto per un calo più accentuato delle quotazioni.

Gli indici settoriali dell'Area Euro sono stati molto altalenanti; infatti, le quotazioni azionarie delle società finanziarie hanno registrato i peggiori risultati in giugno, per poi mettere a segno una performance migliore dell'indice nel periodo.

Nell'ultimo trimestre 2006, si è assistito ad una vigorosa e persistente crescita degli utili societari, seguita da una vivace attività di fusioni e acquisizioni, di diminuzione dei prezzi dell'energia e dei tassi d'interesse a lungo termine. Ciò ha determinato una continuazione del trend positivo in atto. La volatilità implicita si è ulteriormente ridotta, registrando un aumento della propensione al rischio degli investitori e ad un consolidamento dei livelli raggiunti dagli indici azionari.

Dal punto di vista settoriale, si sono registrati rialzi in tutti i settori.



Andamento dell'indice DJ EuroStoxx
Fonte Bloomberg



Andamento dell'indice Nikkei 225
Fonte Bloomberg



Andamento dell'indice S&P 500

Fonte Bloomberg



Andamento del prezzo del petrolio

Fonte Bloomberg

Mercato obbligazionario

Nel primo trimestre i rendimenti dei titoli di Stato decennali si sono attestati al 3,6% nell'area Euro e al 4,6% negli Stati Uniti: il differenziale tra le due aree è rimasto invariato a circa 105 bps.

I rendimenti obbligazionari a lungo termine sono rimasti a livelli storicamente bassi e il premio a rischio domandato dagli investitori per i titoli a *duration* elevata è rimasto molto contenuto, a causa - anche - delle aspettative di inflazione stabile a lungo termine.

La volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui titoli obbligazionari si è lievemente ridotta nelle due aree, mentre è leggermente aumentata in Giappone, che ha visto aumentare i rendimenti sino all'1,6% a fine periodo.

L'inclinazione della curva dei rendimenti si è ridotta ulteriormente (*flattening*); in America e su alcune scadenze, è diventata persino negativa. La crescita del prezzo del petrolio ha generato aspettative inflazionistiche negative e di conseguenza incrementi dei rendimenti dei titoli di Stato.

Nell'Area Euro i rendimenti a lungo termine sono lievemente saliti. Gli operatori hanno apprezzato il profilo conservativo della politica monetaria della BCE (che a marzo ha alzato i tassi di 25 bps) pur iniziando a scontare un leggero rialzo, nel breve medio periodo dei tassi di riferimento.

Nel secondo trimestre, a causa dell'aumento delle aspettative negative sull'inflazione, si è assistito ad un incremento indifferenziato dei tassi d'interesse nei principali mercati mondiali. Il differenziale di rendimento è sceso a 100 bps tra Area Euro e Stati Uniti; in Giappone i rendimenti sono aumentati di circa 30 bps.

Nonostante le aspettative di crescita dell'economia siano rimaste positive, gli operatori hanno richiesto premi a rischio più elevati. Negli Stati Uniti l'inclinazione della curva è aumentata, sostenuta dalla decisione di innalzare i FED Funds di 25 bps.

Successivamente i rendimenti sono calati a causa dello storno dei mercati azionari in ragione del ruolo di asset di rifugio delle obbligazioni.

Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato europei a lunga scadenza sono aumentati; a ciò hanno contribuito i dati positivi diffusi sull'attività economica, sul clima di fiducia delle imprese e sulle aspettative di crescita contenuta dell'inflazione.

Nel terzo trimestre i tassi a lungo termine hanno osservato una forte correlazione fra l'Area Euro e gli Stati Uniti. Dopo un significativo aumento dei rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine nel mese di giugno, si è assistito ad una diminuzione ad inizio luglio a causa del diffuso *sentiment* di un più marcato rallentamento dell'economia statunitense. Alla fine del periodo i rendimenti si sono attestati al 3,9% quelli europei e al 4,8% quelli americani, causando un ulteriore assottigliamento del differenziale di rendimento a 90 bps circa. In Giappone i rendimenti si sono attestati intorno all'1,7%.

La BCE ha deciso nelle due sedute del 15 giugno e del 3 agosto di alzare i tassi d'interesse di 25 bps, alzando il segmento a breve termine dei tassi overnight; i tassi a lungo sono diminuiti lievemente nel periodo preso in esame, probabilmente perché gli operatori non hanno rivisto in modo significativo le proprie attese sulla crescita di lungo periodo. E' rimasta sempre inclinata positivamente la curva dei tassi a breve, scontando così ulteriori successivi aumenti dei tassi da parte della BCE.

Nel quarto trimestre si è assistito ad una diminuzione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sia in Europa che in America e, in quest'ultima zona, sono scesi ai livelli più bassi dell'anno.

Nonostante si siano mossi in parallelo, i rendimenti di fine anno si sono attestati al 3,8% in Europa e al 4,5 % circa negli Stati Uniti; il differenziale di rendimento tra i titoli decennali delle due economie è calato a circa 75 bps. In Giappone i rendimenti a dieci anni sono marginalmente cresciuti attestandosi a circa l'1,7%.

L'impossibilità di individuare una chiara tendenza dei mercati obbligazionari nei mesi di settembre-ottobre è stata in parte attribuibile alla non univocità dei dati macroeconomici pubblicati.

Il livello relativamente basso nell'Area Euro della volatilità, sia implicita che effettiva, dei rendimenti obbligazionari si spiega con i dati macroeconomici europei pubblicati nel periodo che hanno generalmente migliorato le attese degli operatori.

L'aumento dei rendimenti a breve e medio termine ha ulteriormente appiattito la curva dei rendimenti, sintomo di un orientamento monetario meno accomodante. Tale situazione ha portato alla quasi inversione della curva dei rendimenti dell'Area Euro, ascrivibile anche alla compressione dei premi a rischio degli ultimi anni soprattutto sulle scadenze lunghe della curva. La BCE ha deciso per l'ultima volta nel 2006 di alzare i tassi di ulteriori 25 bps portando il tasso di riferimento al 3.5%.