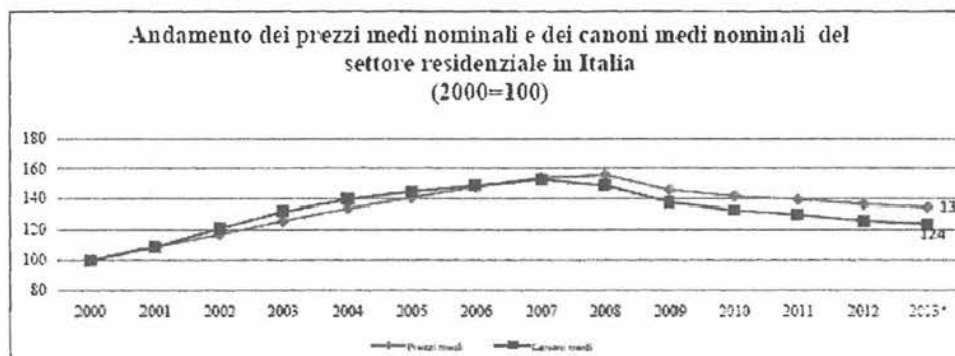
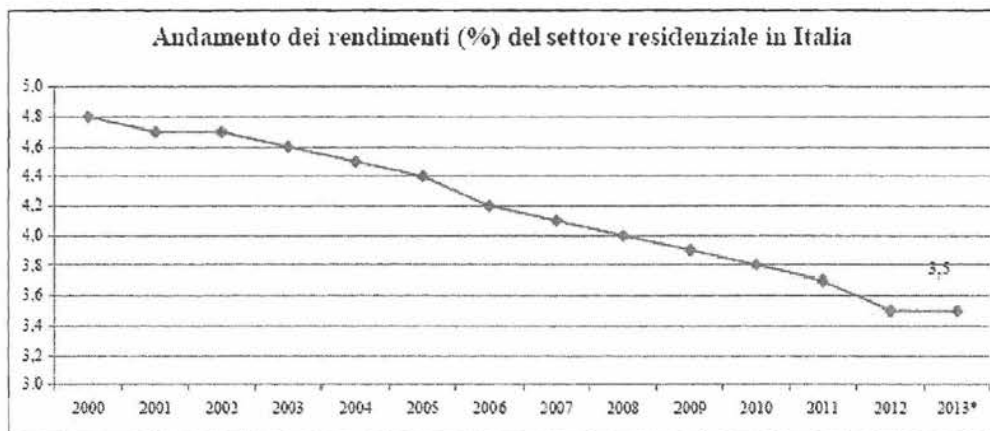


La flessione dei prezzi medi è stata del 2,3 per cento (valori nominali), ma con notevoli differenze a livello locale. In particolare è cresciuta la forbice tra le quotazioni del nuovo, che fanno registrare forti ribassi anche a causa delle difficoltà di molte imprese di costruzione, e l'usato nelle zone centrali.

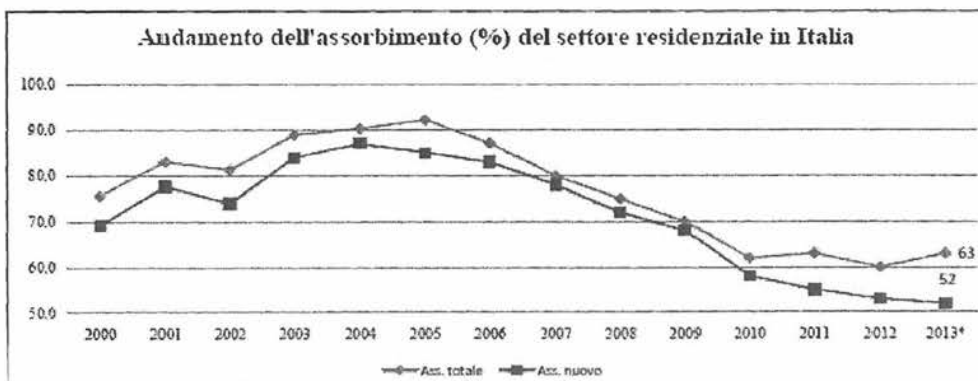


Relativamente alla tipologia di immobili più compravenduti, il dato a livello nazionale indica sempre una netta prevalenza (ottanta per cento) delle abitazioni esistenti rispetto a quelle di nuova costruzione (venti per cento). A soffrire maggiormente è il mercato delle nuove costruzioni di livello qualitativo medio-basso e realizzate nei comuni limitrofi ai capoluoghi di provincia. Sono i tipici prodotti il cui target di acquirenti è maggiormente penalizzato dalla difficoltà di accesso al credito.





Il tasso di assorbimento degli immobili residenziali, storicamente piuttosto elevato in Italia, è calato sensibilmente dal 2005 (anno in cui raggiungeva il picco positivo del 92 per cento) al 2010 (quando toccava il 62 per cento), per poi recuperare qualche punto nel 2011 e scendere al 60 per cento nel 2012. Prendendo a riferimento il solo comparto del nuovo, il tasso di assorbimento è invece in calo dal 2004 e non si prevede una ripresa nel 2013, anno in cui dovrebbe superare di poco il cinquanta per cento.



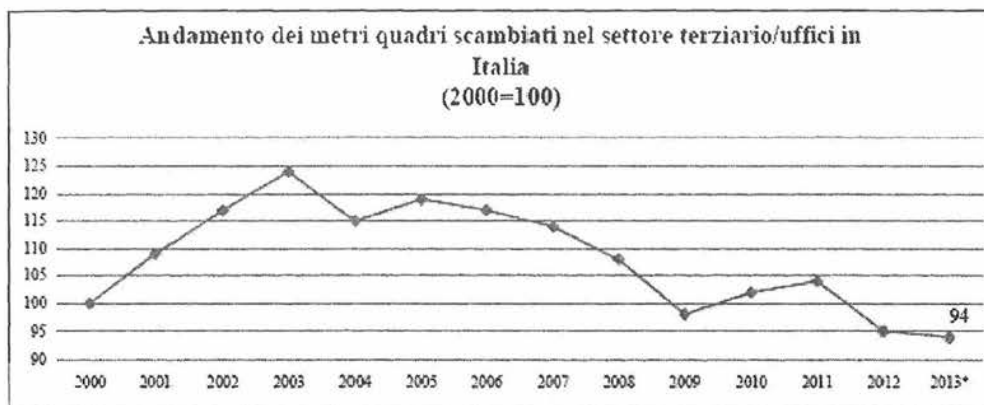
Terziario/Uffici

La fase recessiva in cui si trova l'economia italiana ha colpito anche il mercato immobiliare degli uffici. L'incertezza sulle prospettive del Paese frena ancora la domanda delle società estere, mentre gli investitori italiani conservano un atteggiamento attendista. La domanda del settore pubblico domestico è bloccata dalle politiche di austerità sin qui adottate.

