

2 Gennaio 2007 – N° 721



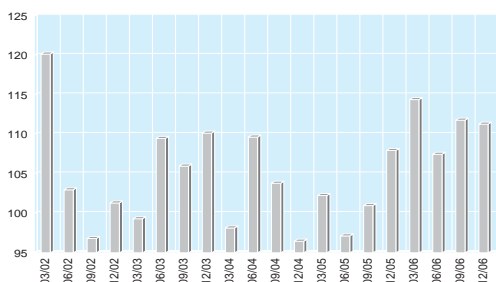
# Soldi Sette

www.soldi.it

## La sfera di cristallo

Magari avercela! Nessun analista finanziario dovrebbe infatti star più a lambiccarsi tra variazioni di indici di mercato, oscillazioni di dati macroeconomici e complessi modelli di valutazione per cercare di capire cosa riserverà, a livello economico, l'anno nuovo. Purtroppo, la sfera di cristallo, nessuno ce l'ha ed è per questo che le opinioni sul futuro dell'economia possono essere molto contrastanti. Noi però, grazie al nostro **indice Soldi Sette sulla fiducia dei risparmiatori italiani**, abbiamo la fortuna di avere uno strumento di giudizio unico in più: voi! E stando alla rilevazione di dicembre, ci sarebbe proprio da che sorridere: la vostra fiducia sul futuro dell'economia, pur abbassandosi lievemente da quota 118,8 a 111,3 – l'indice può variare tra un massimo di 200, sfrenata euforia, a un minimo di 0, pessimismo assoluto, con il 100 a indicare stabilità – resta a uno dei livelli più alti di sempre. Ottimismo che si traduce in un aumento della fiducia sul futuro dei vostri investimenti (da 111 a quota 114,3) e in particolare su quelli a più alto rischio: la voglia di azioni fa infatti un balzo da 101,5 a 107, mentre quella di obbligazioni passa da 106,8 a 108,7 e il desiderio di mattone cala da 106,5 a 105,7. È una sferzata di positività importante che ci fa ancor di più credere che il 2007 possa essere un altro anno di crescita, seppur, probabilmente, a ritmi più blandi di quello appena concluso. Buon anno a tutti.

### OTTIMISMO E SORRISI PER IL 2007



Voi risparmiatori pensate che il 2007 possa essere un altro anno positivo per economia e mercati: è quanto emerge dalla rilevazione dell'Indice Soldi Sette di dicembre.

## MERCATI

# 2007 tra dubbi e speranze

*Nel 2007 la crescita mondiale continuerà a galoppare come ha fatto negli ultimi tre anni? Rallenterà solo? Dobbiamo prepararci a una recessione?*

Molto dipenderà dallo stato di salute degli Usa: secondo i pessimisti la crisi del settore immobiliare e il risanamento della bilancia commerciale determineranno un brusco rallentamento dei consumi da parte delle famiglie americane che farà sprofondare la loro economia e che trascinerà verso la recessione gli Usa e il globo. A parer nostro, invece, una soluzione più dolce dei problemi yankee è possibile: la "dolce planata" dell'economia Usa dovrebbe quindi garantire a tutta l'economia mondiale di continuare a crescere, benché a un ritmo inferiore di quello degli anni scorsi. Questa settimana la consueta tabella relativa alle euroobbligazioni unitamente alle nostre valutazioni sui titoli obbligazionari all'acquisto aggiornate le trovate sul nostro sito internet [www.soldi.it](http://www.soldi.it) alla sezione "obbligazioni", "euroobbligazioni".

pp. 2-5

## AZIONI

# Mercati mondiali

*Dopo un brillante 2006, è ora di guardare avanti. Come costruirsi una strategia d'investimento vincente?*

Se il 2006 si è chiuso bene per le Borse, non è un motivo sufficiente per allentare la guardia. Oggi più che mai, in un'economia sempre più globalizzata, occorre fare attenzione a come investire i propri capitali in Borsa. Le imprese tradizionalmente arroccate nei propri feudi hanno dovuto far fronte a una sempre maggiore concorrenza, ma anche a nuove opportunità di sviluppo in nuovi mercati; senza dimenticare, nel contempo, di tenere sotto controllo i costi per garantirsi un buon livello di redditività. Come scegliere, quindi, le società in cui investire? Fate attenzione soprattutto a tre elementi: il modello di attività della società, la sua politica finanziaria e il grado di "sicurezza" dell'investimento, tenendo conto anche di fattori come le regole di governo societario e il peso dell'investimento nel complesso del vostro portafoglio.

pp. 6-7

# Paure e speranze per l'economia mondiale nel 2007

*Il 2006 è stato ancora una volta brillante per la crescita mondiale che archivia così tre anni di galoppo (+5% in media). Un risultato da incorniciare, ma realizzato al caro prezzo di uno squilibrio crescente tra le diverse aree del Globo. I più pessimisti prevedono che queste divergenze siano destinate a esplodere provocando una recessione mondiale; noi, invece, riteniamo che si possa giungere a un riassorbimento morbido di tali differenze e avere un 2007 meno brillante dell'anno ormai passato, ma comunque in crescita.*

## LA GRANDE INCOGNITA USA SUL DESTINO DELL'ECONOMIA MONDIALE

- Sarà lo sviluppo dell'economia Usa a far pendere la bilancia verso lo scenario di recessione o verso quello di crescita. Gli americani vivono al di sopra dei loro mezzi: le famiglie consumano più di quanto guadagnano, indebitandosi e soddisfacendo la loro fame di acquisti comprando molto dall'estero, mentre lo Stato spende più di quanto non riesca a recuperare con le entrate fiscali. Un comportamento all'origine di quelli che sono stati soprannominati i "debiti gemelli": il *deficit pubblico* (squilibrio tra entrate fiscali e spesa pubblica) e il *deficit commerciale* (squilibrio tra le esportazioni e le importazioni, flussi finanziari compresi).

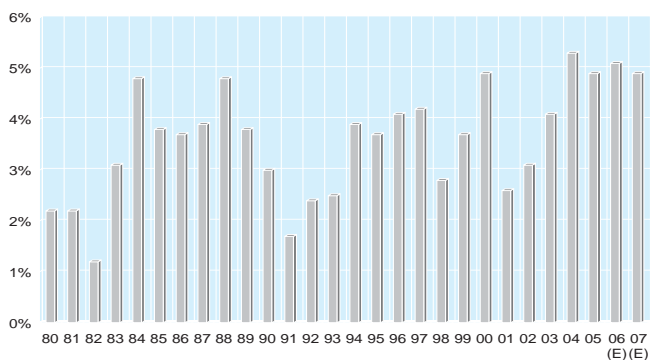
- Di per sé tali *deficit* non rappresentano necessariamente un problema e sinora la comunità internazionale ha dimostrato ottimismo nei confronti dell'economia *yankee*.

