

SOLDI SETTE



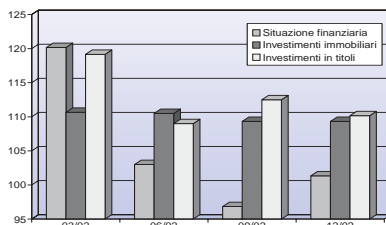
www.soldi.it

Settimanale anno XII - Settimana dal 31.12.2002 al 06.01.2003

n. 528 - 31/12

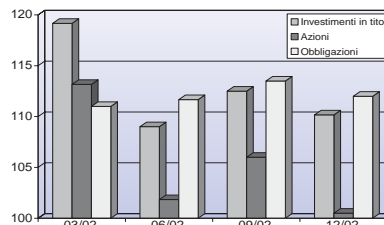
4,39 €; abbonamento anno 169,40 € - Reg. Trib. Milano n° 631 del 30.08.1991 / Stampa: Fontegrafica - Via Copernico 19 - 20092 Cinisello Balsamo (Milano)

RISALE LA FIDUCIA DEI RISPARMIATORI



Migliora l'indice Soldi Sette sulla fiducia dei risparmiatori nel loro futuro e scaccia parte del pessimismo manifestatosi a settembre. Ma c'è ancora strada da fare.

CALA LA FIDUCIA NELLE AZIONI, OBBLIGAZIONI STABILI



Peggiora però - forse per la fine del rally di ottobre e novembre - la fiducia nelle Borse. Immutata la fiducia negli investimenti obbligazionari.

IL 2002 IN SINTESI: BORSE GIÙ, OBBLIGAZIONI SU



Nel 2002 i mercati azionari mondiali hanno perso terreno (nero, base 100), ma le obbligazioni (quelle in euro sono in linea sottile) hanno fatto un po' di strada.

GRANDI ALI PER VOLARE?

Il 2002 finirà massacrato dai botti di capodanno, pronto per essere archiviato come un triste periodo per Borse e investitori. Eppure l'ottimismo non cede: dall'ultima indagine condotta solo pochi giorni fa per l'Indice Soldi Sette sulla fiducia dei risparmiatori - vedi grafici - risulta che gli italiani vedono meno grigio il proprio futuro. Il valore dell'indice - che fotografa le attese sull'evoluzione della propria situazione finanziaria - nell'ultima rilevazione di dicembre è infatti salito a 101,3, dal valore di 96,8 registrato lo scorso settembre - vi ricordiamo che l'indice varia da un minimo di zero che indica il pessimismo più nero, a un massimo di 200, ottimismo alle stelle, e che 100 indica una situazione di attesa verso il futuro. Il risultato di quest'indagine è tanto più interessante se si nota che

accanto a una percezione sostanzialmente stabile degli investimenti in immobili e in obbligazioni - e questo nonostante i casi Cirio e Argentina - c'è un calo delle aspettative dagli investimenti in azioni, quasi che l'attesa di una ripresa dei mercati abbia messo a dura prova la pazienza. In questa apparente contraddizione leggiamo la delusione per una corsa delle Borse che dopo ottobre e novembre ha ceduto il passo, ma anche la voglia di ripresa dopo quasi tre anni di vacche magre. Non è possibile dire con certezza se questa arriverà domani, tra 5 o 12 mesi, però i nostri modelli previsionali indicano che l'investitore di lungo periodo trova nei prezzi di Borsa di oggi un terreno fertile in cui seminare. Con questa nota di ottimismo chiudiamo l'anno augurandovi un prospero 2003.

ALL'INTERNO

Mercati su solide fondamenta? O declino delle Borse in agguato? Tentiamo di fare il punto sull'anno appena trascorso, ma non solo, cerchiamo di capire insieme come stanno cambiando i mercati rispetto alle situazioni a cui ci hanno abituato gli anni Novanta. Secondo noi non sono giustificati né un pessimismo esasperato, né un ottimismo ingenuo. Le Borse costituiscono ancora importanti opportunità di guadagno, ma occorre guardarle con un po' di disincanto e con la consapevolezza che, per fare buoni investimenti, occorre godere di informazioni adeguate.

pp. 2-5

Come sono andati i tassi di interesse? le valute? e i titoli che seguiamo? Una sintesi del passato attraverso grafici, tabelle e commenti sul 2002, insieme alle previsioni sul 2003, ci aiuteranno a capire meglio ciò che ci attende nel corso del prossimo anno.

pp. 6-16

VALUTAZIONE DELLE PRINCIPALI BORSE

Londra	Conveniente
Milano	Corretta
New York	Cara
Tokio	Molto Cara
Zona euro	Corretta

LE OBBLIGAZIONI PIÙ INTERESSANTI

		Cedola	Scadenza	Prezzo	Rendim.
euro	General Motors Acc. Corp.	5,75	14/02/06	101,22	4,3%
euro	Ford Motor Credit Co.	6,25	18/06/07	101,35	5%
euro	Philip Morris Fin. Cay.	5,625	24/06/08	105,61	3,6%
euro	INA	4,5	28/05/09	98,56	4%

VERSO UN CALO DEI RENDIMENTI DELLE BORSE?

Oggi come oggi molti investitori sono disorientati e vista volatilità delle Borse e i rendimenti negativi degli ultimi anni si chiedono se le annate di vacche grasse siano solo un ricordo del passato. Vediamo qualche precedente storico e facciamo insieme il punto della situazione, passando in rivista economie, settori e qualche titolo. Non sono, infatti, giustificati né un pessimismo esasperato, né un ottimismo esagerato.

ECONOMIE E BORSE

In questo contesto economico tormentato facciamo una pausa di riflessione e cerchiamo di vedere quali siano i fattori che influenzano i rendimenti dei mercati azionari e quali siano le future prospettive delle Borse.

La lezione del passato

- Durante tutto il Ventesimo secolo la crescita economica, generatrice di ricchezza e dunque di rendimenti di Borsa, è stata favorita dall'andamento della produttività e della popolazione. Dato che la produttività del lavoro è il rapporto fra la quantità di ricchezza prodotta e il numero di lavoratori che la realizzano, questa aumenta quando una stessa quantità di ricchezza è prodotta da un numero minore di lavoratori. In generale la produttività ha registrato una forte accelerazione subito dopo la Seconda guerra mondiale, un momento cruciale per l'Europa. La distruzione massiccia del tessuto industriale ha fatto sì che alla fine del conflitto fossero indispensabili quegli importanti investimenti che hanno permesso al Vecchio continente di iniziare la modernizzazione delle sue strutture e delle sue attrezzature. E la produttività europea, di gran lunga inferiore a quella negli Stati Uniti alla fine della guerra, è progressivamente aumentata fino a circa la fine degli anni '80, colmando, almeno in parte, il suo ritardo con quella statunitense.

- La popolazione è un altro fattore determinante per la crescita economica. A produttività costante, solo un aumento del numero di lavoratori permette di aumentare la produzione. E ciò è possibile unicamente attraverso una crescita del tasso d'occupazione, grazie a riforme del mercato del lavoro o l'allungamento dell'età lavorativa. Ma la dinamica demografica dipende, a sua volta, dal tasso di natalità e dai flussi migratori. Per quanto riguarda le nascite, l'Europa ha beneficiato del *baby boom* del dopoguerra. E la crescita demografica, coniugata agli

investimenti per la ricostruzione dei danni di guerra, ha consentito all'Europa negli anni '50 e '60 un periodo di prosperità senza precedenti, con rendimenti borsistici a due cifre. Per quanto riguarda i flussi migratori, le differenze con gli Stati Uniti sono ancora più profonde. Durante tutta la prima metà del ventesimo secolo, l'Europa ha visto i suoi cittadini emigrare verso il nuovo mondo. Un esodo che è terminato a metà del 1900, quando anche l'Europa è diventata a sua volta terra di accoglienza per numerosi immigrati. Un'immigrazione del resto necessaria, visto che la manodopera interna scarseggiava e che le nascite erano in diminuzione. Gli *shock* petroliferi degli anni '70 hanno tuttavia ridotto questi flussi migratori e le politiche europee sono diventate sempre più restrittive nei confronti degli immigrati. Gli Usa, invece, malgrado leggi rigorose sull'immigrazione, sono rimasti terra d'accoglienza. E proprio grazie alla loro vitalità demografica, anche se la produttività europea è aumentata notevolmente, gli Stati Uniti hanno sempre potuto vantare una produttività maggiore. Rispetto agli anni '50 la popolazione europea è cresciuta infatti solo del 27% contro il 78% di quella americana. Se tuttavia si considera che nello stesso lasso di tempo il Pil (Prodotto interno lordo; tutta la ricchezza prodotta nel Paese) europeo è cresciuto del 4,96% e quello statunitense del 5,08% appare evidente che nell'ultima metà del Novecento la ricchezza pro capite è aumentata più in Europa che negli Usa.

La "nuova economia"

Negli ultimi anni '90 sembrava che la "nuova economia" dovesse rimettere in causa le fondamenta dell'economia classica. Basata sul sogno di una nuova realtà economica, riteneva che la crescita della produttività rappresentasse il rimedio di tutti i mali permettendo al contempo il controllo dell'inflazione e l'aumento dei salari grazie alle nuove tecnologie, generatrici di importanti guadagni di produttività e all'origine di grandi ondate di investimenti. La corsa alle nuove tecnologie in cui si sono lanciate alcune imprese ha spinto al rialzo la domanda e ha fatto lievitare il numero di società tecnologiche. Tuttavia, anche se gli enormi investimenti hanno consentito un aumento della produttività, alla fine la sua crescita si è rivelata meno forte di quanto inizialmente sperato. Di conseguenza la redditività di certi investimenti è stata rimessa in causa e gli utili delle società ne hanno sofferto. La fine del sogno ha portato così a una forte correzione al ribasso dei prezzi delle azioni che dura dall'inizio del 2000. A quel punto gli investitori si sono cominciati a preoccupare degli investimenti eccessivi e dell'elevato indebitamento

©ALTROCONSUMO EDIZIONI FINANZIARIE S.R.L.