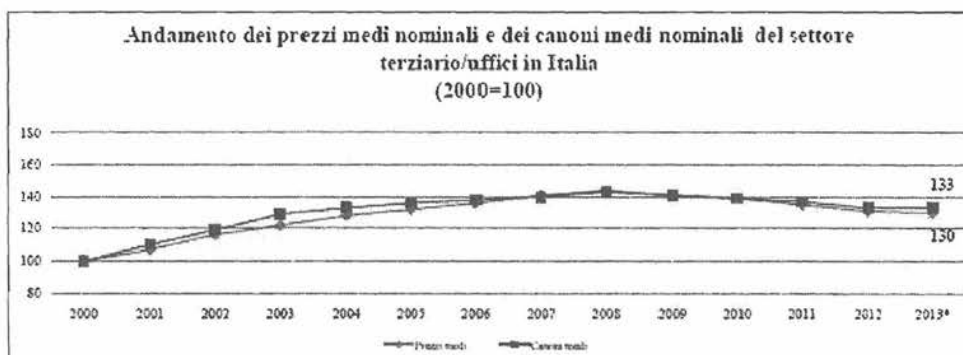


Nel 2011 il mercato degli uffici sembrava aver superato la fase più difficile della crisi, invece nel 2012 ha chiuso con un calo dello scambiato del 8,7 per cento rispetto al 2011 e con un numero di metri quadri scambiati, 2,95 milioni, inferiore alla soglia negativa del 2009. Nel secondo semestre dello scorso anno il trend, con riferimento agli uffici di tutte le dimensioni, ha rallentato la discesa, soprattutto nei principali capoluoghi di provincia del nord e del centro Italia. Complessivamente gli immobili uso ufficio hanno movimentato un giro d'affari di 6,5 miliardi a livello nazionale, il 7,1 per cento in meno rispetto al 2011.

Nel 2012 le quotazioni degli uffici nelle principali città si sono leggermente mosse, ma la tendenza a registrare solo piccole variazioni ha confermato come il mercato terziario italiano sia molto meno volatile rispetto a quello di altri Paesi, soprattutto di quelli anglosassoni. Le leggere correzioni dei prezzi (meno tre per cento i valori medi nominali) sono state bilanciate dalle contrazioni dei canoni (meno 2,6 i valori medi nominali), che hanno riportato i rendimenti verso il basso (6,1 per cento annuo).



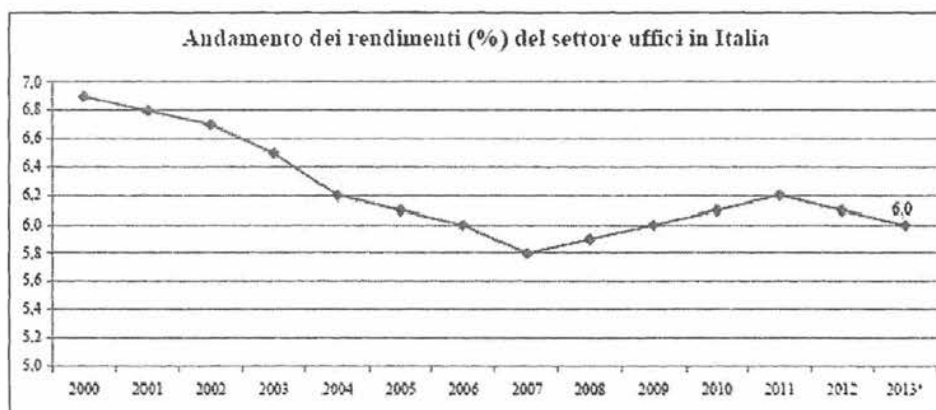
In generale, i prezzi degli uffici nelle grandi città sono scesi meno rispetto alla media nazionale (1,6 per cento), nelle città di medie dimensioni il calo è stato del 2,5 per cento e nelle piccole città del cinque per cento. Solo i prezzi degli uffici di pregio nelle top location di Milano e Roma sono cresciuti, di circa l'uno per cento.



I canoni medi al metro quadrato annuo nelle aree di maggior interesse per il mercato terziario a livello nazionale variano fra i duecento e i 350 euro, con le punte maggiori oltre i cinquecento euro, rilevate esclusivamente per le zone top di Milano e Roma. Così come i prezzi di vendita, gli affitti nelle grandi città sono scesi meno della media nazionale, attorno all'uno per cento.

Le previsioni per il 2013 sono vincolate alla ripresa economica e lavorativa del Paese, che dovrebbe dare i primi segnali positivi soltanto a fine anno, e in modo più consistente a partire dal 2014. Il fatturato dovrebbe subire ancora un leggero calo, attorno all'1,5 per cento, per conseguenza di un calo dello scambiato sopra al tre per cento e dei prezzi attorno all'uno per cento.

I rendimenti medi scenderanno al sei per cento. Il tasso di assorbimento medio degli uffici, che dal 2009 al 2012 oscilla tra il 38 e il 40 per cento, dovrebbe raggiungere il 42 per cento nel 2013. L'assorbimento del nuovo si fermerà al 40 per cento, confermando il trend di miglioramento del biennio precedente.



I grandi investitori italiani che, nel secondo semestre 2012, hanno movimentato circa il sessanta per cento del mercato degli uffici di medio-grande dimensione, continueranno a privilegiare gli investimenti di tipo *core*, concentrandosi su immobili di elevata qualità, affittati a conduttori solidi e ben localizzati all'interno delle più importanti aree urbane del Paese.

La maggior concentrazione degli investimenti riguarda la città di Milano e, in seconda battuta, Roma. Torino è in rallentamento, mentre Bologna e Firenze attraggono gli investitori più per altre tipologie immobiliari, come gli hotel e gli spazi commerciali nelle principali vie del lusso.

Milano nel 2013 è considerata la piazza più sicura ed è anche la città con l'offerta di più alto standing: gli uffici che si stanno realizzando sono tutti di classe A e in linea coi parametri europei per la costruzione di edifici ad alto risparmio energetico. Qui la difficoltà è rispetto allo stock esistente, dove verrà liberato molto

spazio per trasferimento delle aziende nei nuovi edifici e che, pertanto, necessita di essere ripensato per eventuali nuovi usi, anche con destinazioni differenti.

A Roma i fondi immobiliari italiani - nonostante la scarsa costituzione di nuovi Fondi *Retail* - ed i privati hanno vivacizzato il mercato per tutto l'anno, alla ricerca soprattutto di "immobili trofeo" da poter inserire nei propri portafogli. È purtroppo mancata la presenza degli investitori stranieri che, per quanto riguarda il settore terziario, hanno ancora un atteggiamento di attesa. Roma risente molto, in questa fase, della contrazione della domanda da parte del settore pubblico e della riduzione dei canoni di locazione prevista dalla *spending review*.

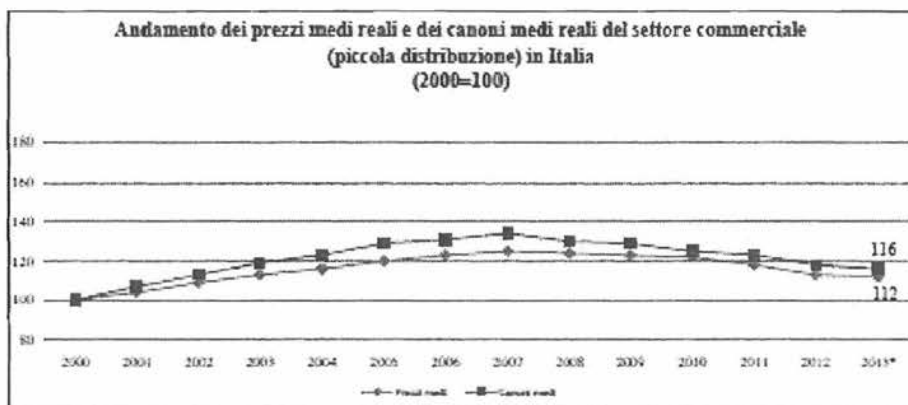
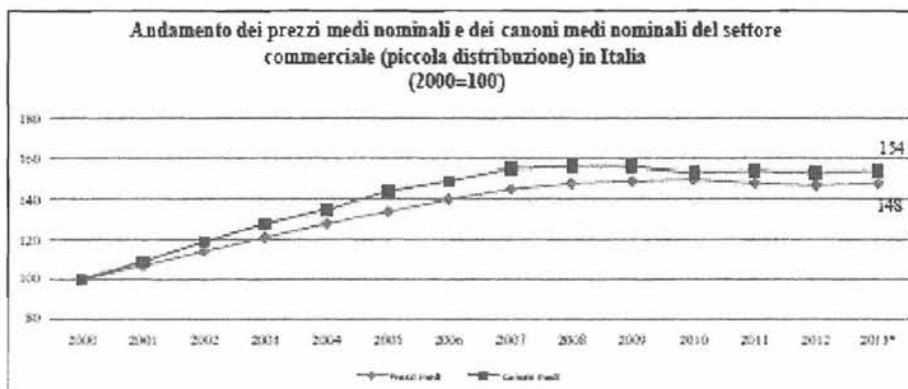
#### Immobili commerciali