Il rallentamento del mercato immobiliare, secondo i più pessimisti, potrebbe far radicalmente cambiare la situazione e rendere il riassorbimento di tali "buchi" drammatico per tutta l'economia mondiale.

### Il mattone traballa

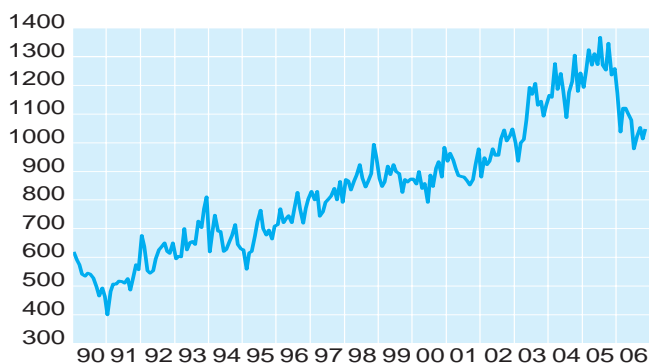
- Il basso livello dei tassi d'interesse ha portato negli ultimi anni a un *boom* del settore immobiliare; il che ha favorito ovviamente l'attività economica e l'occupazione. Negli Usa, dal gennaio 2004, il 20% dei nuovi posti di lavoro è stato creato nel settore delle costruzioni. Tutte le più grandi istituzioni economiche mondiali hanno già da tempo lanciato allarmi sulla sopravvalutazione del mattone, negli Usa, così come in altri Paesi.

### LA CRESCITA ECONOMICA MONDIALE



*Il credito a buon mercato, la crescita del settore immobiliare e l'affermarsi dell'economia cinese, stando ai dati del Fondo Monetario Internazionale, hanno permesso all'economia mondiale di mettere a segno negli ultimi anni dei forti tassi di crescita (dati in percentuale su base annua).*

### ANDAMENTO DELLE VENDITE DI CASE NUOVE NEGLI USA



*Dopo il picco dell'autunno 2005, le vendite di case nuove (valori in migliaia) hanno subito un brusco calo negli Usa nel corso del 2006.*

- Negli Usa, la correzione al ribasso dei prezzi degli immobili è già iniziata. A ottobre le vendite di nuove case sono diminuite del 25,4% rispetto allo stesso mese del 2005 (si veda il grafico *Andamento delle vendite di case nuove negli Usa*), mentre negli ultimi dodici mesi l'investimento residenziale è diminuito del 7,9%, il calo più pronunciato degli ultimi quindici anni. L'impatto immediato del rallentamento di questo mercato è stata la diminuzione dell'occupazione nel settore delle costruzioni, ma le conseguenze sono ben più ampie.

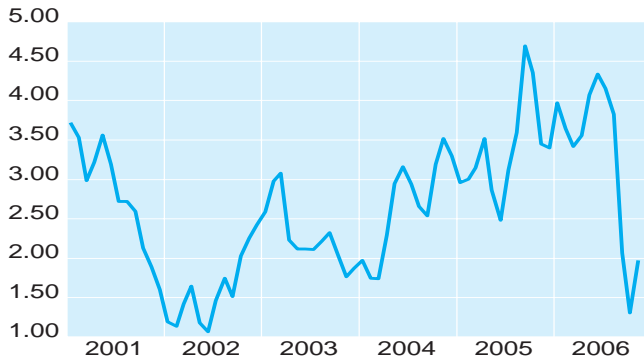
- Per sostenere la loro fame di consumi e recuperare denaro fresco da spendere, gli americani, negli anni passati, hanno ipotecato le loro abitazioni contando sulla rivalutazione di queste ultime. Ora che però il mercato immobiliare è in rallentamento, ciò potrebbe frenare fortemente i loro consumi e quindi la crescita del loro Paese, come già è accaduto nel terzo trimestre del 2006.

### L'opinione delle cassandre

- A tale elemento di preoccupazione se ne aggiunge però un altro. Fino ad ora la fame di consumi americana ha trovato soddisfazione grazie ai beni dei Paesi asiatici, i quali sono stati ben contenti di sostenere la loro crescita economica tramite le esportazioni. Per questa ragione i Paesi asiatici hanno deciso, chi più chi meno, di ancorare la propria moneta al dollaro, finanziando così il *deficit* Usa, ma anche accumulando scorte senza precedenti di titoli di Stato statunitensi.

- Tale situazione non sarà però sostenibile all'infinito. Cosa accadrà allora? A fine anni '70 e '80, gli Usa hanno già conosciuto due lunghi periodi di enormi *deficit commerciali*: ogni volta per riassorbirli è stata indispensabile una forte svalutazione del biglietto verde.

## L'INFLAZIONE NEGLI USA



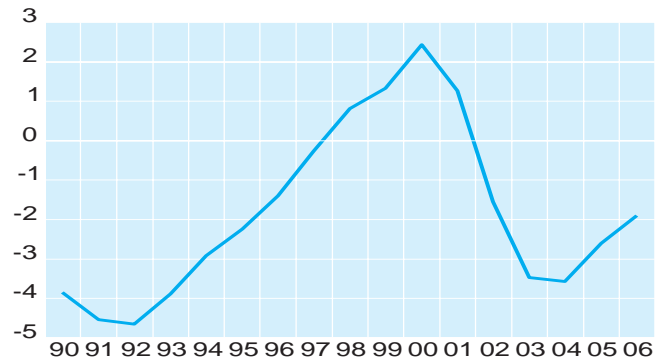
Grazie al netto calo dell'inflazione, la Banca centrale americana, dopo anni di rialzi, potrebbe nel 2007 ridurre i tassi se l'economia Usa dovesse aver bisogno di sostegno.

- Ora, secondo i più pessimisti, tale svalutazione del dollaro, determinerebbe un allontanamento degli investitori internazionali dai titoli americani: la minor domanda farebbe crollare i prezzi e determinerebbe un forte aumento dei tassi d'interesse.
- L'impennata del costo del denaro, assieme al rallentamento del settore immobiliare, che sarebbe quindi ulteriormente accentuato, finirebbe per scoraggiare il consumatore Usa, sgonfiando la sua "fame di acquisti" e facendo così implodere l'economia di questo Paese.
- Senza contare che il rallentamento economico, a sua volta, farebbe aumentare il protezionismo a danno del commercio mondiale: le altre aree economiche del Globo non potrebbero resistere a lungo alle turbolenze commerciali e finanziarie scaturite dall'arresto della locomotiva americana e finirebbero, quindi, per soffrirne a loro volta.