Sono riservati tutti i diritti di riproduzione, adattamento e traduzione. Ogni utilizzazione a fini commerciali è proibita. Grafici: ©Thomson Financial Datastream - Abbonamento annuale a Soldi Sette: 169,40 €. Abbonamento annuale a Soldi Sette + Fondi Comuni: 214,85 €.

Per abbonarsi è sufficiente inviare una lettera a: Altroconsumo Edizioni Finanziarie s.r.l. - Gestione abbonamenti - C.P. 10609 - 20110 Milano. Non esce il mese di agosto. Non diamo consigli personali sugli investimenti. Tel. uff. abbonamenti: 02/69 61 520 da lunedì a venerdì dalle ore 9,00 alle 13,00 e dalle ore 14,00 alle 17,00. Direttore responsabile: Vincenzo Somma.

Stampa: Fontegrafica - Via Copernico, 19 - 20092 Cinisello Balsamo (Milano).

Soldi Sette è disponibile anche su Internet all'indirizzo: www.soldi.it

delle società e ciò, ovviamente, ha accentuato ancora il calo delle azioni. Risultato: le società – obbligate a ridurre i costi per poter far fronte ai propri oneri finanziari – hanno ridotto sia gli investimenti, sia il personale. Movimenti che hanno fatto progressivamente scivolare molti Paesi occidentali nella recessione.

La situazione attuale

- Attualmente, anche se l'economia mondiale attraversa un periodo difficile, la produttività continua a crescere. Anche se non hanno permesso i miracoli sperati le nuove tecnologie hanno comunque favorito l'efficienza delle imprese. Da notare inoltre che le nuove tecnologie hanno avuto un impatto più forte negli Usa, dove un mercato del lavoro più flessibile consente alle società di adattarsi rapidamente ai cambiamenti economici e quindi di restare competitive. Negli anni '90, invece, in Europa c'è stato un certo immobilismo e una certa mancanza di iniziativa, anche a livello tecnologico, che hanno accentuato il divario, a livello di produttività, crescita e rendimenti borsistici, fra Usa e Europa. Tuttavia, anche se con un certo ritardo, anche nel Vecchio continente c'è oggi la volontà politica di facilitare l'utilizzo delle nuove tecnologie e di rendere gradualmente più flessibile il mercato del lavoro.
- Da sola, tuttavia, la crescita della produttività non basterà a assicurare a breve termine un buon ritmo di crescita economica. Il forte sviluppo degli anni '90 riposava infatti su numerosi disequilibri, e solo alcuni di essi sono stati riassorbiti. Basti pensare, ad esempio, che gli elevati consumi delle famiglie americane e britanniche sono stati finanziati da livelli record di indebitamento. Da una parte, infatti, le riduzioni dei tassi ufficiali, facendo diminuire il costo del denaro, hanno accresciuto la capacità di credito dei consumatori; dall'altra, la fiammata dei prezzi nel settore immobiliare, facendo aumentare il valore degli immobili, ha permesso alle famiglie, in maggioranza proprietarie delle loro case, di poter prendere a prestito più denaro. Ma se finora la crescita dell'indebitamento continua a sostenere la crescita dei consumi americani e britannici, prima o poi i debiti dovranno venire rimborsati e ciò ovviamente andrà a scapito dei consumi futuri.
- Nella zona euro le sfide principali sono altre. L'indebitamento non rappresenta un problema per le famiglie, il cui tasso di risparmio resta dell'ordine del 12-13% dei loro redditi disponibili. La spina nel fianco di queste economie è il risanamento dei conti pubblici. Paesi come la Francia e la Germania non hanno infatti approfittato delle annate di forte crescita economica per risanare adeguatamente le proprie finanze. Di conseguenza, visto che l'austerità si impone in questi Paesi, l'alleggerimento della fiscalità e la messa in opera di certe riforme strutturali sono stati rimandati a tempi migliori. In più per l'Europa, se la situazione non cambierà (maggiore tasso di crescita o aumento dell'immigrazione) sarà sempre più difficile far fronte all'invecchiamento della popolazione. Un invecchiamento che peserà fortemente sul potenziale produttivo e anche sulle finanze pubbliche dei nostri Paesi (sempre meno lavoratori dovranno pagare per le pensioni di un numero crescente di pensionati, aumento delle spese sanitarie,...). In questo contesto, malgrado la ripresa nel 2004, gli elevati tassi di crescita e i rendimenti

borsistici a due cifre che hanno caratterizzato la fine degli anni '90 sembrano ormai confinati al passato.

Guadagni di Borsa, quale futuro?

- Non solo negli anni '90 le Borse hanno registrato forti alti e bassi. In media durante tutto il ventesimo secolo le azioni americane hanno offerto un rendimento reale (depurato dall'inflazione) annuo del 6,9%. Per fare un paragone, sullo stesso periodo, il rendimento offerto dalle obbligazioni non superava l'1,5%. Da un decennio all'altro, le *performance* delle azioni e delle obbligazioni fluttuano fortemente. Gli anni '50 hanno rappresentato un periodo particolarmente prospero per le azioni, che hanno messo a segno un rendimento medio annuo del 15,7%. Con il 14,2%, la *performance* borsistica degli anni '90 non è quindi molto lontana da questo record storico. Gli investitori negli anni '70 non hanno avuto, invece, questa fortuna e hanno subito perdite annue dello 0,7%. Se quindi globalmente le azioni offrono a lungo termine un miglior rendimento delle obbligazioni, in questo caso estremo non è così. Negli anni '30, dopo la grande recessione, il rendimento annuo delle obbligazioni è stato del 7,1% contro appena l'1,9% delle azioni. Ma, a prescindere dal passato, è chiaro che il rendimento delle azioni è stato senza dubbio troppo elevato negli ultimi anni. Come si spiega questo fenomeno?
- Tradizionalmente la teoria vuole che il prezzo delle azioni tenga conto del rischio inerente a questo tipo di investimenti. La logica è: "accetto di acquistare quest'azione se sono sufficientemente remunerato per il rischio che corro". Questo premio per il rischio calmerà i prezzi delle azioni in modo da permettere un rendimento interessante. Ora, in questi ultimi anni, gli investitori, soprattutto negli Usa, si sono illusi che alla fine le azioni non fossero poi tanto rischiose. Risultato: il premio di rischio si è ridotto e il prezzo delle azioni è salito. E ciò ovviamente ha costituito il terreno ideale per la bolla speculativa cui abbiamo assistito alla fine del ventesimo secolo. Dal suo massimo del gennaio 2000, se il Dow Jones (l'indice dei titoli principali della Borsa di New York) è stato tutto sommato risparmiato con una perdita del 30% circa, il Nasdaq (l'indice dei titoli tecnologici), che era a oltre 5000 punti a marzo 2000, ha perso da allora il 73% del suo valore. Una tempesta che non ha risparmiato neppure le principali Borse europee: il FT100 di Londra ha perso infatti il 45% dal dicembre 1999, mentre il Dax di Francoforte e il Cac40 di Parigi sono scesi rispettivamente del 65% e del 56% dai loro massimi.
- Ma prima o poi le Borse torneranno ad offrire rendimenti interessanti? In realtà, malgrado i loro cali degli ultimi due anni, le azioni non sono oggi necessariamente a buon mercato, almeno se si valutano in base al rapporto fra prezzi e utili. Dall'inizio degli anni '80 il valore medio di questo rapporto si situa intorno a 15, un valore che si ritiene adeguato. Oggi, il rapporto prezzi/utili delle azioni ha raggiunto dei valori nettamente superiori. La Borsa americana ha un rapporto vicino al 25, mentre Parigi è addirittura a quota 36; Londra a 21 e, fra le piazze euro, solo Amsterdam (14) Bruxelles, Madrid e Lisbona (16) sono ritornate a livelli vicini alla media. Milano è a quota 21. Automaticamente, quando la congiuntura migliora e le imprese generano maggiori profitti, il rapporto prezzi/utili diminuisce.

Oggi tuttavia per avere una valorizzazione corretta delle Borse le società dovrebbero aumentare fortemente i propri utili. Ma, al contrario, durante i tre primi trimestri del 2002, le imprese americane hanno globalmente subito delle perdite e diversi elementi ci portano a pensare che faticheranno a uscire dal rosso. Per mantenere le proprie quote di mercato hanno scatenato infatti una guerra dei prezzi, che lima la loro redditività. Una pressione sui margini ancor più preoccupante, visto che gli Usa sono letteralmente invasi da prodotti importati resi molto competitivi dalla sopravvalutazione del dollaro – che li rende ancora meno cari. Questa mancanza di potere delle imprese sui prezzi è del resto all'origine della paura di una spirale deflazionistica negli Stati Uniti, anche se la probabilità di un tale fenomeno resta remota.

