



La Borsa nel 2004

Per il secondo anno consecutivo pressoché tutti i mercati azionari hanno chiuso in territorio positivo. Sia negli Stati Uniti che in Europa, i buoni risultati sono maturati nell'ultima parte del 2004, dopo diversi mesi privi di una chiara intonazione. Il progressivo miglioramento dei profitti aziendali, l'irrobustimento del ciclo economico, una politica monetaria statunitense capace di controllare i tassi di interesse a lungo termine e il chiarirsi del quadro elettorale negli Stati Uniti sono stati fattori di contesto che hanno congiuntamente concorso a sostenere i corsi azionari.

In valuta locale, l'indice S&P500 è cresciuto rispetto alla fine del 2003 del 9,0%, il Nasdaq Composite dell'8,6%, il Nikkei225 del 7,6%, l'EuroStoxx del 9,9% e il Mib del 17,5%. Il mercato italiano ha così sopravanzato le dinamiche delle principali Borse europee e di quella statunitense, in forza della sua composizione settoriale più concentrata in comparti favoriti dalle condizioni macroeconomiche (*utilities* ed *energy*) e della presenza di storie aziendali di società quotate particolarmente apprezzate dagli investitori. Il rapporto tra capitalizzazione e Pil è tornato a crescere, raggiungendo a fine anno il 43,1% dal 37,5% del 2003, e si sono registrati segnali positivi anche sul fronte del numero delle IPOs e della domanda di titoli azionari.

Performance positive dalle Borse nel 2004 grazie anche a dinamiche particolarmente favorevoli degli utili aziendali

Il 2004 ha confermato il trend di crescita del prodotto mondiale, sostenuto soprattutto dai buoni andamenti degli Stati Uniti e delle economie asiatiche. Nel corso dell'anno, il Pil statunitense è aumentato del 4,4% (3,0% nel 2003), grazie soprattutto alla componente degli investimenti; alla conferma della buona dinamica del comparto immobiliare si è aggiunta una robusta domanda di investimenti di tipo non residenziale che sono cresciuti anno su anno di oltre il 10%. I consumi privati non hanno mostrato segni di debolezza e sono cresciuti del 3,8%. Particolarmente efficace è stata la conduzione della politica monetaria da parte della Federal Reserve: al fine di renderla più neutrale, vi è stata un'inversione di tendenza che, nel corso della seconda metà dell'anno, ha portato gradualmente i Fed Funds dall'1% di fine 2003 al 2,25% di fine 2004. E' inoltre continuata la stabilizzazione dei tassi a medio-lungo termine; nonostante i segnali positivi provenienti dall'economia reale, la parte a lunga della curva non è divenuta più ripida (i tassi decennali hanno chiuso il 2004 al 4,2% circa), evitando così un brusco aumento del costo effettivo del denaro, con ripercussioni negative su consumi e investimenti immobiliari considerato l'elevato indebitamento delle famiglie americane. Tutto ciò è stato reso possibile dal ruolo svolto dalle economie asiatiche sul mercato internazionale dei capitali. Al fine di stabilizzare il cambio delle loro valute nei confronti del dollaro, le banche centrali di Cina e Giappone hanno acquistato quantitativi ingenti di *assets* statuni-

tensi, finanziando così il crescente disavanzo pubblico e il deficit della bilancia dei pagamenti. Il già consistente deficit con l'estero ha continuato ad ampliarsi anche nel corso del 2004, superando il 5% del Pil.

Sul finire del 2004 il ritmo di crescita si è andato attenuando e nel 2005 si dovrebbe assistere, almeno secondo le intenzioni della Fed, a una gestione da *soft landing* del ciclo immobi-

liare e a un inizio del progressivo rientro dei *twin deficits*, ovvero di quello federale e, in tempi più lunghi, di quello con l'estero.

L'economia statunitense è cresciuta nel 2004 grazie a un favorevole ciclo degli investimenti, mentre l'Europa ha potuto godere di una ripresa export lead

L'Europa, e in misura consistente l'Italia, hanno faticato a tenere il passo della crescita mondiale, confermando potenzialità strutturalmente inferiori. I dati dell'area euro hanno mostrato un aumento del Pil dell'1,8%, in crescita rispetto al dato del 2003, ma più contenuto nel confronto internazionale. L'accelerazione del commercio internazionale ha favorito il canale estero (+5,6% le esportazioni), mentre la domanda interna, seppur in leggera ripresa, non è parsa in grado di generare un apporto autonomo alla crescita. Sull'evoluzione dell'economia europea hanno pesato con segno negativo il forte aumento del prezzo delle materie prime e del petrolio e il consistente apprezzamento dell'euro. Questi fattori si sono innestati su un tessuto produttivo e imprenditoriale già provato dalla crescente competizione internazionale e non hanno permesso alla ripresa *export lead* di esplicare tutti i suoi benefici.