### Consumatori Usa ottimisti

- La battuta di arresto del settore immobiliare minaccia però davvero il consumatore americano, pilastro della crescita mondiale? In realtà, nonostante il rallentamento della crescita, nel terzo trimestre del 2006 gli acquisti di beni sono aumentati del 6%, segno che gli americani continuano a guardare al futuro con fiducia. A parer nostro, a ragione.
- Il tasso di disoccupazione Usa, al 4,5% della popolazione in età lavorativa, è comunque vicino al minimo storico del 2001; e questo buon andamento del mercato del lavoro favorisce la crescita dei salari. Dopo un 2005 in chiaroscuro, infatti, nel 2006 il reddito disponibile *reale* degli americani (già scontato dell'inflazione) è aumentato del 3% annuo.
- E a ciò si aggiunge il netto ribasso dei prezzi dei carburanti e dell'energia in seguito alla discesa dei prezzi del greggio. Un calo che, da solo, corrisponde all'equivalente di un beneficio di 100 miliardi di dollari per l'insieme delle famiglie americane e che controbilancia, almeno in parte, il cattivo andamento del mercato immobiliare.
- Inoltre, visto il calo negli ultimi mesi, l'inflazione non dovrebbe destare più grandi preoccupazioni (si veda il grafico *L'inflazione negli Usa*): nel caso di un rallentamento troppo brusco della crescita americana potrebbe quindi intervenire la Fed (la Banca centrale americana) correggendo al ribasso i propri tassi ufficiali d'interesse.

## DEFICIT PUBBLICO NEGLI USA



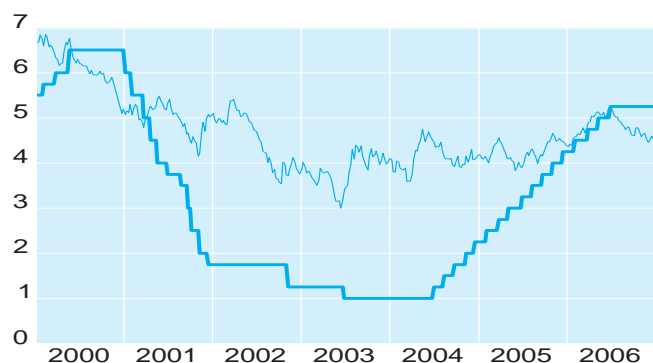
Dopo aver mantenuto un bilancio positivo dei conti pubblici tra il 1998 e il 2001, gli Usa dal 2002 al 2004 hanno visto conti sempre più in rosso (nel grafico il rapporto deficit pubblico/Pil), ma ora cercano di tornare virtuosi.

- Uno scenario non così impossibile a giudicare dalle aspettative dei mercati finanziari: i tassi d'interesse a lungo termine, attualmente al 4,5%, si stanno infatti dirigendo verso il 4%, come erano a fine 2003 e 2004 (si veda grafico *Tassi ufficiali e tassi a lungo termine negli Usa*). Quelli a lunga sono i tassi da cui dipendono in gran parte le condizioni dei prestiti americani: il costo del credito non solo non è aumentato in modo significativo, ma per le famiglie americane continua a mantenersi su livelli storicamente bassi.
- In questa situazione, il consumatore Usa, pur in una posizione meno favorevole che in passato, ha più ragioni per restare ottimista e continuare a sostenere la domanda interna tramite i suoi acquisti, che ragioni per disperare.
- Questo, assieme al miglioramento delle situazioni dei "deficit gemelli", dovrebbe scongiurare il problema dell'eccessiva svalutazione del dollaro e sventare a nostro parere lo scenario catastrofico predetto dalle *Cassandra*.

### L'atterraggio morbido

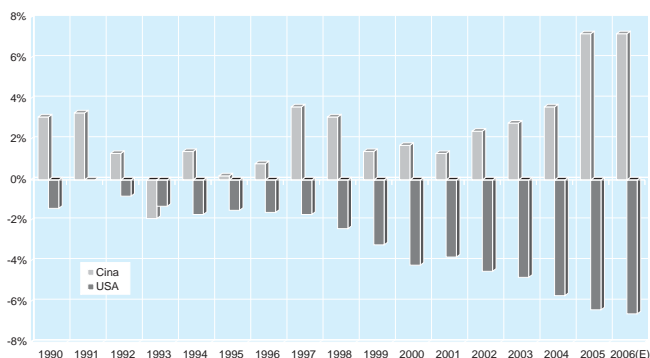
- Negli Usa, infatti, lo Stato sembra intenzionato a mettere freno alla crescita del *deficit pubblico*. Dopo averlo lasciato correre nel 2003 e nel 2004 (si veda grafico *Deficit pubblico negli Usa*), nel 2005 lo ha contenuto al 3% del Pil (prodotto interno lordo) e le previsioni sono di una riduzione dello stesso al 2% nel 2006 e 2007; un livello di cui si accontenterebbero volentieri diversi Paesi di *Eurolandia*. Il primo dei "deficit gemelli", sembra quindi aver imboccato ormai la strada della virtù.

## TASSI UFFICIALI E TASSI A LUNGO TERMINE NEGLI USA



La forte salita dei tassi ufficiali americani (in percentuale; linea in grassetto) dal giugno 2004 ha contribuito a contenere i tassi a lungo termine (in percentuale; linea sottile) che restano di fatto a livelli accettabili.

## SALDO DELLA BILANCIA COMMERCIALE IN CINA E USA



Le esportazioni cinesi verso gli Usa hanno un impatto importante sulle bilance commerciali dei due Paesi. In percentuale del rispettivo Pil, il buco di quella americana (barre più scure) ha continuato a crescere negli ultimi anni, mentre quella cinese (barre più chiare) si è stabilizzata in terreno positivo.