- Se dunque la sfida per l'economia americana è soprattutto congiunturale, anche la crisi di fiducia scaturita dagli scandali contabili dovrà essere risolta. La reazione delle autorità americane è stata rapida sì e decisa, ma la sua efficacia non è tuttavia ancora provata. L'economia europea dovrà, da parte sua, far fronte a numerosi problemi strutturali. Sembra infatti che siano finiti i tempi in cui il Vecchio continente poteva contare sulle esportazioni convenienti per sostenere la propria crescita economica. Attualmente la sfida è quella di spianare la strada a un vero mercato interno, facendo sì che i consumatori europei diventino i veri motori della crescita. Un elemento indispensabile per ridurre la dipendenza dell'economia europea da quella americana e per far sì che le *performance* delle società europee siano meno dipendenti dal comportamento dell'euro sui mercati dei cambi. In mancanza di cambiamenti strutturali, l'economia europea rischia di restare al traino di quella americana. Un cattivo scenario per l'Europa perché gli investitori potrebbero essere tentati di cercare altrove il proprio Eldorado e ciò andrebbe a scapito anche dei consumatori europei che vedrebbero il loro tenere di vita deteriorarsi rispetto a quello americano.

I SETTORI

Diciamolo con estrema chiarezza: è ingenuo – e pericoloso – pensare che un tal settore o una tale impresa che ha conosciuto delle cattive o delle buone *performance* in un recente passato – sul piano economico e/o borsistico – debba mantenere in futuro la stessa tendenza.

Sfatiamo i luoghi comuni

- Uno degli errori più gravi, secondo noi, che possiate commettere in quanto investitori è di puntare esageratamente su un settore, attribuendogli delle virtù magari immeritate.
- Meglio resistere ai messaggi pubblicitari che spesso fanno leva sulle *performance* recenti di questo o quel settore per vendere l'ultimo prodotto alla moda. Lo stesso vale per le azioni: non optate mai per una di esse solo in funzione della sua appartenenza settoriale. Anche in questo caso la saggezza deve prevalere consigliandovi la diversificazione e il rifiuto di investire in settori già generosamente valorizzati.

Potenziale di crescita: attenti alle esagerazioni

- Un recente studio sui tassi di crescita degli utili delle imprese americane sul lungo periodo mostra che, anche se in certi casi una crescita degli utili molto elevata può persistere per un certo arco di tempo, si tratta di episodi isolati e difficilmente prevedibili.
- In generale è meglio evitare di scommettere su delle crescite degli utili a medio o a lungo termine troppo superiori alla media, sia a livello di settori sia a livello di società. Innanzitutto, perché la dinamica capitalista fa sì che un forte potenziale del settore attiri naturalmente la concorrenza, cosa che alla fine pesa inevitabilmente sugli utili delle imprese.
- In secondo luogo, l'eccessivo entusiasmo generale porta spesso a investimenti troppo elevati, cosa che ovviamente pesa sui margini di guadagno. Certo, in alcuni settori, in cui l'innovazione tecnologica è regolare e importate, possiamo legittimamente attenderci delle crescite elevate degli utili per talune società. Tuttavia in questi settori anche il rischio di fallimento di una società è molto più elevato. Nell'industria delle biotecnologie, ad esempio, secondo alcuni il tasso di "mortalità" è di quasi il 95%.

Il settore hi-tech

Il recente scoppio della bolla speculativa nel settore delle nuove tecnologie dell'informazione (soprattutto Internet e telecomunicazioni) testimonia come sia stato illusorio pensare che gli investimenti delle società in questo campo – molto elevati al momento dello sviluppo di Internet e al passaggio all'anno 2000 – potessero continuare allo stesso ritmo per un lungo arco temporale, senza subire affatto i cicli economici. Certo questo era quello che, a prima vista, sembravano indicare i prezzi delle azioni tecnologiche che erano salite a livelli talmente elevati da non essere impossibili da giustificare. Ma alla fine il settore è stato la classica vittima di un calo della domanda e di una capacità produttiva nettamente superiore al fabbisogno.

I settori "difensivi"

- Fino a poco tempo fa nessuno metteva in dubbio che vi fossero dei settori cosiddetti "difensivi", cioè considerati capaci di resistere meglio degli altri in periodi di difficoltà congiunturali. Non sembrava, ad esempio, che nulla potesse esporre a rischi troppo elevati il settore finanziario o quello farmaceutico. Un grave errore: il 2002 ne è stata la prova. I risultati del settore finanziario sono stati infatti fortemente penalizzati dal cattivo andamento dei mercati. Quanto alle azioni farmaceutiche, il settore difensivo per antonomasia, quest'anno hanno sofferto non per la debolezza dell'economia, ma per problemi interni al settore fra cui soprattutto l'arrivo a scadenza di numerosi brevetti di *blockbuster* (medicinali che generano un fatturato superiore a un miliardo di dollari) proprio nel momento in cui cresceva la concorrenza dei farmaci generici.
- Ma allora non esistono più settori difensivi? Secondo noi possiamo lasciare ancora il titolo di "settore difensivo" a quello alimentare, anche se non è del tutto al riparo da fattori di rischio interni – tra gli altri, vi citiamo, ad esempio, i problemi legati alla sicurezza alimentare.

Escludere a priori qualche settore?

- Una corrente dell'analisi finanziaria è incline a rifiutare a priori le azioni di settori in difficoltà. Spesso si tratta di settori in cui una capacità produttiva superiore alla domanda mantiene sotto pressione margini di guadagno. Prendiamo, ad esempio, i settori dell'acciaio, dell'auto e del trasporto aereo. È chiaro che i prezzi delle azioni di questi settori possono rimanere depressi per periodi anche piuttosto lunghi. Secondo noi però ciò non significa che i titoli di questi settori debbano tutti venir indiscriminatamente esclusi. Secondo noi si tratta di valutare caso per caso.
- Innanzitutto, la valutazione fondamentale dei prezzi di questi titoli può rivelare delle azioni convenienti se, ad esempio, il mercato è stato troppo severo nei loro confronti. In secondo luogo, un settore in difficoltà può conoscere delle operazioni di razionalizzazione (chiusure di fabbriche, fusioni e acquisizioni...) che, alleggerendo la struttura dei costi, potrebbero far sperare in miglioramenti della redditività. In terzo luogo, nel caso di un settore caratterizzato da una forte dose di innovazione tecnologica, le capacità produttive in eccesso potrebbero non essere strutturali: la domanda nel settore potrebbe improvvisamente lievitare per la necessità delle società di realizzare nuovi investimenti per aumentare la loro produttività.

Società: valutatele con distacco

Abbastanza spesso in un passato recente, i prezzi delle azioni di talune società sono stati spinti ingiustificatamente a livelli molto elevati. Il fatto è che spesso gli investitori, senza analizzare a fondo la società, si gettano a capo fitto su un'azione per non perdere il movimento di rialzo che è iniziato e si lasciano spesso influenzare dall'immagine di un manager che sembra avere carisma (come è stato per Jean-Marie Messier, l'ex-direttore generale di Vivendi più a suo agio sulle cronache dei giornali che davanti ai propri azionisti) o dall'annuncio di un tal contratto o ancora dalla pubblicazione di risultati trimestrali nettamente migliori delle attese degli analisti finanziari. Ma attenzione, quando un investimento vi sembra troppo buono, spesso non lo è affatto. Ecco perché, specialmente quando si tratta di scegliere le azioni dove ogni errore si paga caro, l'investitore deve mantenere il necessario distacco e lo spirito critico in modo da poter interpretare al meglio l'informazione disponibile, spesso insufficiente o di dubbia qualità. Ancora una volta si tratta di analizzare con freddezza la strategia adottata dalla società e i suoi possibili effetti sulle azioni.

Cercare la gallina dalle uova d'oro?

Certo il sogno di tutti quelli che investono in Borsa è quello di scovare la società, come è stato il caso di Microsoft, che realizzerà *performance* finanziarie e borsistiche straordinarie nel prossimo decennio. Anche ammettendo per ipotesi che una tale società esista – oggi con la crescente globalizzazione degli scambi che acuisce la concorrenza ciò non è affatto scontato – il problema è che è quasi impossibile individuarla in anticipo. Prima che scoppiasse il fenomeno Microsoft, ad esempio, pochi si sarebbero lasciati convincere da quel gruppo di giovani dallo stile informale che costituiva il *management* del gruppo – tra cui lo stesso Bill Gates.

I meriti di un'analisi rigorosa

I più cinici pretendono che, in un ambiente borsistico come quello attuale, sia del tutto inutile analizzare una società prima di decidere l'acquisto o meno delle sue azioni. Il loro motto è "quando la Borsa sale tutte le azioni salgono e quanto crolla, tutti i titoli crollano". Ma due considerazioni saltano subito agli occhi. Innanzitutto, non è vero che tutte le azioni seguano la stessa traiettoria. Basti pensare che quando le azioni tecnologiche crollavano brutalmente le azioni di altri settori, come quello alimentare o petrolifero, realizzavano performance di tutto rispetto. Inoltre, secondo noi, soprattutto in momenti di forti fluttuazioni borsistiche, è indispensabile un'analisi fondamentale sia del prezzo delle azioni, sia della gestione delle società. Proprio quando il mercato è accecato da un entusiasmo o da un pessimismo eccessivo è indispensabile, in una prospettiva di medio e lungo termine, poter l'oro dal ferro. Il prezzo del titolo ha dunque un valore essenziale. Se acquistate un'azione a un prezzo troppo elevato il vostro rendimento sarà potenzialmente magro o addirittura negativo per un periodo di tempo molto lungo. Al contrario, se coraggiosamente puntate su un'azione che in quel momento non gode necessariamente del favore della Borsa, potreste fare un buon affare. Ma perché possiate avere più probabilità di successo dovrete assicurarvi che le caratteristiche fondamentali della società siano soddisfacenti: in particolare dovrete valutare la qualità della strategia e la sua messa in pratica, il rispetto dei diritti degli azionisti (*corporate governance*), l'andamento dei risultati, la politica finanziaria (livello dell'indebitamento e del dividendo).