L'andamento del settore degli immobili commerciali è strettamente legato alle dinamiche economiche e lavorative e, quindi, dei consumi. Nel 2012 i consumi delle famiglie italiane sono ulteriormente diminuiti, riflettendo la debolezza del potere d'acquisto derivata dalla contrazione del reddito disponibile (meno 4,3 per cento rispetto al 2011). Il livello di indebitamento medio delle famiglie è pari al 65 per cento del reddito disponibile lordo, decisamente al di sotto della media dell'area Euro.



Nel comparto della grande distribuzione un segnale positivo è stato registrato solo per i consumi del settore alimentare. Nell'ambito della piccola distribuzione tutte le variazioni sono state negative.

L'attività di sviluppo di nuove iniziative immobiliari è decisamente rallentata per l'azione combinata della scarsità di finanziamento e di uno squilibrio nel rapporto tra rischi e rendimenti.



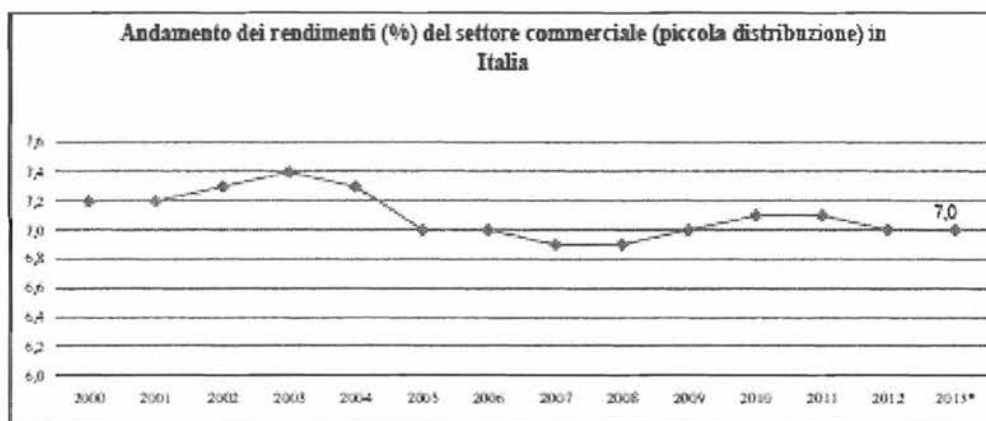
I risultati del 2012 descrivono il rallentamento del settore. Il fatturato generato dalle compravendite di immobili della gdo, pari a 5,1 miliardi di euro, è sceso del 7,3 per cento rispetto al 2011, mentre il fatturato degli immobili commerciali *retail*, pari a 2,4 miliardi, è sceso del quattro per cento. L'andamento del numero di compravendite della piccola distribuzione, dopo la ripresina del biennio 2010-2011, evidenzia un calo del sei per cento, mentre dal punto di vista delle superfici scambiate (432 mila metri quadri nel 2012), il calo è del 14,5 per cento. Gli scambi hanno interessato maggiormente le zone più attrattive delle grandi città.



Lo scorso anno, con riferimento alla piccola distribuzione, i prezzi medi di vendita hanno riportato sensibili cadute nelle *location* secondarie e leggeri incrementi o stabilità nelle posizioni *prime*. A Milano, nelle zone di pregio, gli immobili commerciali sono stati compravenduti a circa un punto percentuale in più rispetto allo scorso anno (valori medi nominali). A Roma i prezzi nelle zone di pregio sono cresciuti di più, attorno al due - tre per cento. Mediamente, le quotazioni nelle grandi città hanno chiuso il 2012 a più 0,5 per cento rispetto al 2011, mentre le quotazioni nelle città di medie o piccole dimensioni sono scese di uno-due punti percentuali. A livello nazionale il calo è dello 0,8 per cento.

Le stesse dinamiche si sono verificate relativamente ai canoni di locazione, che nel 2012 hanno subito un calo delle quotazioni nelle città intermedie (meno due per cento rispetto al 2011) e piccole (meno tre per cento), mentre sono rimasti stabili nelle grandi città. A livello nazionale i canoni sono calati mediamente dell'1,6 per cento e, di conseguenza, i rendimenti sono scesi al sette per cento.

Leggeri rialzi degli affitti si sono avuti nelle zone di pregio di Roma, Milano e Venezia. I cali più decisi, compresi all'incirca tra l'otto e il dieci per cento, si sono verificati per gli immobili di minore qualità nelle aree periferiche di Bari, Genova, Torino e Bologna e nelle aree intermedie di Napoli e Palermo.



#### Industriale e logistica

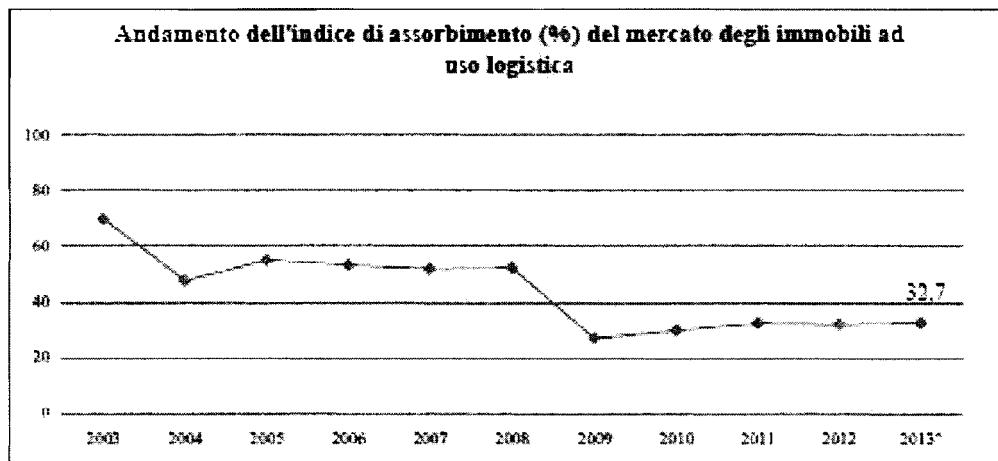
Il mercato degli immobili industriali ha confermato nel 2012 un duplice andamento, con il fatturato degli immobili produttivi in peggioramento (meno 16,7 per cento rispetto al 2011) e quello dei capannoni ad uso logistico che chiude in crescita (più 5,3 per cento), anche se mostra un rallentamento nella seconda parte dell'anno.