- Anche l'altro *deficit* americano, quello della bilancia commerciale, potrebbe però essere corretto senza misure drastiche. Se infatti la fiammata dei prezzi del petrolio è stato uno dei fattori all'origine del suo aggravamento, la recente discesa dell'oro nero – e quindi dei costi per importare l'energia – dovrebbe determinare un miglioramento della bilancia commerciale Usa, tanto più che, approfittando della debolezza del dollaro, anche le esportazioni americane stanno ritrovando competitività.
- Un fenomeno che dovrebbe essere favorito anche da un mutato atteggiamento di politica economica da parte della Cina, uno dei grandi fornitori degli Usa, che si sta impegnando a sviluppare un mercato interno degno di questo nome. In effetti, finora, i consumi delle famiglie cinesi hanno inciso sulla creazione del *Pil* del loro Paese per appena il 41% contro il 71% degli Usa. Le politiche che il Governo ha in progetto d'adottare (ne parliamo diffusamente più avanti) dovrebbero però garantire la ripresa di tale domanda interna, in modo da rendere nel tempo quest'economia meno dipendente dalle esportazioni e dal mercato americano in particolare (si veda grafico *Saldo della bilancia commerciale in Cina e Usa*).
- Un elemento in più quindi nel processo che, secondo noi, dovrebbe portare al riassorbimento degli squilibri globali e garantire, da un lato, una "planata morbida" dell'economia Usa e, dall'altro, il mantenimento di una crescita interessante per l'economia del globo.

## IL RESTO DEL MONDO

Occhi puntati sugli Stati Uniti, quindi, ma attenzione anche agli altri Paesi e ai rapporti che tra le loro economie si sono sviluppati negli ultimi anni e che potrebbero permettere a certe regioni di mantenere una crescita di tutto rispetto. Vediamo cosa dobbiamo aspettarci da queste zone, cominciando dall'Europa.

### Il risveglio del consumatore europeo

- Negli ultimi anni, i consumi delle famiglie hanno rappresentato il motore della crescita nella maggior parte dei Paesi di *Eurolandia*.
- La Germania, invece, ha puntato sulle esportazioni, divenute più competitive in seguito a diversi anni di

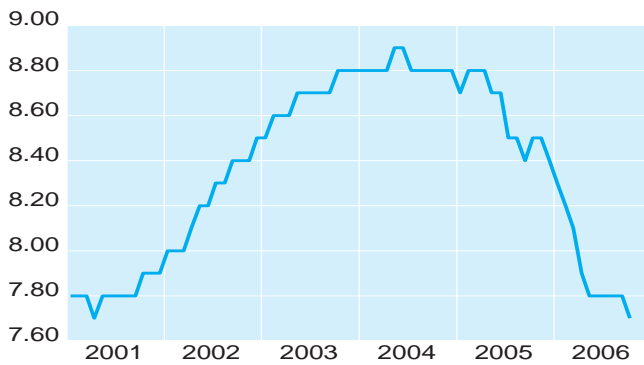
moderazione salariale, ed è diventata una delle economie più importanti sotto questo profilo. Non solo, ma nel 2006, approfittando della riforma del mercato del lavoro e del calo della disoccupazione, i consumatori tedeschi hanno ritrovato un certo ottimismo e quindi hanno cominciato a spendere di più.

- Con un +2,8% nel terzo trimestre, la crescita tedesca ha superato quella media europea e, di colpo, grazie a questa iniezione di fiducia, anche tutti gli indicatori macroeconomici sulla futura crescita di tutta la zona euro si sono "orientati al bello".
- La disoccupazione di Eurolandia, in ottobre al 7,7% della popolazione in età lavorativa, è al livello più basso dal 2001 (si veda grafico *Tasso di disoccupazione nella zona euro*), mentre la crescita economica ha raggiunto il 2,7% nel terzo trimestre.
- Altra buona notizia è poi il calo del prezzo del petrolio che ha contribuito al controllo dell'inflazione (all'1,8% in novembre).
- L'Europa dispone quindi oggi di un'opportunità unica. Inflazione sotto controllo e tassi d'interesse ancora a livelli medio-bassi dovrebbero ridurre i tassi di risparmio delle famiglie e spingere quindi i consumi, sostenendo la domanda interna e la crescita economica.
- Certo, il rallentamento dell'economia americana può pesare sulle esportazioni europee, ma le conseguenze non dovrebbero essere drammatiche. L'Europa esporta già più verso l'Asia che verso gli Stati Uniti e questo fenomeno, vista anche la ripresa della domanda interna dei Paesi asiatici a cui abbiamo già accennato, dovrebbe rafforzarsi.
- L'Europa ha dunque i mezzi per partecipare al riequilibrio dell'economia mondiale, divenendo uno dei motori della sua crescita.

### E quello del consumatore asiatico

- L'Asia potrebbe essere la vera sorpresa del 2007. Se è vero infatti che le esportazioni restano al centro dei modelli di crescita di numerosi Paesi della regione, è anche vero che l'importanza della domanda interna non fa che crescere. In India rappresenta già il principale motore dell'economia, ma, in generale, i consumi delle famiglie asiatiche crescono almeno due volte più velocemente di quelli delle famiglie americane, rendendo questo un mercato importante e molto dinamico. Seguendo l'esempio del Giappone, molti Paesi asiatici guardano quindi sempre di più ai loro vicini e meno al mercato americano.
- Come dicevamo in precedenza, poi, questa tendenza potrebbe essere rafforzata dal rilancio dei consumi interni della Cina, la più grande economia della zona. I cinesi non hanno una vera previdenza sociale: la sanità, la scuola e i pensionati rappresentano quindi un costo importante per le famiglie che possono disporre solo dei loro risparmi per far fronte a tali problemi. Da quando nel 1979, poi, è stato introdotto il controllo delle nascite con la *politica del figlio unico*, il tasso di risparmio dei cinesi è cresciuto fortemente: non si poteva infatti più contare sul fatto che, come in precedenza, i numerosi figli si occupassero della vecchiaia dei loro genitori. Oggi il loro tasso di risparmio si avvicina al 50% del Pil.

## TASSO DI DISOCCUPAZIONE NELLA ZONA EURO



Il miglioramento del mercato del lavoro europeo (disoccupazione; espressa in percentuale della popolazione in età lavorativa) dovrebbe assicurare i consumatori europei, spingendoli a spendere di più e l'economia del Vecchio continente ne dovrebbe beneficiare.

- Il potenziamento della sicurezza sociale e la maggiore facilità di accesso ai prestiti sono manovre che il Governo cinese vuole adottare e che secondo noi dovrebbero aumentare la fiducia delle famiglie cinesi e spingerle così a risparmiare meno e consumare di più.
- Senza considerare che al raggiungimento di tale obiettivo potrebbero giocare fattori demografici, comuni anche a altri Paesi dell'area, come lo sviluppo della classe media e l'invecchiamento di una buona parte della popolazione. Nel contesto di tali riforme e del progresso economico, infatti, entrambi questi gruppi sociali dovrebbero diminuire il proprio tasso di risparmio a vantaggio dei consumi. Tali popolazioni sembrano dunque essere "condannate" anche dalla loro demografia a consumare di più, rendendo più che mai l'Asia e tutta l'area del Pacifico il terzo motore dell'economia mondiale.