Più rendimento? Più rischio

Certo, tenendo conto dei livelli di Borsa attuali e delle prospettive economiche poco incoraggianti, è diventato poco probabile realizzare, come in passato, forti rendimenti con le principali azioni europee e americane. Tuttavia, in certi casi, soprattutto dopo un'analisi obiettiva e rigorosa, i rendimenti dovrebbero restare accettabili (intorno al 7% il rendimento annuo reale). Chi ama le sensazioni forti dovrà allora rassegnarsi? Certamente no, ma dovrà accettare una dose di rischio più elevata nell'avvicinarsi ad alcuni titoli. I rischi da assumere possono presentarsi sotto varie vesti. Ad esempio, una ristrutturazione rappresenta sempre una scommessa sul futuro: consigliare le azioni di una società in ristrutturazione è un esercizio pericoloso, ma non impossibile. La valutazione del *management* alla testa dell'impresa e l'analisi di realizzabilità del piano e delle prospettive (in cifre) annunciate dell'impresa sono cruciali. Del resto, malgrado il momento difficile attraversato dal settore *hi-tech*, sarebbe del tutto fuori luogo, come abbiamo già sottolineato, escludere che questo settore abbia un avvenire. Viviamo infatti in un periodo di profondi cambiamenti tecnologici, che possono generare, in casi specifici, rendimenti superiori a quelli delle azioni per "il buon padre di famiglia". Ma anche in questo caso l'investitore dovrà cogliere, per tempo, l'ampiezza dei cambiamenti tecnologici futuri e stabilire delle ipotesi sulle possibilità commerciali e finanziarie delle imprese su cui punta in modo da poterne trarre il massimo profitto. Non è semplice...

ma potrete sempre far affidamento su *Soldi Quindici* disponibile all'indirizzo internet www.soldi.it.

Il punto della situazione

Secondo noi oggi le azioni non sono a livelli che ne giustificano l'acquisto, ma con cautela. Le azioni tecnologiche, ad esempio, sono ancora troppo care, quelle Usa (soprattutto per il dollaro sopravvalutato), inoltre, ci sembrano più care di quelle europee. Niente allarmismo tuttavia. Certo, è poco probabile che ritornino in un prossimo futuro *performance* borsistiche come quelli degli anni '90. Ma non bisogna neppure lasciarsi prendere dal pessimismo. La prudenza deve restare la guida principale dell'investitore che, in un'ottica di lungo periodo, deve privilegiare la selettività e la diversificazione.

AZIONI: BILANCIO DEL 2002

Ancora una volta quest'anno gli investitori hanno dovuto combattere con una Borsa difficile, in ribasso per il terzo anno di fila. Non soltanto i risultati delle imprese sono stati globalmente mediocri, ma in certi casi sono stati addirittura tacciati di irregolarità.

Peggioramento dei risultati

- Alla fine del 2001, gli investitori erano relativamente ottimisti sull'andamento delle principali economie mondiali e dei risultati delle società per il 2002. Ma ben presto sono stati costretti a ricredersi. Le prospettive di crescita economica sono state riviste al ribasso un trimestre dopo l'altro, parallelamente le imprese hanno ridotto le loro stime sui risultati. Il peggioramento quasi continuo della congiuntura ha portato numerose imprese ad accantonare somme consistenti per finanziare delle ristrutturazioni. Fra queste segnaliamo **ABB** (-75%), su cui pesa un ingente indebitamento e le conseguenze legate al dossier sull'amianto. Non a caso vi abbiamo consigliato di venderla a inizio 2002.
- In questo contesto, le società la cui struttura finanziaria era già fragile (indebitamento elevato) hanno particolarmente sofferto. Fra i titoli telecom citiamo **Deutsche Telekom** (-36%) che continua a essere penalizzata per aver investito troppo alla fine degli anni '90. Quanto a **France Telecom** (-62%) potrebbe procedere a un aumento di capitale per migliorare le proprie finanze. **Telefonica** (-41%) termina, invece, l'anno meglio dei concorrenti anche se l'America Latina (quasi il 25% della sua attività) pesa molto sui suoi conti. La scuderia Tronchetti chiude in calo tra gli estremi di **Pirelli** (-56%) e **Telecom Italia** (-24%).
- I titoli legati ai media hanno conosciuto il loro momento peggiore: il 2002 è stato l'anno che ha decretato l'insuccesso del modello economico basato sulla convergenza dei media. **AOL Time Warner** (-62%) e **Vivendi Universal** (-75%) sono oggi alla ricerca di nuovo ossigeno. **Disney** (-24%) ha continuato a soffrire del calo dei mercati della pubblicità, del relativo insuccesso dei suoi parchi a tema e dei dubbi sul management. **Cir** ha contenuto le perdite (-5%) grazie soprattutto ai risultati de L'Espresso.
- I titoli tecnologici, fra cui **STMicroelectronics** (-47%), **Nokia** (-47%) e **Philips** (-49%), hanno continuato ad attraversare un momento critico anche se i cali dei costi iniziati in seguito alla crisi hanno

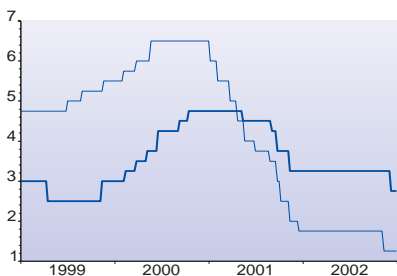
permesso a questi gruppi di rialzare un po' la testa nel terzo trimestre. Sottolineiamo tuttavia che l'assenza di una ripresa degli investimenti nel 2003 e il calo della fiducia dei consumatori restano fattori di preoccupazione.

- Anche i titoli considerati più stabili non sono stati risparmiati. Lo testimoniano i risultati deludenti registrati da **Ahold** (-64%) che come **Carrefour** (-30%) ha risentito negativamente dei forti investimenti in America Latina. Due titoli a cui tuttavia continuiamo ad accordare fiducia. Potete acquistarli.
- Anche i titoli farmaceutici sono scesi dal loro piedistallo in seguito all'aumento della concorrenza dei produttori di generici e della debolezza dei loro portafogli di molecole in sviluppo. In questo settore solo **Pfizer** (-26%) resta degna di un acquisto.
- In questo clima difficile, le società capaci di differenziarsi dalle altre hanno ben resistito. Nel settore automobilistico, **Bmw** (-29%) e **Peugeot** (-20%) hanno potuto contare su gamme rispondenti alle attese dei loro clienti. **Fiat** (-56%), al contrario, ha visto calare le sue quote di mercato nel corso di tutto l'anno, in seguito allo scarso successo della sua produzione. Un piano di ristrutturazione è stato varato, ma noi restiamo cauti sui suoi risultati.
- Il settore finanziario è stato uno dei più sfortunati nel 2002 con il crollo di oltre il 30% del suo indice europeo. Sembra infatti che questo settore abbia accumulato lo scorso anno tutti i problemi possibili. Da una parte, il cattivo andamento dell'economia ha contribuito far crescere il numero di fallimenti, soprattutto nel settore delle tecnologie. Il che ha comportato il mancato rimborso di molti crediti. Dall'altra, il crollo delle Borse ha costretto le società a registrare ingenti accantonamenti per i deprezzamenti dei titoli posseduti. I gruppi europei che hanno sofferto di più sono **Commerzbank** (-56%) e **Zurich Financial Services** (-59%). In Italia **Bnl**, **Capitalia**, **Fideuram**, **Mediolanum** e **San Paolo** ne hanno seguito le orme perdendo chi più chi meno la metà del loro valore. Si salvano **Unicredito** (-15%) e **Bpm** (-10%).
- Il settore petrolifero ha conosciuto un anno contrastato durante il quale la risalita dei prezzi del petrolio, in seguito alle tensioni in Medio Oriente, non ha potuto compensare l'erosione di margini di raffinazione. È stato il caso di **Royal Dutch** (-25%). Le prospettive di crescita della produzione per quest'ultimo potrebbero venir riviste al ribasso, cosa che penalizzerà il futuro andamento dei suoi risultati. **BP** (-22%), che ha ridotto per ben tre volte i suoi obiettivi, ci ha deluso. Quanto a **Repsol** (-23%) non sembra in una posizione migliore, tanto più che il suo indebitamento resta preoccupante. **Eni** (+6%) e **TotalFinaElf** (-16%) hanno confermato le loro previsioni per il 2003. Bene **Snam rete gas** (+15% dalla quotazione).

Un ultimo trimestre incoraggiante

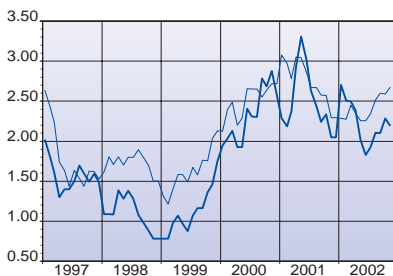
Negli ultimi mesi le principali Borse mondiali hanno ripreso un po' di colore con la speranza di un miglioramento dell'economia nel 2003 e la paura di certi investitori di lasciarsi sfuggire la ripresa borsistica. Dopo il calo degli ultimi anni, e benché non tutti convenienti, i mercati azionari sono tornati a livelli tali da permetterci di tornare nuovamente a puntare sulla loro crescita nei prossimi anni.