Gli investimenti in immobili produttivi/artigianali hanno risentito dei risultati della produzione industriale. La difficile situazione economica ha portato numerose aziende a chiudere l'attività, liberando molti spazi, oppure ad optare per la locazione. Ciò ha generato un aumento sostenuto dell'offerta disponibile, per la maggior parte di scarsa qualità, e una considerevole difficoltà nella vendita. Il 2013 sarà ancora un anno negativo per il settore degli immobili produttivi, che in base alla stima di Scenari Immobiliari non movimenterà più di quattrocento milioni di euro, contro i cinquecento milioni del 2012 (meno venti per cento). Il comparto degli immobili ad uso logistico chiude il 2012 con un giro d'affari annuo attorno ai quattro miliardi di euro, più vivace nel primo semestre e più lento nel secondo semestre, in particolare negli ultimi mesi dell'anno. La domanda di spazi è sostenuta da diversi fattori, quali l'aumento della richiesta di terziarizzazione dei processi logistici (come leva competitiva per le imprese di produzione), l'unificazione della rete di magazzini operata dalle grandi imprese a seguito di fusioni o acquisizioni, la riorganizzazione della catena di capannoni (attuata dalle aziende per ottenere una gestione più fluida del magazzino e il contenimento dei costi), il rimpiazzo dei vecchi capannoni con altri più moderni e all'avanguardia, infine la necessità di stoccare la merce invenduta.

Il capannone più richiesto ha una superficie tra i 5 mila e i 15 mila metri quadrati se si tratta di immobili esistenti, oppure superiore ai 25 mila mq se si cerca una nuova struttura. Le localizzazioni più dinamiche

sono quelle vicino alle vie di grande collegamento con il nord. Si registra una diminuzione degli spazi di classe A, dovuta principalmente all'impossibilità di ulteriori sviluppi, causa mancanza di finanziamenti.

Quindi, diminuisce la *vacancy rate* degli immobili di qualità, ma aumenta quella complessiva (16,2 per cento). Le quotazioni nel secondo semestre del 2012 sono diminuite in media del 4,5 per cento, con oscillazioni maggiori per i capannoni collocati nei comuni più lontani dai capoluoghi. La contrazione dei canoni di locazione è stata ancora più forte, meno 5,3 per cento, con conseguente diminuzione dei rendimenti.



### Alberghi

Se nel 2011 il turismo aveva tenuto, soprattutto grazie alla componente estera, nel 2012 è stata registrata una contrazione. In Italia il mercato degli immobili alberghieri ha mantenuto, lo scorso anno, un trend mediamente positivo, raggiungendo un fatturato di 1,7 miliardi di euro, con una variazione rispetto all'anno precedente del 6,3 per cento.

La presenza di investitori istituzionali, principalmente fondi immobiliari, è aumentata sia come venditori che come acquirenti. In uno scenario di breve termine, il mercato immobiliare alberghiero in Italia si manterrà sui livelli attuali, con una leggera variazione positiva del fatturato per il 2013 (più 2,9 per cento rispetto all'anno precedente). Sia il quadro economico negativo e la percezione elevata di rischio Paese, che la contrazione dei tassi di occupazione, hanno contribuito a mantenere bassa l'attrattiva del comparto agli occhi degli investitori.

## Il settore mobiliare

### **Contesto economico**

La crescita economica globale per l'anno 2012 è stata pari al 3,2%, in leggera diminuzione rispetto al 2011 (+4% annuo) trainata dai Paesi Emergenti (+5,1% annuo) e parzialmente sostenuta dal recupero degli Stati Uniti e del Giappone (rispettivamente +2,2% e +2%), mentre l'area Euro ha contribuito negativamente (-0,6% annuo).

Si evidenzia come, all'interno dei Paesi Emergenti, le aree che hanno fatto registrare tassi di crescita più elevati siano state quelle dei paesi asiatici (+6,6% annuo) e del Medio Oriente-Nord Africa (+4,7% annuo)<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Salvo diversamente indicato, per i dati macroeconomici si fa riferimento alle stime del World Economic Outlook del Fondo Monetario Internazionale (aggiornamento aprile 2013)

Tabella 1. Tassi di crescita del PIL

	2011	2012	PROIEZIONI	
			2013	2014
<b>World Output</b>	<b>4.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>4.0</b>
<b>Advanced Economies</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>2.2</b>
United States	1.8	2.2	1.9	3.0
Euro Area	1.4	-0.6	-0.3	1.1
Germany	3.1	0.9	0.6	1.5
France	1.7	0.0	-0.1	0.9
Italy	0.4	-2.4	-1.5	0.5
Spain	0.4	-1.4	-1.6	0.7
Japan	-0.6	2.0	1.6	1.4
United Kingdom	0.9	0.2	0.7	1.5
Canada	2.6	1.8	1.5	2.4
Other Advanced Economies	3.3	1.8	2.5	3.4
<b>Emerging Market and Developing Economies</b>	<b>6.4</b>	<b>5.1</b>	<b>5.3</b>	<b>5.7</b>
Central and Eastern Europe	5.2	1.6	2.2	2.8
Commonwealth of Independent States	4.8	3.4	3.4	4.0
Russia	4.3	3.4	3.4	3.8
Excluding Russia	6.1	3.3	3.5	4.6
Developing Asia	8.1	6.6	7.1	7.3
China	9.3	7.8	8.0	8.2
India	7.7	4.0	5.7	6.2
ASEAN-5	4.5	6.1	5.9	5.5
Latin America and the Caribbean	4.6	3.0	3.4	3.9
Brazil	2.7	0.9	3.0	4.0
Mexico	3.9	3.9	3.4	3.4
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	3.9	4.7	3.1	3.7
Sub-Saharan Africa	5.3	4.8	5.6	6.1
South Africa	3.5	2.5	2.8	3.3

Fonte: IMF

Note: si assumono tassi reali di cambio costanti ai livelli prevalenti durante il periodo 11 Febbraio 2013- 11 Marzo 2013.

Stati Uniti

Negli Stati Uniti la crescita è stata trainata dalla domanda interna (+1,9% annuo), che costituisce il fattore storicamente più importante nel dato di crescita complessivo; la tenuta dei consumi, infatti, ha più che compensato la riduzione della spesa pubblica (-1,3%). Nel corso dell'anno gli Stati Uniti sono rimasti al centro dell'attenzione internazionale a causa del cosiddetto "fiscal cliff", che ha rischiato di rendere necessaria l'approvazione da parte del Governo di aumenti di tasse e imposte per oltre 500 miliardi di dollari minacciando di spedire nuovamente l'economia in recessione. Alla fine dell'anno, tuttavia, sono state adottate misure che, pur non risolvendo definitivamente il problema, hanno evitato lo scenario peggiore.

La crescita americana è stata inoltre favorita dal comportamento estremamente accomodante da parte della *Federal Reserve* che, attraverso il mantenimento dei tassi ufficiali su valori prossimi allo zero e il rinnovo del cosiddetto QE (*Quantitative Easing*<sup>3</sup>), ha iniettato una grossa mole di liquidità nel sistema incentivando consumi privati ed investimenti.

<sup>3</sup>Con il termine *Quantitative Easing* si fa riferimento a una politica monetaria non convenzionale utilizzata dalle Banche Centrali al fine di stimolare l'economia. Da un punto di vista tecnico prevede l'acquisto di *asset* finanziari (in genere titoli di stato) al fine di creare nuova base monetaria da iniettare nel sistema economico con l'obiettivo di stimolare la spesa per consumi e nuovi investimenti.