## Paesi emergenti in equilibrio sul filo

- L'aumento dei tassi d'interesse negli Usa e in Europa e il calo dei prezzi delle materie prime avrebbero dovuto rendere il 2006 un *annus horribilis* per i mercati emergenti. Malgrado un momento critico a maggio/giugno, che ha messo sotto pressione le loro economie e le loro monete, la sostanziale stabilizzazione dei tassi d'interesse a lungo termine delle principali economie mondiali ha giocato a favore di questi Paesi. Non solo, ma una fiammata nei tassi di interesse all'orizzonte ci sembra poco probabile vista la stabilizzazione dei prezzi del greggio che contribuisce al controllo dell'inflazione.
- Una buona notizia per questi Paesi che dovrebbero continuare a beneficiare di interessanti condizioni di finanziamento e a cogliere i frutti delle politiche di risanamento finanziario attuate negli ultimi anni. L'incertezza sull'andamento futuro dei prezzi delle materie prime, fattore importante per le economie di questi Paesi, rimane però un pesante elemento di rischio: solo se tali prezzi dovessero stabilizzarsi a livelli elevati, i Paesi emergenti potrebbero, contro tutte le attese, mettere a segno un buon 2007.

ALLA FIN FINE,  
CHE FARE CON GLI INVESTIMENTI?

- Dopo quattro anni consecutivi di forte crescita, l'economia mondiale dovrebbe comportarsi meno bene nel 2007.

Crediamo però che un "atterraggio morbido" dell'economia americana sia possibile; il che dovrebbe permettere a altre regioni, e all'economia mondiale nel suo insieme, di continuare a crescere a livelli interessanti.

- Una scommessa che ha ovviamente delle implicazioni importanti anche per i nostri portafogli: "l'atterraggio morbido" scongiura infatti il tracollo del dollaro americano e ciò ci porta a considerare l'attuale debolezza del biglietto verde come transitoria. La moneta e l'economia americana, infatti, restano comunque uniche per dimensioni e per dinamismo a più lungo termine. Il dollaro può dunque avere il suo posto anche nei vostri portafogli.
- Crediamo pure nel potenziale di crescita del mercato asiatico e più in generale di tutta l'area del Pacifico. Questi Paesi, oltre a beneficiare di una crescente domanda interna, dispongono di importanti riserve monetarie in moneta estera e attuano delle politiche economiche sane che permettono loro di essere meno rischiosi che in passato.
- Costatazione che vale allo stesso modo per un buon numero di Paesi emergenti, anche se molti di loro restano esposti agli umori dei mercati del credito e alle fluttuazioni di quelli delle materie prime. Siamo quindi più prudenti in questo caso e non ve li consigliamo per un investimento né azionario né obbligazionario. Soprattutto per le azioni tenete infatti presente che sistemi giudiziari opachi, la mancanza d'indipendenza dalle autorità politiche, le lacune legislative e giudiziarie, che caratterizzano spesso questi Paesi, attribuiscono all'investimento in tali società un grado di rischio aggiuntivo che va al di là di quello legato alla loro situazione contabile/finanziaria in senso stretto.
- Infine, terminando questo viaggio a casa nostra, pur compiacendoci del ritrovato dinamismo dell'economia europea, riteniamo che l'euro sia sopravvalutato nei confronti di diverse monete.
- Per quanto riguarda le Borse del Vecchio continente, queste ci sembrano ormai nel loro insieme care o correttamente valutate: cerchiamo quindi di diversificare il nostro portafoglio puntando al di fuori della zona euro. In particolare verso Londra e Sidney, che restano Piazze convenienti, e verso New York.
- Per quanto riguarda le obbligazioni, consigliamo quelle in euro in percentuali importanti solo a chi ha un profilo di rischio molto basso. Tutti gli altri possono invece sfruttare la forza dell'euro nei confronti delle altre valute per puntare su una rivalutazione di quest'ultime: i mercati obbligazionari svedese e australiano restano interessanti insieme a quello Usa.
- Per sapere come comporre il vostro portafoglio a seconda del vostro profilo di rischio (prudente, neutro o dinamico) e del vostro orizzonte temporale d'investimento (5, 10 o 20 anni) potete contattare il nostro servizio di consulenza telefonica: da martedì 10 gennaio, dopo la pausa per le festività, tornerà attivo sempre allo 02/6961577 e sempre dal martedì al venerdì dalle 9 alle 12.
- Altrimenti, se preferite, potete già trovare le stesse informazioni sul nostro sito internet [www.soldi.it](http://www.soldi.it), "cliccando" sulla sezione *investire, come, dove, quanto*.

# Investire in mercati globalizzati

**Il 2006 si è chiuso bene per le Borse, ma un rallentamento potrebbe essere dietro l'angolo. In questo scenario, come costruirsi una strategia vincente?**

## Ancora un anno in crescita

• Nonostante il momento critico alla fine del 1° semestre, le principali Borse mondiali hanno chiuso il 2006 in modo largamente positivo (vedi a pagina 8). I buoni dati macroeconomici, combinati a risultati societari superiori alle attese, hanno sostenuto le Borse. Negli Usa i consumi delle famiglie e gli investimenti delle imprese hanno sostenuto l'economia. In Europa, la crescita economica annua supera le attese grazie alla Germania. Tuttavia il rafforzamento dell'euro ha reso più fragili i titoli dei gruppi europei più presenti negli Usa, come **Bmw** (+17,28%), **Renault** (+32,63%) o **Ing** (+14%).

• Il settore *utility* si è distinto con una crescita del 38%: la liberalizzazione e l'attesa crescita degli investimenti spingono ad accordi e fusioni. Le offerte iniziate nel 2006, come quella di *E.On* su *Endesa* e di *Iberdrola* (+45%) su **Scottish Power** (+37,11%) non si sono però ancora concluse. Da parte sua **Enel** (+16,99%), guardando con troppa insistenza a **Suez** (+43,85%), l'ha spinta verso *Gaz de France*.