TASSI UFFICIALI: 2002 PIATTO



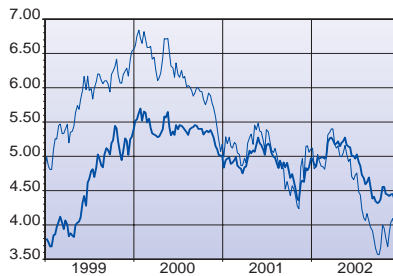
Immobilismo quasi completo nel corso del 2002 per le due più importanti banche centrali mondiali, quella statunitense e quella europea. Dopo un 2001 di continui ribassi, nel 2002 i tassi ufficiali, sia statunitensi – linea sottile – sia europei – linea nera – sono stati tagliati una sola volta, scendendo così rispettivamente all'1,25% quelli Usa, al 2,75% quelli della zona euro.

INFLAZIONE OLTRE I LIMITI



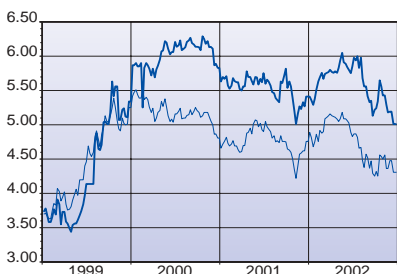
Il tasso di inflazione europeo – linea nera – è più elevato del 2%, ossia il livello fissato come obiettivo dalla Bce (la Banca centrale europea). Questo è il principale motivo per cui la Bce ha tardato tanto nel tagliare i propri tassi ufficiali. E con un'inflazione in Italia – linea sottile – attorno al 2,8% ci vorrà ancora qualche mese per riportare quella europea sotto la soglia voluta dalla Bce.

VERSO UNA RIPRESA?



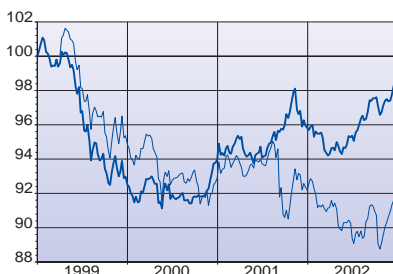
Nel 2001 il rallentamento economico e gli attacchi terroristici dell'11 settembre avevano portato a un crollo dei tassi a medio-lunga scadenza europei – linea nera – e statunitensi – sottile. Nel 2002 l'economia che stenta a riprendere e lo spettro di una nuova guerra in Iraq fanno scendere i tassi verso nuovi minimi. Il fondo è stato toccato? Dipende... dalla guerra prima di tutto.

MEGLIO DEI TITOLI DI STATO



Tra le obbligazioni societarie e i titoli di Stato, noi vi consigliamo le prime. Vi offrono rendimenti più elevati – linea nera – rispetto a quelli dei titoli di Stato – linea sottile. Ovviamente anche il rischio sarà un pizzico maggiore, ma con un'attenta diversificazione tra emittenti e settori diversi il rischio del vostro intero portafoglio risulterà particolarmente ridotto.

ATTENTI A QUEI BOND



Anno difficile per le obbligazioni con uno scarso grado di affidabilità – linea sottile. Nel corso del 2002 i loro prezzi hanno subito forti oscillazioni perdendo terreno. L'incertezza che ha contraddistinto il 2002 ha spinto gli investitori verso i titoli più sicuri, i cui prezzi sono invece aumentati – linea nera. Evitate gli emittenti poco sicuri. Scegliete solo tra quelli con un'affidabilità almeno sufficiente.

L'EURO ALLA RISCOSSA



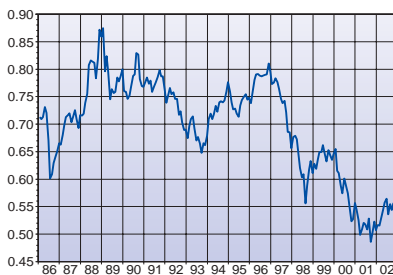
Un 2002 da ricordare per la moneta unica europea – nel grafico – che ha guadagnato oltre il 13% nei confronti del dollaro Usa: occorrono oggi 1,04 dollari per acquistare un euro contro i 90 centesimi di inizio anno. L'euro ha tratto beneficio dalla debolezza del biglietto verde che sta tutt'oggi soffrendo per la difficile situazione geopolitica mondiale. Privilegiate gli investimenti in euro.

DALLA SVEZIA...



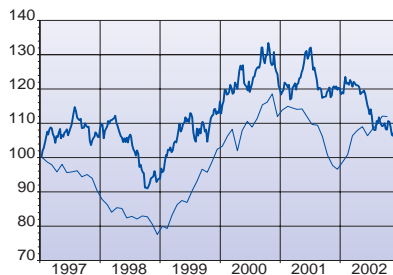
L'economia svedese è strettamente legata al settore dell'alta tecnologia. Lo dimostra il fatto che la corona svedese – linea nera, scala sinistra – segue da vicino gli alti e bassi del Nasdaq – linea sottile scala destra. In un 2002 in cui quest'ultimo ha perso il 30% circa la corona si è ben difesa guadagnando il 5% nei confronti dell'euro. Continuate a puntare sulla moneta scandinava.

...ALL'AUSTRALIA...



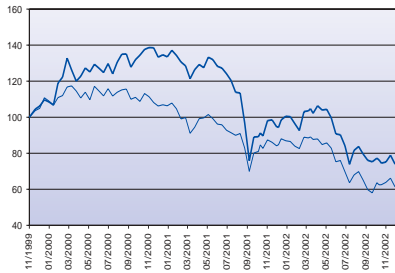
Il dollaro australiano – nel grafico – si trova oggi nei pressi del suo valore minimo nei confronti del dollaro Usa da 15 anni a questa parte. La valuta australiana è sottovalutata e, considerando la buona salute di cui gode l'economia dell'Australia, potete dedicare una piccola parte dei vostri risparmi ai titoli in tale valuta per approfittare di una sua eventuale rimonta.

...PASSANDO PER IL CANADA



L'economia canadese dipende molto dalle esportazioni di materie prime e la valuta canadese – linea nera, base 100 – segue da vicino i prezzi di queste ultime. Il loro rialzo – legato alla ripresa economica prossima ventura – potrà trascinare con sé il dollaro canadese, oggi sottovalutato nei confronti dell'euro. Investite parte dei vostri risparmi in dollari canadesi.

PORTAFOGLIO / BORSE



Il nostro portafoglio non è certo risultato immune dalle difficoltà dei mercati. Tuttavia, continua a comportarsi meglio dell'indice delle Borse europee con cui viene comparato. Nel 2002 diversi titoli hanno lasciato il portafoglio (Stm, Italgas, Rolo, Repsol), altri sono entrati a farne parte (Unicredito, Snam Rete Gas, Eni). E nel 2003 come andrà? Seguitemi e lo saprete!

CIR / BORSA



Industrie e servizi vari; S7 n° 526
0,90 EURO; corretta
www.cirgroup.it
Cir (nero; base 100) compensa con le maggiori vendite il calo della pubblicità per L'Espresso. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,04	0,05	0,05
UT/az	0,05	0,08	0,09
P/E	20	11,3	10

ENI / BORSA



Energia e servizi; S7 n° 522
14,86 EURO; corretta
www.eni.it
Nell'ultimo anno Eni (nero; base 100) ha moltiplicato le acquisizioni e resta una preda ambita. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,75	0,75	0,75
UT/az	1,41	1,31	1,39
P/E	10,6	11,3	10,7

INTESABCI / BANCHE



Settore finanziario; S7 n° 527
1,97 EURO; corretta
www.intesabci.it
I ricavi straordinari permetteranno a IntesaBci (nero; =100) di mitigare un 2002 difficile. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,05	0,05	0,08
UT/az	0,14	0,09	0,21
P/E	14,2	22	9,4

MARZOTTO / BORSA



Beni di consumo; S7 n° 522
5,20 EURO; conveniente
www.marzotto.it
Marzotto (nero; base 100) conserva buone potenzialità grazie a marchi come Boss e Valentino. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,32	0,34	0,36
UT/az	0,67	0,44	0,60
P/E	7,7	11,8	8,7

PIRELLI / BORSA



Industrie e servizi vari; S7 n° 522
0,88 EURO; conveniente
www.pirelli.com
Penalizzata dagli investimenti nelle telecom, Pirelli (nero; base 100) va meno bene della Borsa. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,08	0,04	0,05
UT/az	0,04	-0,20	0,00
P/E	19,7	n.s.	n.s.

SNAM RETE GAS / BORSA



Energia e servizi; S7 n° 519
3,22 EURO; conveniente
www.snamretegas.it
Snam Rete Gas (nero; base 100) presenta poche oscillazioni in Borsa e un buon dividendo. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,09	0,11	0,12
UT/az	0,10	0,19	0,21
P/E	31,3	17,0	15,4

UNICREDITO / BANCHE



Settore finanziario; S7 n° 524
3,79 EURO; corretta
www.unicredito.it
Conclusa con successo l'integrazione delle controllate, il gruppo (nero; base 100) continua la crescita. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,14	0,15	0,15
UT/az	0,29	0,32	0,35
P/E	13,2	11,9	10,8

BT / TELECOMUNICAZIONI



Telecomunicazioni; S7 n° 510
188,25 pence; corretta
www.bt.com
Nel 2002 BT (nero; base 100) ha tagliato i costi, ma ha un basso potenziale di crescita. Mantenere.