La Banca Centrale Europea ha lasciato invariato al 2% il tasso di interesse di riferimento (Refi) nel corso dell'intero 2004. Le dinamiche poco favorevoli del Pil hanno prodotto, in più di un Paese, il mancato rispetto del Patto di Stabilità, fatto questo che ha riaperto in seno alle istituzioni europee il dibattito per la revisione dei parametri alla base dello stesso. La necessità è di contemperare una politica fiscale più flessibile, laddove deve sostenere la crescita, con il rigore fiscale; quest'ultimo è particolarmente necessario in presenza di Paesi a elevato stock di debito e in un'ottica di ulteriore allargamento dell'Unione a nuovi Paesi membri, dieci dei quali si sono già aggiunti a partire dal maggio 2004.

In questo contesto, anche l'economia italiana ha potuto godere della ripresa internazionale e il prodotto interno lordo è cresciuto dell'1,1% su base annua (+0,4% nel 2003). Il differenziale negativo di crescita rispetto ai principali *partners* europei è principalmente dovuto alla minore dinamica delle esportazioni (+3,7% anno su anno), frutto di una composizione settoriale dell'industria italiana maggiormente soggetta a forme di competizione di prezzo provenienti dai nuovi Paesi emergenti e fortemente dipendente da una domanda tedesca in particolare affanno. Positiva è risultata la dinamica interna degli investimenti in impianti e macchinari.

Nonostante il differenziale di crescita a sfavore dell'Europa, le principali Borse continentali hanno comunque ottenuto risultati positivi equiparabili a quelli di Wall Street, grazie all'elevata correlazione tra le Borse internazionali e, in alcuni casi specifici, alla composizione settoriale del listino, aspetto divenuto rilevante in un mercato dei capitali che tende a privilegiare l'investimento settoriale rispetto a quello per Paese. Considerando le dinamiche del cambio, un investitore europeo si sarebbe avvantaggiato maggiormente con un investimento sui mercati domestici. Espresi in euro, la crescita dell'indice S&P500 è stata dell'1,2%, quella del Nikkei del 4,4%, quella del FTSE londinese dell'8,7%, contro il 9,5% dell'Euro Stoxx.

In ambito europeo, l'Italia e la Spagna hanno fatto segnare le performance migliori (17,5%), cui seguono Francia (7,4%), Germania (7,3%), Svizzera (3,7%) e Olanda (3,5%). A livello di classi dimensionali, gli indici *small caps* hanno in genere sovraperformato i titoli a maggiore capitalizzazione; nel mercato statunitense l'indice S&P Small cap ha messo a segno un +21,6% e il Mid cap un +15,2%, a fronte del 9,0% del Composite 500.

Il Mib chiude l'anno a +17,5%, performance tra le migliori in Europa

Nel dettaglio delle dinamiche degli indici azionari italiani, il Mib ha fatto registrare una delle migliori performance a livello Europeo, con un +17,5% rispetto a fine 2003 e un +35,0% rispetto a fine 2002 (grafico 1). Il massimo annuale è stato raggiunto nella seduta di fine anno, che ha portato l'indice a quota 22.881. Gli indici continui hanno mostrato un andamento omogeneo: l'S&P/MIB ha raggiunto un +14,9%, il Midex +12,6% e il MibSTAR +24,6%, a ulteriore evidenza delle buone performance dell'*asset class* delle *small & mid caps* anche in Italia. In flessione il Numtel del 17,5%.

I settori rappresentati nel mercato italiano hanno concorso in modo diverso ai buoni risultati conseguiti. A livello di macro-settori, sono andati relativamente meglio i Servizi (+27,8%), cui seguono gli Industriali (19,0%) e i Finanziari (13,2%). Tra i settori di dimensione significativa (pari almeno all'1% della capitalizzazione), particolarmente positive le performance di Trasporti - Turismo (+33,3%) e dei servizi di Pubblica Utilità (+31,5%); questi ultimi, insieme agli industriali *energy* (+23,2%), hanno concorso in modo significativo al risultato complessivo del mercato italiano, anche per effetto dell'elevato peso sulla capitalizzazione totale (rispettivamente il 28,5% e il 13,7% a fine 2004).

GRAFICO 1 - ANDAMENTO DEL MERCATO AZIONARIO - DATI MENSILI