• Anche i servizi finanziari europei (+22%) hanno messo a segno una bella crescita. La ripresa delle Borse ha favorito i profitti sia nell'attività di *trading* sia in quella di *consulenza*. **Ubs** e **Deutsche Bank** hanno guadagnato rispettivamente il 18% e 23,03%; in Italia, **Unicredit** chiude a +13,99%. Anche in questo settore i movimenti di fusione non sono mancati: se da noi ha tenuto banco la fusione tra **Banca Intesa** (+22%) e **SanPaolo** (+26%), all'estero i gruppi più importanti hanno continuato a svilupparsi al di fuori dei mercati nazionali. **Dexia** (+7%) ha puntato sulla Turchia, mentre **Bnp Paribas** (+21%) ha acquisito *Bnl*. L'aumento dei tassi a breve termine nella zona euro ha finito però per pesare sulla banca al dettaglio, come nel caso di **Fortis** (+21%) e **Ing** (+14%). Nelle assicurazioni **Axa** (+13,03%) ha acquisito la svizzera *Winterthur*.

• Nel settore siderurgico (+43%) *Arce-lor* è entrata nell'orbita di **Mittal** (+47,8%). Quanto a **Corus** (+81%) è stata oggetto di offerta da parte sia della brasiliana *Csn* sia dell'indiana *Tata Steel*. La concentrazione nel settore è dovuta alla necessità di migliorare la redditività per finanziare l'espansione nei Paesi emergenti. La maggior domanda e il rincaro dei prezzi hanno assicurato nel 2005 e 2006 i mezzi finanziari necessari.

• Con un guadagno di "solo" il 16%, gli operatori *telecom* restano in uno stato di convalescenza, anche se i titoli si sono ripresi negli ultimi mesi. I timori di una transizione tecnologica (telefonia via internet, *wifi*) o quelli suscitati dall'arrivo a maturità della telefonia mobile si sono un po' attenuati alla luce dei risultati degli operatori. **Telefonica** (+27%) beneficia del favorevole clima dell'economia in Spagna e dei buoni risultati in America del Sud. **Vodafone** (+13,5%) si è mostrata generosa verso gli azionisti pagando un dividendo straordinario. **Deutsche Telekom** si ferma a -1,7% anche a causa del *profit warning*.

• Il rallentamento della crescita della domanda di petrolio attesa nel 2007 e le difficoltà dell'*Opec* nel controllare l'offerta hanno finito per pesare sul prezzo del greggio. Ciò nonostante, il settore petrolifero guadagna l'8%. La maggior parte dei gruppi approfitta delle importanti liquidità accumulate per acquistare azioni proprie. È il caso di **Total** (+3,8%), **Exxon** (+32%), **BP** (-8%) e **Royal Dutch Shell** (+3,8%). Nel quadro di un importante accordo di cooperazione con *Gazprom* **Eni** (+8%) guarda ora alle attività in Russia. **BP** ha invece dovuto far fronte a numerosi incidenti che, oltre a far aumentare i costi, penalizzano i ricavi.

• Il settore farmaceutico (+1%) continua a soffrire della concorrenza dei generici e dell'incertezza sulla produttività della ricerca e sviluppo. **Pfizer** (+10,5%) ha annunciato l'insuccesso del suo farmaco contro il colesterolo. **Ucb** (+34%) ha rafforzato il portafoglio di prodotti e ha potenziato la ricerca e sviluppo acquistando, a caro prezzo, la tedesca *Schwarz Pharma*.

**AstraZeneca** (-3%) è crollata dopo l'abbandono di un farmaco destinato a trattare i problemi vasco-cerebrali. I contrattempo nel lancio dei nuovi farmaci hanno pesato su **GlaxoSmithKline** (-9%), anche se secondo noi solo temporaneamente. Dopo aver sofferto nel 2004 e nel 2005 del ritiro del *Vioxx*, **Merck** (+36%) ha rialzato la testa, ma resta rischiosa.

• Ristrutturazioni in programma nel settore auto (+11%). **General Motors** (+55%), **Fiat** (+95,6%) e **Volkswagen** (+91%) hanno continuato le riduzioni dei costi e le riorganizzazioni della gamma. **Renault** (+32,6%), forte del dinamismo delle vendite, ha presentato il suo ambizioso piano di rilancio.

## Uno scenario più ampio

• E adesso, che ci riserva il futuro? Da una ventina d'anni siamo di fronte a una vera e propria globalizzazione dei mercati. La rivoluzione delle tecnologie, che ha portato al successo di internet, ha abolito le distanze favorendo anche il commercio *online*. Un fenomeno che si è poi accentuato con il risveglio di Paesi emergenti come Cina, India, Brasile e Russia, che rappresentano potenziali minacce (a livello di concorrenza) ma anche opportunità (a livello di sbocchi).

• Ormai il "terreno di gioco" è planetario e di fronte alle molteplici pressioni le società finiscono per perdere i loro punti di forza "storici". Un esempio emblematico è quello di **Nokia** (+1%) che, in seguito al rafforzamento della concorrenza asiatica (*Samsung*), ha finito per vacillare. Anche **Coca-Cola** (+19%) ha perso un po' del suo smalto, mentre altri gruppi hanno saputo adeguarsi di più ai cambiamenti delle abitudini dei consumatori.

• Le società che reagiscono meglio alla globalizzazione sono quelle che hanno adottato una strategia che si regge su tre pilastri principali. Il primo è la *rifocalizzazione sulle attività di base*. Per essere più competitive le società si concentrano su uno o due settori in cui sperano di potersi difendere meglio, anticipando il più possibile l'evoluzione del mercato. Il secondo è la *difesa dei mar-*

*gini di guadagno.* A questo scopo le riduzioni dei costi assumono un ruolo centrale e spesso si ricorre anche al subappalto di una parte dell'attività e allo spostamento della produzione verso Paesi dove la manodopera è meno cara. Infine, *l'internazionalizzazione.* L'espansione all'estero permette di approfittare della crescita elevata di regioni come l'Asia o l'America Latina. In certi casi, però, può rappresentare anche un passaggio obbligato. Nel settore farmaceutico, ad esempio, il livello elevato dei costi di sviluppo delle nuove molecole fa sì che nessun mercato, da solo, rappresenti uno sbocco sufficientemente redditizio. Una società che ha adottato questa strategia su tre assi è la francese **Danone** (+28,5%) che si è rifocalizzata sulle sue attività di base, realizza quasi il 50% del fatturato fuori dell'Europa occidentale e si sta sviluppando in modo pronunciato in Cina, Indonesia, Russia, Messico e Usa.