	2001-02	2002-03	2003-04
Div.	2,00	5,65	7,00
UT/az	-7,52	14,00	17,40
P/E	n.s.	13,5	10,8

ING / ASSICURATIVI

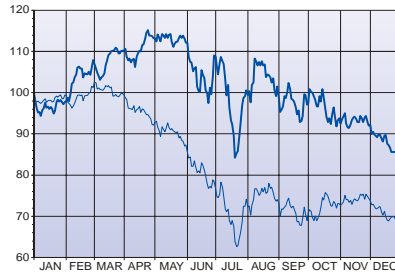


Settore finanziario; S7 n° 526
15,67 EURO; conveniente
www.ing.com

Le economie dei costi e la banca online dovrebbero sostenere ING (nero; base 100). Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,97	1,00	1,05
UT/az	2,22	2,40	2,70
P/E	7,1	6,5	5,8

NOVARTIS / FARMACEUTICI



Salute e farmacia; S7 n 518
50 CHF; cara
www.novartis.com

Novartis (nero; base 100) ha fatto meglio dell'indice mondiale del settore, ma è cara. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,90	1,00	1,05
UT/az	2,73	2,95	3,20
P/E	18,3	17	15,6

UNILEVER / BORSE EUROPEE



Alimentari e bevande; S7 n° 511
57,1 EURO; cara
www.unilever.com

Dalla fine del 2000 Unilever (nero; base 100) va meglio dell'indice delle principali azioni europee. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	1,56	1,56	1,56
UT/az	2,54	2,68	2,84
P/E	22,5	21,3	20,1

MILANO (MIB 30)



www.borsaitalia.it

Il 2002 non è stato un anno facile per Milano, che ha perso molto terreno e oggi è addirittura sotto i livelli toccati l'11 settembre del 2001. Siamo però convinti che in futuro Piazza Affari ci regalerà piacevoli sorprese. Ai livelli attuali è, infatti, una delle Borse più interessanti d'Europa e offre buone occasioni di investimento.

FRANCOFORTE (DAX 30)



www.deutsche-boerse.com

Francoforte sconta un anno amaro e l'economia tedesca sembra battere in testa, tanto che per la Germania si teme una situazione di stallo simile a quella in cui versa il Giappone da una decina di anni a questa parte. Non ci attendiamo grandi occasioni dalla Borsa di Francoforte nel suo complesso. Puntateci solo attraverso singoli titoli ben scelti.

MADRID (SE GENERAL)



www.bolsamadrid.es

Anche Madrid nel 2002 ha vissuto difficoltà analoghe a quelle degli altri mercati europei. Tuttavia, se si pensa ai legami stretti della Spagna con le economie del Sud America (tra cui ricordiamo in particolare quella Argentina) il listino di Madrid ha dimostrato una discreta maturità. Secondo noi questa Borsa meriterà una certa attenzione anche nel 2003.

NEW YORK (S&P 500)



www.nyse.com

Wall Street ha proseguito il cammino tracciato negli anni precedenti, ed è scesa ai livelli del '97, una correzione simile a quella di altri anni difficili (si pensi alla crisi petrolifera del '73). Non siamo, però, di fronte al suo declino: la storia insegna che, col tempo si è sempre ripresa. Tuttavia, vista anche la sopravvalutazione del dollaro, è ancora presto per investire.

NEW YORK (NASDAQ)



www.nasdaq.com

Tutti pazzi per i titoli tecnologici e poi, nel 2000, è scoppiata la bolla speculativa lasciandoci di fronte alla dissoluzione di molti sogni. Il grafico del Nasdaq è l'esempio più eclatante di questa euforia collettiva che ha chiuso il vecchio millennio. Addio titoli tecnologici, allora? È ancora presto per riprovarci, ma nelle nostre pagine qualche occasione la trovate.

PARIGI (CAC 40)



www.euronext.com

Anche il fascino della Ville Lumière si è dovuto arrendere al calo delle Borse e nel 2002 Parigi non ha certo brillato. Purtroppo la sua discesa non è stata neppure sufficiente a renderla un mercato di quelli "da non perdere". Per ora continuate a non investirci nel suo complesso, ma dedicate un po' di denaro solo ai singoli titoli che vi consigliamo.

AEM / BORSA



Energia e servizi; S7 n° 527
1,27 EURO; cara
www.aem.it

Dalle stelle alle stalle: la bolla si è sgonfiata trascinando con sé Aem (nero; base 100). Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,04	0,05	0,05
UT/az	0,07	0,08	0,09
P/E	18,8	15,1	13,8

ALITALIA / TRASPORTI



Industrie e servizi vari; S7 n° 515
0,25 EURO; cara
www.alitalia.it

Alitalia (nero; base 100) raggiunge i risultati del piano di risanamento, ma soffre ancora. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0	0	0
UT/az	-0,16	-0,05	0,01
P/E	n.s.	n.s.	25

AUTOGRILL / BORSA

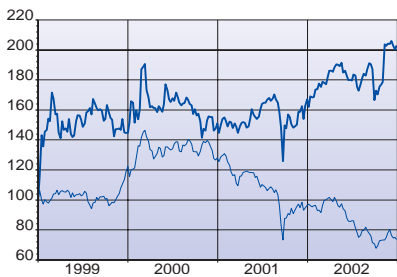


Alimentari e bevande; S7 n° 525
7,60 EURO; molto cara
www.autogrill.net

Troppi su e giù per Autogrill (nero; base 100), che soffre l'attuale quadro economico. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0	0,05	0,05
UT/az	0	0,05	0,10
P/E	n.s.	152	76

AUTOSTRADE / BORSA



Energia e servizi; S7 n° 515
9,48 EURO; cara
www.autostrade.it

Autostrade (nero; base 100) sempre meglio della Borsa: In attesa di novità sull'OpA, mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,23	0,25	0,27
UT/az	0,42	0,45	0,48
P/E	22,6	21,1	19,8

BANCA FIDEURAM / BANCHE



Settore finanziario; S7 n° 523
4,49 EURO; corretta
www.bancafideuram.it

Fideuram (nero; base 100) paga le conseguenze di un altro anno nero per il risparmio gestito. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,23	0,23	0,23
UT/az	0,25	0,20	0,25
P/E	18,1	22,5	18

BANCA POP. MILANO / BANCHE



Settore finanziario; S7 n° 527
3,52 EURO; conveniente
www.bpm.it

Bpm (nero; base 100) ha modificato alcune regole societarie, e il titolo dovrebbe beneficiarne. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0	0,23	0,23
UT/az	0,09	0,35	0,45
P/E	38,8	10,1	7,8

BENETTON / BORSA



Beni di consumo; S7 n° 524
8,81 EURO; corretta
www.benetton.it

Benetton (nero; base 100) ha sofferto nel settore degli articoli sportivi che tuttavia sta per vendere. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,41	0,41	0,41
UT/az	0,92	0,89	0,94
P/E	9,6	9,9	9,4

BENI STABILI / IMMOBILIARI

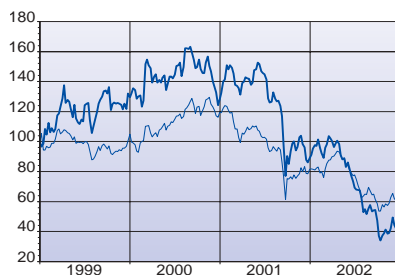


Costruzioni e immobili; S7 n° 520
0,43 EURO; corretta
www.benistabili.it

In tutto il 2002 Beni Stabili (nero; base 100) ha fatto meglio dell'intero settore immobiliare. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,02	0,06	0,02
UT/az	0,03	0,03	0,04
P/E	14,7	16,5	11,6

BNL / BANCHE



Settore finanziario; S7 n° 517
1,05 EURO; conveniente
www.bnl.it

Il 2002 è un anno no per Bnl (nero; base 100); ormai azzerato, tuttavia, il rischio Argentina. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0	0,03	0,08
UT/az	0,02	0,09	0,18
P/E	67,3	11,7	5,8

BULGARI / BORSA



Beni di consumo; S7 n° 525
4,34 EURO; cara
www.bulgari.it

Bulgari (nero; base 100) dopo il boom del 2000 non riesce a trovare smalto e resta caro. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,06	0,06	0,07
UT/az	0,21	0,21	0,25
P/E	21,1	21,2	17,4

CAPITALIA / BANCHE



Settore finanziario; S7 n° 516
1,21 EURO; corretta
www.capitalia.it

Un anno cruciale per Capitalia (nero; base 100) che ha incorporato il gruppo Fineco. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,05	0,05	0,05
UT/az	0,08	-0,05	0,10
P/E	16	n.s.	12,1

CREMONINI / BORSA



Alimentari e bevande; S7 n° 512
1,26 EURO; cara
www.cremonini.it

Cremonini (nero; base 100) ha superato la crisi della BSE, ma stenta a decollare. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0	0	0,02
UT/az	0	0,08	0,14
P/E	n.s.	15,8	9

EDISON / BORSA

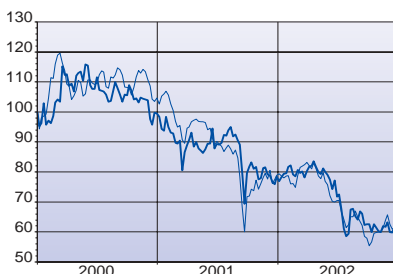


Energia e servizi; S7 n° 522
0,99 EURO; cara
www.edison.it

Edison (nero; base 100) dopo l'OPA del 2001 ha accelerato rispetto alla Borsa. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,01	0,02	0,02
UT/az	-0,08	0,14	0,03
P/E	n.s.	7,1	33

ENEL / BORSA



Energia e servizi; S7 n° 526
4,92 EURO; corretta
www.enel.it

Enel (nero; base 100) procede con lo stesso passo della Borsa: mantenere in attesa di un clima migliore.