La politica monetaria accomodante attuata dalla *Federal Reserve*, peraltro, non ha innescato spirali inflazionistiche: l'indice dei prezzi al consumo, infatti, è cresciuto del 2,1% nel 2012 ed è previsto in diminuzione nel 2013, mentre la disoccupazione risulta in costante diminuzione ed è pari al 8,1% (8,5% alla fine del 2011)<sup>4</sup>.

### Europa

In Europa la situazione è stata condizionata totalmente dal protrarsi della crisi del debito sovrano; il *Fiscal Compact*<sup>5</sup> ha infatti determinato conseguenze assai rivelanti per molte economie dell'area Euro, in particolare per quei paesi caratterizzati da un debito pubblico elevato.

Il dato di crescita dell'intera area Euro, tuttavia, è stato caratterizzato da notevole variabilità geografica: paesi come Germania e Austria hanno fatto registrare tassi di crescita positivi seppur contenuti (0,9% e 0,8% rispettivamente), mentre i paesi che hanno sofferto maggiormente la crisi hanno subito pesanti recessioni (Italia -2,4% annuo, Spagna -1,4% annuo, Portogallo -3,2% annuo, Grecia -6,4% annuo).

**Tabella 2. Tassi di crescita del PIL area Euro**

	2012	2013	2014
<b>Europe</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>1.5</b>
<b>Advanced Europe</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>1.2</b>
<b>Euro Area</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.1</b>
Germany	0.9	0.6	1.5
France	0.0	-0.1	0.9
Italy	-2.4	-1.5	0.5
Spain	-1.4	-1.6	0.7
Netherlands	-0.9	-0.5	1.1
Belgium	-0.2	0.2	1.2
Austria	0.8	0.8	1.6
Greece	-6.4	-4.2	0.6
Portugal	-3.2	-2.3	0.6
Finland	-0.2	0.5	1.2
Ireland	0.9	1.1	2.2
Slovak Republic	2.0	1.4	2.7
Slovenia	-2.3	-2.0	1.5
Luxembourg	0.1	0.1	1.3
Estonia	3.2	3.0	3.2
Cyprus	-2.4	...	...
Malta	0.8	1.3	1.8

Fonte: IMF

La crisi del debito sovrano ha infatti determinato un "trasferimento del rischio" dal settore privato a quello pubblico, dopo che i Governi sono dovuti intervenire direttamente per salvare dal fallimento i rispettivi sistemi bancari a seguito della crisi finanziaria originatasi nel settembre 2008 negli Stati Uniti. Tale intervento, però, ha fatto lievitare velocemente il debito pubblico complessivo, costringendo i Governi (anche in virtù degli accordi sul *Fiscal Compact*) a tagliare le spese e aumentare le tasse, con un impatto negativo su consumi e occupazione.

La spesa privata, infatti, è calata dell'1,3% nell'area Euro (-4,3% in Italia e -2,2% in Spagna), mentre la disoccupazione dell'intera area Euro è salita all' 11,4% (rispetto al 10,2% alla fine del 2011). Anche nell'Eurozona un ruolo di primo piano è stato ricoperto dalla Banca Centrale Europea: oltre a mantenere il tasso ufficiale di sconto su livelli eccezionalmente bassi (0,75%) ha comunicato l'annuncio e

<sup>4</sup> Fonte: *Bloomberg*

<sup>5</sup> L'accordo sul *Fiscal Compact* prevede che l'indebitamento netto strutturale sia in pareggio, ma anche che i paesi che presentano un rapporto debito/PIL elevato lo riportino al di sotto del 60% nell'arco di venti anni.

l'implementazione del programma denominato "*Outright Monetary Transactions*"<sup>6</sup>. Ciò ha evitato un ulteriore inasprimento delle tensioni sui mercati finanziari: in particolare, infatti, le parole pronunciate dal Governatore Draghi "... nei limiti del nostro mandato, la BCE è pronta a fare qualsiasi cosa si renda necessario al fine di preservare l' Euro..." hanno lasciato intendere che, nelle intenzioni della BCE, la speculazione sui titoli di stato dei paesi periferici doveva essere arginata e ha provocato un immediato restringimento degli *spread*.

### Giappone

Sul fronte asiatico, il Giappone dopo la recessione del 2011 ha ripreso a crescere a un tasso del 2% annuo trainato dalla spesa per consumi (+2,4%), dalla spesa pubblica (+2,7%) e dagli investimenti (+4,5%). Il commercio con l'estero continua a contribuire negativamente alla crescita complessiva, soprattutto a causa della forza dello Yen che ha ridotto il volume di esportazioni. Il Governo, inoltre, ha annunciato un pacchetto di stimolo fiscale che include aumenti di spesa e investimenti in infrastrutture per circa 20 trilioni di Yen (circa 160 miliardi di Euro) al fine di porre rimedio a un decennio caratterizzato da bassa crescita e deflazione strutturale. La situazione dei conti pubblici, tuttavia, appare ancora molto precaria con un rapporto deficit/PIL vicino al 10% e un rapporto debito/PIL superiore al 200%.

### Paesi Emergenti

I Paesi emergenti hanno continuato a crescere a tassi mediamente più elevati rispetto a quelli dei paesi sviluppati, sebbene ci siano differenze tra le diverse aree geografiche.

Nell'area asiatica, la Cina ha mostrato un tasso di crescita dell'economia pari a +7,8% annuo, trainata dai consumi interni e dagli investimenti in infrastrutture ed edilizia necessari per far fronte al crescente fenomeno di urbanizzazione; anche il settore dell'*export* continua a dare un contributo positivo alla crescita sebbene la debolezza relativa degli Stati Uniti e le tensioni politiche con il Giappone potrebbero in futuro ridurre il loro contributo. Anche l'India è cresciuta a tassi sostenuti (+4% annuo), anche se in diminuzione rispetto al +7,7% annuo del 2011; a differenza della Cina, l'inflazione continua a essere un fenomeno rilevante (+10,2% annuo) e renderà necessario un continuo monitoraggio da parte della Banca Centrale per valutare eventuali interventi restrittivi.

Anche i paesi emergenti facenti parte dell'area America-Latina hanno fatto registrare tassi di crescita positivi, soprattutto in Perù (+6,3% annuo), Venezuela (+5,5% annuo), Cile (+5,5% annuo) e Colombia (+4% annuo). Meno brillante la crescita del Brasile (+0,9% annuo) dovuta a fattori interni (riduzione dei consumi) ma anche esterni (contesto economico internazionale non favorevole) che hanno indotto una riduzione del volume delle esportazioni. Il Governo e la Banca Centrale del Brasile, attraverso politiche monetarie e fiscali espansive, hanno l'obiettivo per il 2013 di far ripartire la crescita e riportarla sui livelli medi dell'ultimo decennio (+3,6% annuo).

Tra i paesi emergenti europei la Russia è cresciuta nel corso del 2012 a un tasso del +3,4% annuo trainata dalla domanda interna, che ha beneficiato di politiche fiscali espansive e di stimolo al credito, anche se l'economia nazionale è ancora troppo dipendente dall'andamento delle materie prime (petrolio in particolare). I consumi, tuttavia, supportati dalla crescita dei salari reali e dall'aumento della percentuale della popolazione appartenente alla *middle class* costituiranno, anche per il futuro, una delle variabili trainanti della crescita.

Anche gli altri paesi emergenti dell'Europa hanno subito le ripercussioni del rallentamento economico globale, soprattutto in termini di riduzione del volume delle esportazioni. La Polonia è cresciuta nel 2012 a un tasso pari al 2% (in diminuzione rispetto al +4,3% del 2011) mentre l'Ungheria ha subito una recessione pari al 1,7% (rispetto a un tasso di crescita positivo pari a +1,7% nel 2011).