- L'adozione di questa strategia comporta diversi cambiamenti nella struttura dei gruppi. Da una parte, porta a cessioni di attività non strategiche, come nel caso di **Total** (+3,8%) che ha venduto la sua attività chimica (*Arkema*). Dall'altra, favorisce le fusioni e le acquisizioni, sempre più frequenti grazie anche alle condizioni di finanziamento particolarmente favorevoli, per beneficiare della liberalizzazione di alcuni settori o per entrare più rapidamente su mercati emergenti.

- Un altro fenomeno che si è affermato quest'anno è quello dei fondi di investimento che acquistano società quotate per migliorarne il profilo e poi rivenderle con profitto. La francese **Vivendi** (+13%) è stata uno degli obiettivi di quest'anno, ma nessuna offerta si è poi concretizzata. Altre volte questi fondi si limitano ad acquisire una partecipazione ma in modo da influire sul *management*, come il fondo **Blackstone** entrato nel capitale di **Deutsche Telekom** (-1,7%).

- Nel complesso, valutando tutti gli sforzi fatti negli ultimi venti anni, possiamo dire che le società europee hanno migliorato sensibilmente la loro competitività sulla scena internazionale. In particolare, la produttività è aumentata a un ritmo più sostenuto dei salari, il che spiega, in gran parte, gli abbondanti utili degli ultimi anni.

## Il settore come riferimento

L'evoluzione di utili e dividendi, e di conseguenza del titolo, dipende meno che in passato dall'economia dei Paesi d'origine delle società. Il che spiega, almeno in parte, la crescente mancanza di correlazione tra il modesto andamento delle economie europee e quello più dinamico degli utili delle società. Una società si definisce quindi sempre più in base alla presenza settoriale, anche se rimane importante la presenza, o meno, sui mercati emergenti, aree caratterizzate sì da una crescita economica più elevata, ma anche più rischiose.

## Le nuove fragilità

- L'internazionalizzazione delle attività comporta, nella maggioranza dei casi, anche una gestione più complessa: le società che possono proporre un unico prodotto a livello mondiale sono sempre più rare. Si deve infatti tener conto della molteplicità dei gusti e delle culture dei consumatori, nonché delle diverse regolamentazioni locali. Non è scontato nemmeno il successo della crescita attraverso fusioni e acquisizioni, che si rivelano spesso meno proficue delle attese. Nel 2003, ad esempio, l'olandese **Numico** (+15,6%) ha dovuto lasciare il mercato americano delle vitamine, dove si era dimostrata troppo ambiziosa. Lo stesso è accaduto a **Vodafone** (+13,5%) che nel 2006 ha dovuto ammettere il fallimento della sua strategia in Giappone.

- Anche l'andamento caotico del commercio mondiale può essere all'origine di decisioni sbagliate a livello di investimento. Molte società, ad esempio, sbagliate dalla forte crescita americana alla fine del ventesimo secolo, hanno investito eccessivamente nelle tecnologie dell'informazione. E la storia ha dato loro torto con dei risvegli difficili, soprattutto nelle *telecom*.

- Infine, le pressioni finanziarie esercitate in alcuni casi dagli stessi azionisti possono spingere il *management* ad abbandonare prospettive e scelte di lungo termine per cercare di favorire i risultati immediati. Un comportamento che, in casi limite, può portare anche a comportamenti fraudolenti. Gli investitori non hanno dimenticato gli scandali *Enron*, *WorldCom*, *Parmalat* o *Lernout & Hauspie*.

## L'investitore che deve fare?

- Considerando tutti i rischi che minacciano le società, il compito dell'investitore non è affatto facile. Tre sono secondo noi le grandi variabili a cui fare attenzione, magari contando anche sul nostro aiuto settimanale.

- *Business model.* Ci riferiamo agli impegni presi dalla società per assicurarsi un soddisfacente flusso di utili. A lungo si è creduto che un buon livello di ricerca e sviluppo o la creazione di un'immagine forte avrebbero consentito di mantenersi a galla. Ma non è affatto scontato. Da un lato, si rafforza la concorrenza anche nella ricerca e sviluppo; dall'altro, un recente studio ha mostrato che non si può stabilire un rapporto diretto tra la ricerca e sviluppo e i risultati finanziari. Altro mito da sfatare è che la *leadership* rappresenti sempre un indiscusso vantaggio. Ad esempio *Yahoo!*, che aveva soppiantato *Aol*, è attualmente in difficoltà a causa dell'arrivo di *Google*. In conclusione, l'investitore deve comprendere la logica commerciale che guida una società e cercare di valutare se ha i mezzi per perseguirla.

- *Politica finanziaria.* A nostro avviso, una buona gestione finanziaria passa anche attraverso la distribuzione di dividendi o l'acquisto di azioni proprie. Negli ultimi anni, le società hanno del resto rispolverato la tradizione di distribuire dividendi e nel 2006 gruppi come **Mittal** (+47,8%) o **Heineken** (+33%) l'hanno rafforzata. Attenzione alla recente tendenza delle società a congelare massicciamente gli investimenti, come nel caso dei gruppi petroliferi che esitano a investire i loro abbondanti utili. Senza investimenti adeguati una società mette a rischio il suo futuro e quello dei suoi azionisti.

- *Sicurezza.* Dopo il moltiplicarsi di casi di frodi e malversazioni che hanno lasciato senza difesa gli azionisti, abbiamo dato sempre maggior importanza alle regole di governo societario; ne teniamo conto, in particolare, nel calcolare l'indicatore di rischio. Inoltre, oggi più che mai, non investite troppo in un singolo titolo. Non confondete la crescita degli utili con la valutazione di un'azione: una società può avere prospettive brillanti, ma se il titolo ne tiene già conto non rappresenta una buona occasione d'acquisto.

## MILANO (S&P MIB)

[www.borsaitalia.it](http://www.borsaitalia.it)

Grazie a conti societari in ripresa e a movimenti di consolidamento, soprattutto nel settore finanziario, Piazza Affari registra un 2006 positivo, ma non tra i più brillanti in Europa. Il listino di casa nostra si è così riportato sui valori di inizio 2001 ed è correttamente valutato; potete quindi dedicargli una parte del vostro portafoglio.



## LONDRA (FTSE ALL SHARE)

[www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

Nell'anno appena concluso la Borsa di Sua Maestà si è mossa a piccoli passi, rallentando il ritmo brillante degli anni precedenti. A maggior ragione, anche ai livelli attuali il listino britannico è conveniente e merita un posto in portafoglio; potete scegliere tra i fondi o tra le molte azioni consigliate all'acquisto.