	2001	2002	2003
Div.	0,36	0,38	0,30
UT/az	0,38	0,36	0,39
P/E	12,9	13,7	12,6

FIAT / SETTORE AUTO



Settore automobilistico; S7 n° 517
7,71 EURO; corretta
www.fiat.it

Il 2002 è un anno nero per Fiat (nero; base 100) alle prese con il piano di ristrutturazione. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,31	0	0,31
UT/az	-0,95	-2,00	-0,41
P/E	n.s.	n.s.	n.s.

GENERALI / ASSICURATIVI



Settore finanziario; S7 n° 523
19,3 EURO; cara
www.generali.com

Dopo il 2001, un altro anno in discesa per Generali (nero; base 100). Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,28	0,28	0,30
UT/az	0,87	0,20	0,80
P/E	22,2	96,5	24,1

GIUGIARO / BORSA



Settore automobilistico; S7 n° 519
3,75 EURO; cara
www.italdesign.it

Calano vendite e utile per Giugiaro (nero; base 100) per la debolezza della domanda. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,14	0,14	0,14
UT/az	0,21	0,20	0,25
P/E	17,6	18,8	15

GRANDI NAVI VELOCI / BORSA



Industrie e servizi vari; S7 n° 520
1,6 EURO; corretta
www.gnv.it

G. N. Veloci (nero; base 100) ha sofferto per la crisi economica e per la forte concorrenza. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,07	0,07	0,07
UT/az	0,21	0,23	0,25
P/E	7,7	7	6,4

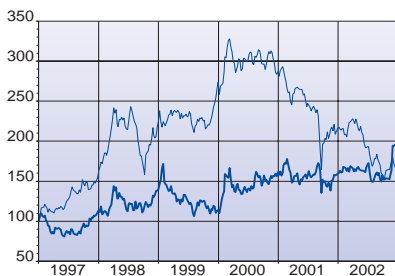
ITALCEMENTI / BORSA



Costruzioni e immobili; S7 n° 514
9,69 EURO; corretta
www.italcementi.it
Il gruppo (nero; base 100) continua ad espandersi anche a livello internazionale. **Mantenere.**

	2001	2002	2003
Div.	0,24	0,24	0,24
UT/az	0,92	0,78	0,85
P/E	10,5	12,4	11,4

ITALGAS / BORSA



Energia e servizi; S7 n° 512
12,95 EURO; cara
www.italgas.it
Solo grazie all'Opa Italgas (nero; base 100) riesce a far meglio della Borsa. **Accettare l'offerta.**

	2001	2002	2003
Div.	0,18	0,20	0,20
UT/az	0,57	0,85	0,91
P/E	22,6	15,2	14,2

LA FONDIARIA / ASSICURATIVI



Settore finanziario; S7 n° 527
2,58 EURO; corretta
www.fondiaria.it
Finalmente si è conclusa la partita sulle sorti di Fondiaria (nero; base 100). **Non acquistare.**

	2001	2002	2003
Div.	0,11	0,11	0,11
UT/az	0,24	0,10	0,25
P/E	10,8	25,8	10,3

MEDIASET / BORSA



Media e tempo libero; S7 n° 525
7,06 EURO; cara
www.mediaset.it
Il gruppo (nero; base 100) ha retto il calo della pubblicità; a fine anno, poi, il "colpo" Telecinco. **Mantenere.**

	2001	2002	2003
Div.	0,21	0,22	0,24
UT/az	0,20	0,26	0,34
P/E	36,2	27,2	20,8

MONDADORI / BORSA



Media e tempo libero; S7 n° 517
5,84 EURO; corretta
www.mondadori.com
Il gruppo (nero; base 100) è tra i più difensivi del suo settore, e si mantiene in linea con il mercato. **Mantenere.**

	2001	2002	2003
Div.	0,62	0,21	0,21
UT/az	0,26	0,29	0,36
P/E	22,3	20,1	16,2

MONTE PASCHI / BANCHE



Settore finanziario; S7 n° 525
2,27 EURO; conveniente
www.mps.it
Le nozze con Bnl sembrano sfumate, ma Mps (nero; base 100) porta avanti altre iniziative. **Acquistare.**

	2001	2002	2003
Div.	0,10	0,12	0,12
UT/az	0,24	0,21	0,29
P/E	9,6	10,8	7,8

PARMALAT / BORSA



Alimentari e bevande; S7 n° 515
2,19 EURO; corretta
www.parmalat.net
Difficoltà temporanee per Parmalat (nero; base 100) su cui pesa la crisi in Sudamerica. **Acquistare.**

	2001	2002	2003
Div.	0,02	0,02	0,02
UT/az	0,32	0,28	0,30
P/E	6,9	7,8	7,3

PININFARINA / BORSA



Settore automobilistico; S7 n° 522
17 EURO; cara
www.pininfarina.it
Pininfarina (nero; base 100) soffre il forte rallentamento del settore auto. **Non acquistare.**

	2001	2002	2003
Div.	0,34	0,34	0,34
UT/az	1,54	1,01	1,02
P/E	11,1	16,8	16,7

PIRELLI R.E. / IMMOBILIARI



Costruzioni e immobili; S7 n° 523
17,84 EURO; corretta
www.pirellirealestate.com
Un nuovo protagonista nel mercato immobiliare italiano: Pirelli & C Real Estate (nero; base 100). **Acquistare.**

	2001	2002	2003
Div.	0	1,00	1,00
UT/az	0,99	1,70	1,80
P/E	18,1	10,5	9,9

RAS / ASSICURATIVI



Settore finanziario; S7 n° 525
11,64 EURO; corretta
www.ras.it
Forti proventi straordinari e Opa sulle proprie azioni: questo il 2002 di Ras (nero; base 100). Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,37	0,37	0,37
UT/az	0,55	0,68	0,78
P/E	21,1	17,1	14,9

RECORDATI / BORSA



Salute e farmacia; S7 n° 526
15,2 EURO; molto cara
www.recordati.it
Il farmaco non approvato negli Usa compromette i ricavi del gruppo (nero; base 100). Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,25	0,25	0,25
UT/az	0,70	0,85	0,83
P/E	21,6	17,9	18,3

SAI / ASSICURATIVI



Settore finanziario; S7 n° 527
12,85 EURO; cara
www.sai.it
Più che i dati contabili, il titolo ha seguito l'evoluzione del caso Fondiaria. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,40	0,40	0,40
UT/az	1,71	0,60	0,90
P/E	7,5	21,4	14,3

SAIPEM / BORSA



Energia e servizi; S7 n° 499
6,3 EURO; cara
www.saipem.it
L'acquisizione di Bouygues Offshore dovrebbe accelerare lo sviluppo di Saipem (nero; base 100). Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,13	0,14	0,16
UT/az	0,39	0,42	0,43
P/E	16,2	15	14,7

SANPAOLO IMI / BANCHE



Settore finanziario; S7 n° 522
6,17 EURO; conveniente
www.sanpaolo.it
Per SanPaolo IMI (nero; base 100) il 2002 ha portato le fusioni di Cardine e Banco Napoli. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,57	0,57	0,58
UT/az	0,87	0,60	0,80
P/E	7,1	10,3	7,7

SEAT P. GIALLE / BORSA



Media e tempo libero; S7 n° 490
0,64 EURO; molto cara
www.seat.it
Seat (nero; base 100) è ritornata in utile nel 2° trimestre, ma ancora non è interessante. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0	0	0
UT/az	0	0	0,02
P/E	n.s.	n.s.	36,4

STEFANEL / BORSA



Beni di consumo; S7 n° 519
1,22 EURO; corretta
www.stefanel.it
Stefanel (nero; base 100) conta di espandersi nel settore delle vendite negli aeroporti. Mantenere.

	2001-02	2002-03	2003-04
Div.	0,06	0,06	0,06
UT/az	-0,17	0	0,10
P/E	n.s.	n.s.	12,2

TELECOM ITALIA / TELECOM



Telecomunicazioni; S7 n° 522
7,22 EURO; cara
www.telecomitalia.it
Bilancio solido per TI (nero; base 100) ma basso potenziale di crescita a lungo termine. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,31	0,31	0,31
UT/az	0,19	0,21	0,33
P/E	38,9	34,4	21,9

TIM / TELEFONIA MOBILE



Telecomunicazioni; S7 n° 522
4,34 EURO; cara
www.tim.it
Nel 2003 Tim (nero; base 100) dovrebbe risentire dell'arrivo di un nuovo concorrente. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,23	0,24	0,25
UT/az	0,18	0,16	0,14
P/E	23,6	27,1	31

AGFA GEVAERT (in euro)



Industrie e servizi vari; S7 n° 511
20,76 EURO; corretta
www.agfa.com

Controcorrente l'andamento di Agfa-Gevaert. Le ristrutturazioni realizzate danno buoni frutti. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,17	0,34	0,46
UT/az	-2,06	1,29	2,14
P/E	n.s.	16,1	9,7

AHOLD (in euro)



Distribuzione; S7 n° 523
11,65 EURO; conveniente
www.abold.com

Il titolo ha risentito dei problemi in Argentina e della bassa fiducia dei consumatori Usa. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,73	0,73	0,83
UT/az	1,58	1,40	1,48
P/E	7,4	8,3	7,9