Anche la Turchia ha subito una riduzione del tasso di crescita (+2,6% annuo, rispetto al +8,5% del 2011), correlata principalmente alla diminuzione dei consumi causata sia dalla riduzione della *consumer confidence* sia dalla politica monetaria restrittiva attuata dalla Banca Centrale per far fronte al crescente fenomeno dell'inflazione (+8,9% alla fine del 2012).

<sup>6</sup> Il programma denominato *Outright Monetary Transactions* ("OMT") prevede che la BCE possa acquistare titoli di stato con scadenza da 1 a 3 anni a condizione che i paesi richiedenti accettino di implementare alcune misure di finanza pubblica straordinarie (condizionalità). L'obiettivo è quello di ridurre i tassi di interesse sui bond governativi e restituire fiducia agli investitori. La BCE, inoltre, avrà piena autonomia in merito alla decisione di inizio, continuazione e termine del programma stesso.

### **Andamento dei principali mercati finanziari nel 2012**

Al termine del 2012, i mercati azionari globali hanno ottenuto *performance* positive in tutte le principali aree geografiche. A livello globale, l'indice MSCI World<sup>7</sup> ha ottenuto una *performance* pari a +13,07%, mentre i mercati emergenti, rappresentati dall'indice MSCI Emerging Markets, hanno chiuso con un rialzo del +15,15%. Andando più nel dettaglio delle singole aree geografiche, l'area nord-americana (indice S&P 500) ha chiuso a +13,41%, l'Europa (indice Eurostoxx50) a +13,79%, mentre il Giappone (indice Nikkei 225) ha guadagnato il 22,94%.

Anche i mercati obbligazionari nel 2012 hanno ottenuto *performance* positive soprattutto per quanto riguarda i paesi emergenti (indice JPM EMBI Global +18,54%) e le obbligazioni societarie del comparto High Yield (indice High Boxx HY +14,15%). Positivo è stato anche l'andamento dei titoli obbligazionari governativi area Euro (indice JPM EMU +11,42%) e quella delle obbligazioni societarie Investment Grade (indice Citigroup Euro Big +12,53%).

Sul fronte delle Commodity, la ripresa del ciclo economico in alcune aree geografiche e il venir meno nella seconda parte dell'anno delle tensioni in Europa, hanno frenato l'andamento del prezzo del petrolio che ha chiuso l'anno a -7,09% mentre l'oro, complice il protrarsi di condizioni di mercato caratterizzate da tassi reali negativi, ha ottenuto una *performance* positiva pari a +7,14%.

Sul mercato dei cambi, l'Euro ha perso terreno contro la Sterlina inglese (EUR/GBP -2,58%) mentre si è apprezzato nei confronti del Dollaro statunitense (EUR/USD +1,79%), ma soprattutto nei confronti della valuta giapponese (EUR/JPY +14,85%) come conseguenza della massiccia opera di investimenti messi in campo dal Governo nipponico (con il supporto della Banca Centrale), al fine di stimolare l'economia interna e le esportazioni per mezzo della svalutazione della moneta nazionale.

Il 2012, tuttavia, seppur archiviato con *performance* positive sia per i mercati azionari sia per quelli obbligazionari, è stato caratterizzato da elevata volatilità, naturale conseguenza delle vicende politiche ed economiche che, pur presenti a livello globale, hanno riguardato principalmente i paesi dell'area Euro. Anche altri fattori hanno contribuito a rendere il mercato estremamente volatile: le paure di un sensibile rallentamento della crescita in Cina, l'incertezza circa il raggiungimento di un accordo per evitare il Fiscal Cliff in America nonché l'esito incerto delle elezioni politiche in alcuni importanti paesi (Stati Uniti, Cina, Giappone, Francia, Grecia).

L'evento che tuttavia ha rappresentato una svolta nell'ambito della risoluzione della crisi del debito sovrano europeo e che ha contribuito alla ripresa dei mercati, è stato il discorso di Draghi nel mese di luglio, in cui sostanzialmente si affermava che la BCE era pronta a intraprendere ogni azione necessaria al fine di salvaguardare la moneta unica. Fino a quel momento, infatti, la crisi europea aveva completamente offuscato i segnali di ripresa che arrivavano dal resto del mondo.

Durante il primo trimestre dell'anno gli *spread* si sono notevolmente ristretti in virtù delle due operazioni di rifinanziamento implementate dalla BCE (LTRO's), dopodiché hanno ripreso ad allargare nel momento in cui il mercato ha iniziato a valutare negativamente gli effetti che tali operazioni avrebbero potuto sortire sui bilanci del sistema bancario.

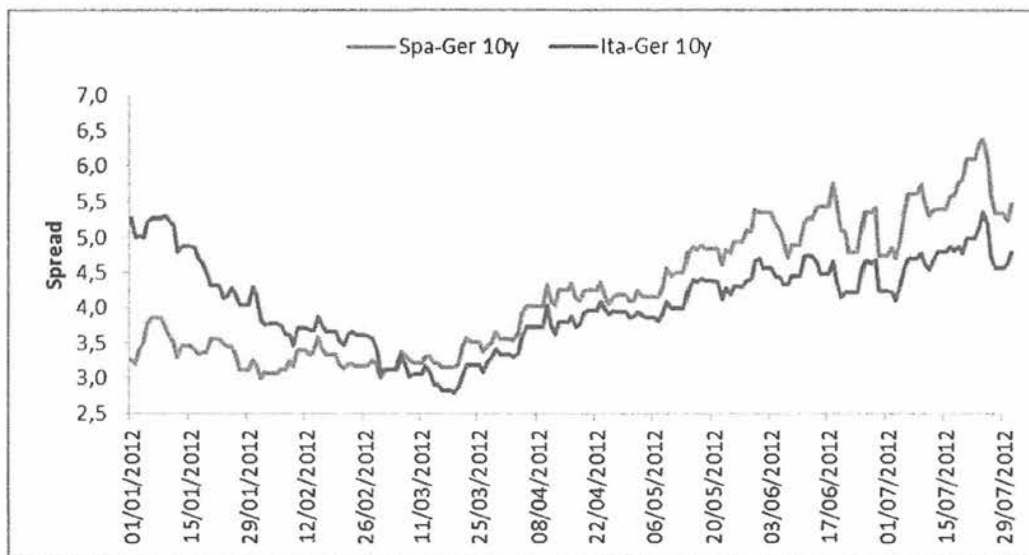
I mille miliardi di Euro dati in prestito alle banche a un tasso del 1% e scadenza triennale, infatti, sono stati utilizzati dalle stesse banche principalmente per acquistare titoli di stato che avevano in quel momento tassi di rendimento elevati (a titolo esemplificativo un BTP con scadenza triennale garantiva un rendimento, al momento del primo LTRO, pari al 7% circa).

Ciò è stato percepito dal mercato come un ulteriore incremento del rischio da parte del sistema bancario e ha determinato nella prima fase dell'anno una nuova fase di *risk-adversion*, causando la discesa dei mercati azionari e l'allargamento dei differenziali di tasso. Lo *spread* BTP-BUND, infatti, ha ripreso a salire superando nuovamente la soglia dei 500 punti base a fine luglio.

Il grafico (1) seguente sintetizza l'andamento degli *spread* dei titoli di stato italiani e spagnoli nei confronti del Bund tedesco:

<sup>7</sup>Si fa riferimento ad indici espressi in valuta locale.