AOL TIME WARNER (in USD)

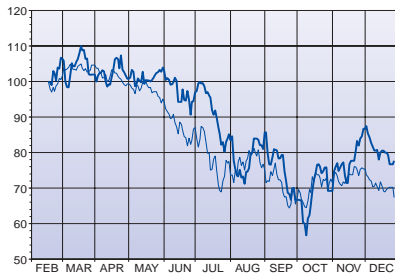


Media e tempo libero; S7 n° 525
12,44 USD; conveniente
www.aoltimewarner.com

In attesa di vedere i primi frutti della nuova strategia commerciale della divisione Aol, potete mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0	0	0
UT/az	-0,21	-11,77	0,45
P/E	n.s.	n.s.	27,6

ARCELOR / EUROSTOXX 50

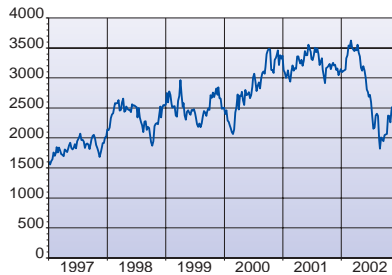


Siderurgia; S7 n° 523
11,65 EURO; conveniente
www.arcelor.com

Grazie al rincaro dell'acciaio Arcelor (nero; base 100) ha battuto l'indice europeo (linea sottile). Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,26	0,26	0,44
UT/az	-1,54	0,55	2,17
P/E	n.s.	21,2	5,4

ASTRA ZENECA (in pence)



Salute e farmacia; S7 n° 511
2.194 pence; corretta
www.astrazeneca.com

Il 2003 dovrebbe essere ancora un'annata difficile per Astra Zeneca. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	49,30	50	52
UT/az	122,65	120	127
P/E	17,9	18,3	17,3

AXA (in euro)



Settore finanziario; S7 n° 511
12,79 EURO; corretta
www.axa.com

L'aggressività di cui ha dato prova Axa dovrebbe sostenere la salita del titolo. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,56	0,57	0,58
UT/az	0,30	0,75	1,30
P/E	42,6	17,1	9,8

BAYER (in euro)



Chimica e farmacia; S7 n° 523
20 EURO; corretta
www.bayer-ag.de

Nonostante il nuovo orientamento strategico Bayer è ancora in difficoltà. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,90	0,90	0,90
UT/az	1,61	0,70	1,25
P/E	12,5	28,6	16

BNP PARIBAS (in euro)

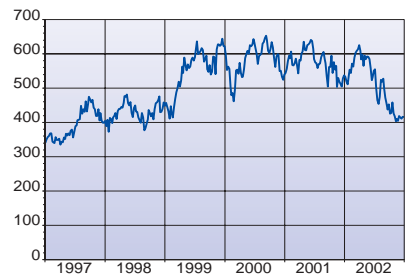


Settore finanziario; S7 n° 524
37,74 EURO; corretta
www.bnpparibas.com

La possibile acquisizione del Crédit Lyonnais pesa sul titolo. Potete mantenere BNP Paribas.

	2001	2002	2003
Div.	1,20	1,25	1,30
UT/az	4,66	4,25	5,5
P/E	8,1	8,9	6,9

BP (in pence)



Energia e servizi; S7 n° 520
415 pence; corretta
www.bp.com

Le continue revisioni degli obiettivi di utile hanno intaccato la credibilità del management. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	15,44	15,70	16,20
UT/az	30,58	25	27
P/E	13,6	16,6	15,4

COMMERZBANK (in euro)



Settore finanziario; S7 n° 524
7,61 EURO; corretta
www.commerzbank.com
Il taglio dei costi non è stato in grado di compensare il calo dei ricavi. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,40	0,40	0,40
UT/az	0,19	-0,26	-0,05
P/E	40	n.s.	n.s.

DANONE (in euro)



Alimentari e bevande; S7 n° 518
126,2 EURO; cara
www.danonegroup.com
Danone si difende bene in una congiuntura economica difficile. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	2,06	2,20	2,40
UT/az	5,68	6	6,51
P/E	22,2	21	19,4

FORTIS (in euro)



Settore finanziario; S7 n° 523
16,22 EURO; conveniente
www.fortis.com
Fortis migliora il suo profilo in vista di un accordo con un altro gruppo. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,66	0,66	0,75
UT/az	2,01	0,45	2,60
P/E	8,1	36	6,2

FRANCE TELECOM (in euro)



Telecomunicazioni; S7 n° 525
16,9 EURO; cara
www.francetelecom.fr
Il successo del nuovo piano di ristrutturazione non è affatto scontato. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	1	0	0
UT/az	-1,01	-2,23	0,40
P/E	n.s.	n.s.	42,3

IBM (in USD)



Alta tecnologia; S7 n° 510
77,36 USD; cara
www.ibm.com
Nel 2002 il gruppo ha resistito meno bene allo scoppio della bolla bi-tech. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,55	0,59	0,63
UT/az	4,35	3,27	3,58
P/E	17,8	23,7	21,6

INTEL (in USD)



Alta tecnologia; S7 n° 518
16,4 USD; cara
www.intel.com
Nel 2003 la ripresa delle vendite del gruppo sarà moderata e l'azione è cara. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,08	0,08	0,09
UT/az	0,19	0,41	0,57
P/E	85,3	40	28,8

LAFARGE (in euro)



Costruzioni e immobili; S7 n° 512
70,65 EURO; corretta
www.lafarge.com
Nonostante i discreti risultati e l'integrazione di Blue Circle, il titolo è sceso. Appropiatene per acquistare.

	2000	2001	2002
Div.	2,30	2,45	2,60
UT/az	5,37	6,65	6,95
P/E	13,2	10,6	10,2

NOKIA (in euro)



Alta tecnologia; S7 n° 525
15,05 EURO; cara
www.nokia.com
L'arrivo sul mercato dell'industria cinese e di Microsoft mettono Nokia in difficoltà. Non acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,27	0,28	0,30
UT/az	0,75	0,76	0,78
P/E	20,2	19,8	19,3

NUMICO (in euro)



Alimentari e bevande; S7 n° 522
11,58 EURO; cara
www.numico.com
Le recenti acquisizioni americane hanno deluso e la ristrutturazione sarà lunga. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,88	0,40	0,40
UT/az	1,11	0,35	0,52
P/E	10,4	33,1	22,3

PFIZER (in USD)

Salute e farmacia; S7 n° 521
29,79 USD; corretta

www.pfizer.com

Secondo noi Pfizer è stata troppo penalizzata dal cattivo andamento del settore. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,44	0,55	0,65
UT/az	1,33	1,60	1,85
P/E	22,4	18,6	16,1

RENAULT (in euro)

Settore automobilistico; S7 n° 514
43,38 EURO; corretta

www.renault.com

Renault ha fatto meglio del suo settore e della media della Borsa. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,92	1	1,30
UT/az	1,90	6,90	8,70
P/E	22,9	6,3	5

SOLVAY (in euro)

Chimica; S7 n° 511
63,55 EURO; corretta

www.solvay.com

La riorganizzazione delle attività dal 2001 ha migliorato la redditività della società. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	1,70	1,85	2,10
UT/az	4,71	5,20	6
P/E	13,5	12,2	10,6

SUEZ (in euro)

Energia e servizi; S7 n° 512
16,3 EURO; conveniente

www.suez-lyonnaise-eaux.fr

Secondo noi Suez ha sofferto troppo del caso Enron e dell'esposizione in Sud America. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0,71	0,78	0,85
UT/az	1,21	1,31	1,50
P/E	13,5	12,4	10,9

THOMSON (in euro)

Alta tecnologia; S7 n° 517
16,15 EURO; corretta

www.thomson-multimedia.com

Ben posizionata, e con solide basi finanziarie, è il gruppo che preferiamo nell'hi-tech. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	0	0,15	0,25
UT/az	1,04	1,48	1,72
P/E	15,5	10,9	9,4

UCB (in euro)

Salute e farmacia; S7 n° 525
29,5 EURO; corretta

www.ucb-group.com

UCB risente delle difficoltà nel settore e della minaccia dei farmaci generici sui suoi prodotti. Mantenere.

	2001	2002	2003
Div.	0,57	0,63	0,68
UT/az	2,21	2,43	2,62
P/E	13,4	12,1	11,3

VIVENDI UNIVERSAL (in euro)

Media e tempo libero; S7 n° 524
15,15 EURO; conveniente

www.vivendiuniversal.com

Il 2003 potrebbe essere l'anno di una nuova partenza per Vivendi. Gli speculatori possono acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	1	0	0
UT/az	0,50	-14,60	-0,05
P/E	30,3	n.s.	n.s.

VODAFONE TELECEL (in euro)

Telecomunicazioni; S7 n° 523
7,8 EURO; corretta

www.telecel.com

Ha visto crescere i suoi margini nonostante la riduzione delle tariffe di interconnessione. Acquistare.

	2001-02	2002-03	2003-04
Div.	0,06	0,19	0,23
UT/az	0,41	0,51	0,56
P/E	18,9	15,2	13,8

VOLKSWAGEN (in euro)

Settore automobilistico; S7 n° 527
34,5 EURO; conveniente

www.volkswagen.com

L'ampliamento e il rinnovamento della gamma dovrebbero favorire la salita del titolo. Acquistare.

	2001	2002	2003
Div.	1,30	1,35	1,40
UT/az	7,68	6,80	7
P/E	4,5	5,1	4,9