Grafico 1. Andamento spread BTP 10Y-BUND, BONOS 10Y-BUND (gennaio 2012 – luglio 2012)



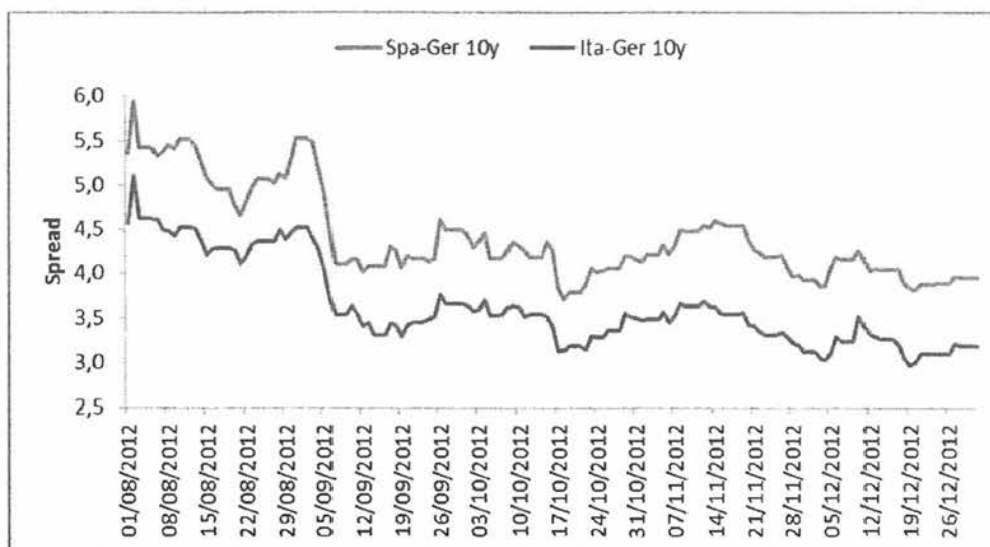
Fonte: Bloomberg

Nella seconda parte dell'anno, il mercato ha iniziato a prezzare la volontà della BCE di agire realmente come prestatore di ultima istanza acquistando, seppur a determinate condizioni, i titoli di stato dei paesi in difficoltà, con l'obiettivo di mantenere i tassi bassi e stimolare la crescita, seguendo così l'esempio delle banche centrali di Stati Uniti, Inghilterra, e Giappone.

Il mercato azionario europeo ha iniziato così a recuperare terreno guadagnando il 27% circa nella seconda metà dell'anno, il mercato americano l' 11,62%, il mercato giapponese il 25,22%, l'indice MSCI World LC il 14,9% mentre il MSCI Emerging Markets LC il 19,57%.

Il grafico (2) riassume il miglioramento del *sentiment* del mercato nella seconda parte del 2012, che si è concretizzato in un restringimento degli *spread*:

Grafico 2. Andamento spread BTP 10Y-BUND, BONOS 10Y-BUND (agosto 2012 – dicembre 2012)



Fonte: Bloomberg

L'andamento del mercato obbligazionario Corporate Europeo Investment Grade, a differenza dei mercati azionari e obbligazionari governativi, ha mantenuto un basso livello di volatilità durante tutto il 2012.

Gli investitori, infatti, hanno continuato a investire in tale *asset class* in virtù sia del miglioramento registrato dai bilanci aziendali, sia del modesto rendimento a scadenza offerto dai titoli di stato *risk-free*<sup>8</sup>, che ha reso ancora più attraente tale *asset class*.

Lo *spread* (contro *swap*) del mercato obbligazionario Corporate Investment Grade area Euro è passato da 255 punti base di inizio anno a 131 punti base di fine anno.

Sul mercato delle obbligazioni *High Yield*, la volatilità è stata superiore a causa del maggiore rischio insito nei titoli emessi da società aventi *rating non investment grade*.

Nell'area nord-americana il restringimento dello *spread* contro *swap* è stato meno volatile rispetto quello delle obbligazioni *HY* europee che hanno sofferto in misura maggiore l'evolvere della crisi del debito sovrano.

Il grafico (3) di seguito riportato riassume quanto appena descritto:

**Grafico 3. Andamento Asset Swap Spread Obbligazionario High Yield 2012**



Fonte: Bloomberg

L'andamento dei tassi di rendimento dei titoli di stato emessi dai cosiddetti paesi *core* ha rappresentato un'altra caratteristica peculiare dell'anno appena terminato.

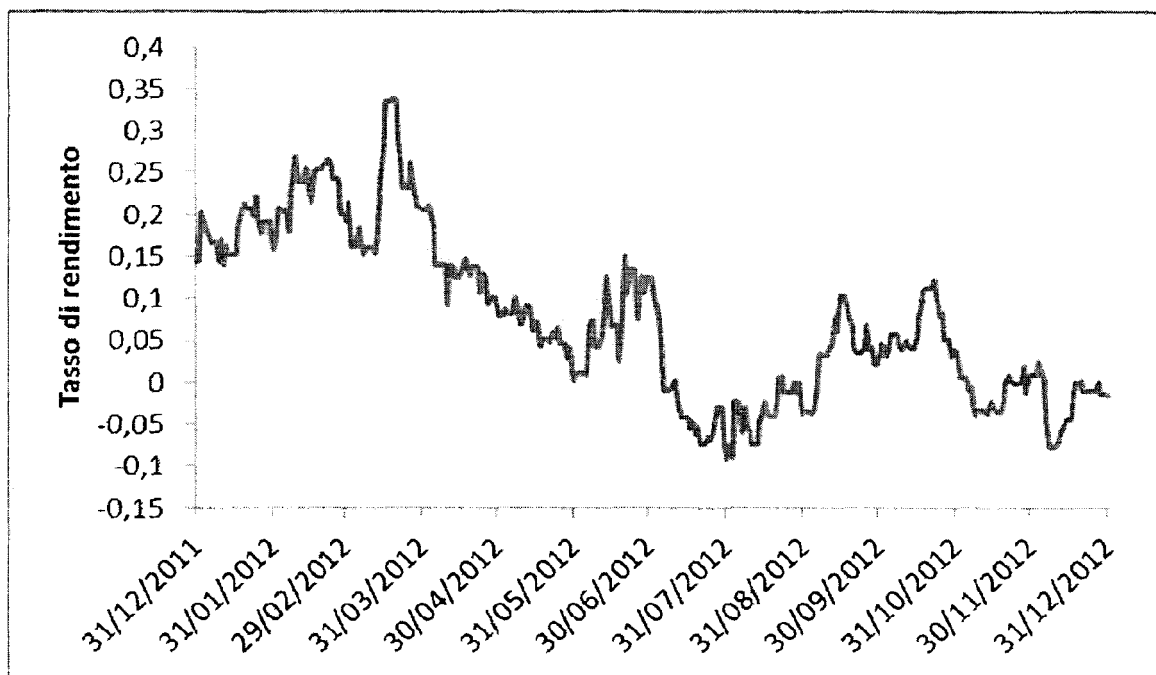
Infatti, il miglioramento delle prospettive di crescita a livello globale e il venir meno circa le preoccupazioni di un *break-up*<sup>9</sup> dell'Euro, non hanno restituito completamente fiducia ai mercati che hanno continuato a

<sup>8</sup>Il tasso d'interesse privo di rischio (*o risk-free interest rate*) rappresenta il tasso di interesse di un'attività priva di rischio.

<sup>9</sup>Con il termine *break up* dell'area euro si fa riferimento allo scioglimento definitivo della moneta unica europea.

comprare titoli di stato *risk-free* mantenendo i loro rendimenti a livelli bassi e in alcuni casi negativi, come mostra il grafico (4):

**Grafico 4. Andamento Rendimento a scadenza tasso biennale tedesco**



Fonte: Bloomberg

### **Prospettive economico-finanziarie 2013**

Mentre fino a qualche mese fa la situazione macroeconomica internazionale era caratterizzata da un andamento fortemente divergente tra paesi sviluppati e paesi emergenti, a oggi la situazione sembra aver subito un'ulteriore evoluzione. Da una parte i mercati emergenti e in via di sviluppo continuano a crescere a ritmi sufficientemente sostenuti, dall'altra le economie avanzate dove è ormai chiara la differenza nei fondamentali tra Stati Uniti ed Area Euro.

Ciò si riflette nelle diverse stime di crescita che negli Stati Uniti si attesta all' 1,9% nel 2013 e al 3% nel 2014. Nell'Area Euro, invece, il rallentamento è stimato al -0,3% nel 2013, mentre per l'anno successivo l'Eurozona dovrebbe tornare a crescere a un tasso pari al 1,1%. Nei paesi emergenti e in quelli in via di sviluppo la crescita dovrebbe attestarsi al 5,3% nel 2013 e al 5,7% nel 2014.

Per quanto riguarda la situazione americana, la crescita appare solida, soprattutto a partire dal 2014, trainata dai bassi livelli dei tassi di interesse che incentivano gli acquisti di beni durevoli e immobili e dunque la domanda interna. Il dato di disoccupazione, invece, preoccupa ancora le autorità governative e monetarie americane: la stima è del 7,7% nel 2013 e del 7,5% nel 2014. La Federal Reserve sta cercando di abbattere il numero di disoccupati americani agendo principalmente attraverso il c.d. Quantitative Easing; a Dicembre dello scorso anno, infatti, è iniziato il Quantitative Easing4, in cui la Federal Reserve ha annunciato di voler acquistare ogni mese 85 miliardi di dollari di Treasury Bond e Mortgage Backed Security<sup>10</sup> a lunga scadenza. Questa azione di politica monetaria espansiva, che ha l'obiettivo di mantenere bassi i tassi di interesse al fine di stimolare consumi e investimenti, sarà attuata dalla Banca Centrale americana fino a quando la disoccupazione non sarà inferiore al 6,5% oppure fino a quando l'inflazione non salirà oltre il 2,5%.

<sup>10</sup> Un Mortgage Backed Security è un titolo garantito da un insieme di mutui ipotecari cartolarizzati.

Nell'area Euro la situazione appare molto diversa: la crescita negativa attesa per il 2013 riflette non solo le debolezze dei paesi periferici, ma anche le problematiche che riguardano alcuni paesi dell'area core. La crescita economica in Germania rimane inferiore all'1% (+0,6% nel 2013); in Francia le stime di crescita sono negative (-0,1% nel 2013), frutto di una combinazione di politiche fiscali restrittive, volumi di esportazioni deboli e bassi livelli di *consumer confidence*. I paesi periferici continuano a risentire maggiormente della crisi economica in corso: l'Italia potrebbe decelerare del 1,5% nel 2013, la Spagna dell'1,6%; la crescita dovrebbe tornare positiva per entrambi i paesi nel 2014, sebbene con tassi inferiori all'1%. Il processo di lento ritorno alla competitività è iniziato, tuttavia la ripresa dell'*export* non è ancora sufficiente a compensare le debolezze della domanda interna. Ciò si riflette in un tasso di disoccupazione che in alcuni paesi raggiunge numeri allarmanti e rappresenta la sintesi delle differenze tra paesi dell'area core e paesi periferici. Le stime parlano di un tasso di disoccupazione nel 2013 che in Francia dovrebbe salire all'11,2%, in Italia al 12% mentre in Spagna al 27%. In altri paesi, invece, la situazione appare sensibilmente diversa: in Austria, la stima del tasso di disoccupazione per il 2013 è attesa al 4,6%, in Germania al 5,7% mentre in Olanda al 6,3%.

In Giappone la situazione sembra aver subito una svolta a seguito della decisione intrapresa dal Governo, basata su un aggressivo *Quantitative Easing* unito a un obiettivo positivo di inflazione sul piano della politica monetaria e un sensibile stimolo fiscale e un piano di riforme strutturali sul piano delle finanze pubbliche. Ciò ha determinato fin da subito un miglioramento delle stime di crescita economica, salite al +1,6% nel 2013; lo stimolo fiscale, tuttavia, richiederà un ulteriore incremento del *deficit* di bilancio che, insieme all'elevato *stock* di debito pubblico, potrebbe determinare un aumento del premio al rischio dei titoli di stato giapponesi e di conseguenza rendere insostenibile il debito stesso.

I paesi emergenti, a differenza dei paesi sviluppati, appaiono meglio posizionati; le condizioni che prevalgono oggi sul mercato (bassi tassi di interesse e flussi di capitale in entrata), avrebbero determinato in passato una possibile bolla creditizia, situazione che è stata scongiurata nell'attuale contesto storico in virtù dell'azione decisa da parte delle Banche centrali che, attraverso politiche monetarie non eccessivamente accomodanti, hanno mantenuto la crescita della domanda interna in linea con il potenziale. Le stime di crescita economica per il 2013 continuano a segnalare la tenuta di buona parte dei paesi emergenti sebbene ci siano differenze, anche sostanziali, tra le diverse aree: la stima del tasso di crescita in Russia è pari al 3,4%, in Cina del 8%, in India del 5,7%, in Brasile del 3%.

Sul fronte dei mercati finanziari c'è stata una reazione positiva al miglioramento delle stime di crescita dell'economia americana: l'indice S&P 500 è tornato ai livelli di ottobre 2007 annullando tutte le perdite della crisi economica-finanziaria.

In Europa gli indici azionari fanno molta più fatica a recuperare terreno e anche in questo caso emergono chiaramente le differenze tra le diverse piazze finanziarie: se l'indice tedesco e quello del Regno Unito hanno recuperato praticamente tutte le perdite *post-Lehman*, gli indici rappresentativi della borsa italiana e spagnola continuano a essere oggetto di vendita e mostrano una volatilità molto elevata.

In Giappone l'indice ha risentito positivamente delle politiche monetarie e fiscali estremamente accomodanti anche in virtù della svalutazione dello Yen nei confronti delle principali divise internazionali che ha rilanciato la competitività delle imprese giapponesi e dunque le esportazioni.

Sul fronte dei tassi, le politiche monetarie espansive attuate dalle principali Banche Centrali (Federal Reserve, Bank of England, Banca Centrale del Giappone) hanno determinato uno schiacciamento delle curve dei tassi di interesse determinando, in alcuni casi, rendimenti obbligazionari addirittura negativi<sup>11</sup>. Mentre in Usa e in Giappone, però, le curve dei tassi governativi hanno risentito in misura maggiore degli acquisti da parte delle Banche Centrali, in Europa il Bund tedesco è stato oggetto di acquisto soprattutto per le vicissitudini legate al problema del debito sovrano che, seppur in fase di risoluzione, non ha ancora rassicurato completamente gli investitori.

Anche gli *spread* tra rendimenti dei titoli periferici e Bund tedesco continuano lentamente a diminuire, sia per le importanti politiche di *austerità* messe in campo dagli altri Governi nazionali, sia per le rassicurazioni provenienti dalla BCE, che si dichiara pronta a intervenire direttamente sul mercato per arginare eventuali azioni speculative.

<sup>11</sup> E' il caso, per esempio, dei titoli governativi biennali emessi da Svizzera, Finlandia e Germania che offrono rendimenti a scadenza nulli.