## PARIGI (CAC 40)

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

Se nella prima parte dell'anno la Borsa parigina ha zoppicato, nel secondo semestre si è ripresa brillantemente portando a casa un risultato in linea con l'Europa. Il listino d'Oltralpe resta correttamente valutato, limitatevi a mantenere; tra i singoli titoli ci sono però occasioni d'acquisto in diversi settori (finanza, auto, telecom).



## AMSTERDAM (AEX)

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

Il cammino di ripresa della Borsa olandese, che non ha ancora recuperato le perdite degli anni precedenti, si sta rivelando più lento di quello fatto registrare dalle "colleghe" europee. Nel complesso è correttamente valutata e non merita un acquisto, ma potete puntare su singoli titoli che offrono interessanti occasioni d'investimento.



## MADRID (SE General)

[www.bolsamadrid.es](http://www.bolsamadrid.es)

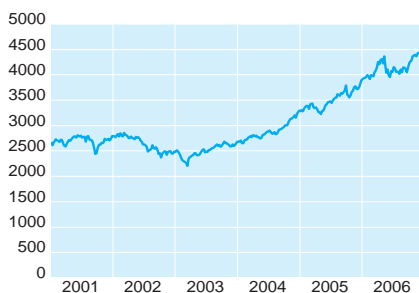
Il listino iberico si è decisamente preso una rivincita e dopo due anni in chiaroscuro si aggiudica la palma d'oro del 2006. Il rialzo è infatti superiore a tutte le altre Borse europee, complice il fermento nel settore energetico. Ciò nonostante, anche ai livelli attuali la Borsa di Madrid rimane correttamente valutata: mantenete.



## SIDNEY (S&P/ASX 100)

[www.asx.com.au](http://www.asx.com.au)

Dopo un triennio da record, il 2006 si è rivelato molto più discontinuo, con alti e bassi degni di un canguro. Ciò nonostante, il risultato finale è ancora una volta superiore a quello del Vecchio continente. Il progresso sembra non essere finito: Sidney rimane convenienti, dedicategli parte dei vostri investimenti.



## FRANCOFORTE (DAX 30)

[www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com)

Il listino di Francoforte, tradizionalmente più "volatile" della media europea, anche quest'anno non si è smentito: se negli anni di crisi era la pecora nera del Vecchio continente, nel 2006 ha realizzato uno dei migliori rialzi. Rialzi perfino eccessivi: la Borsa tedesca è infatti cara e anche a livello di singoli titoli le occasioni scarseggiano.



## NEW YORK (S&P 500)

[www.nyse.com](http://www.nyse.com)

Finalmente il principale mercato d'Oltreoceano è tornato a segnare il bel tempo, dopo due anni passati sostanzialmente al palo. Un progresso che però non deve spingere a facili entusiasmi: la crescita economica futura non è scontata. La Borsa è comunque correttamente valutata e può trovare un posto nel vostro portafoglio.



## TORONTO (S&P/TSX Comp.)

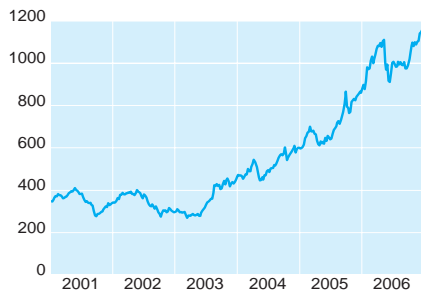
[www.tsx.com](http://www.tsx.com)

Nel 2006 Toronto ha tirato il freno, chiudendo a livelli poco lontani dai valori di inizio anno. È però vero che la Borsa canadese aveva sofferto meno di altre negli anni precedenti e, ai livelli attuali, è già ben al di là dei valori 2001 che altre Borse ancora stentano a raggiungere. Il listino è correttamente valutato, potete mantenere.



## ACCIAIO

Quarto anno di crescita per il settore, che beneficia sia di elementi fondamentali (crescita della domanda, soprattutto nei Paesi emergenti, e programmazione della produzione) sia di una componente speculativa. Per migliorare la redditività e investire dove la domanda è più dinamica la tendenza è al raggruppamento (come *Mittal* che ha assunto il controllo di *Arcelor*).



## BANCHE E ASSICURAZIONI

Buona la crescita dei profitti nel 2006, soprattutto nella banca d'investimento (commissioni per le operazioni di nuove quotazioni, fusioni, acquisizioni, compravendita di azioni e obbligazioni). Nelle assicurazioni anche il ramo danni si è ben comportato (andamento favorevole dei sinistri). Nella banca al dettaglio, invece, la crescita dei tassi pesa sul margine d'interesse.



## PETROLIO E GAS

Da luglio, il prezzo del petrolio non fa che scendere (si prevede un calo della domanda e l'Opec fatica a controllare l'offerta) e i costi industriali e gli oneri fiscali sono strutturalmente in crescita. Ciò nonostante, gli attori del settore si sono difesi bene, realizzando nel 2006 dei profitti *record*. Hanno inoltre moderato gli investimenti a vantaggio degli acquisti di azioni proprie.



## ALTA TECNOLOGIA

Nonostante la crescita dei profitti soprattutto nei Paesi emergenti, il settore ha subito il timore di un rallentamento mondiale nel 2007 (legato ai prezzi elevati del petrolio e al rallentamento della crescita Usa). I produttori di semiconduttori hanno sofferto più dei gruppi di infrastrutture telecom, che approfittano del *boom* degli investimenti per rimodernare le reti.



## DISTRIBUZIONE

L'inizio è stato difficile, ma l'anno è stato abbastanza positivo negli Usa e, soprattutto, in Europa. La congiuntura è stata favorevole e le temute guerre dei prezzi non si sono verificate (margini in ripresa). Per i prossimi anni diversi gruppi del settore puntano molto sulle economie di scala (con acquisizioni e aperture di nuovi punti vendita) e sulla crescita del fatturato.



## TELECOMUNICAZIONI

I risultati degli operatori tengono e si attenuano i timori di una transizione tecnologica troppo brusca (partenza della telefonia su internet, *WIFI*). Per fidelizzare gli abbonati, i grandi operatori giocano la carta delle offerte combinate (TV, internet, telefonia fissa e mobile). In Europa le prospettive di riduzioni dei costi hanno ugualmente sostenuto la salita del settore.



## AUTO

C'è sì stato un calo alla fine del primo semestre, in seguito all'incertezza (passeggera) sull'evoluzione delle condizioni del credito in Europa e Usa, ma il settore chiude l'anno con una nota positiva. Di fronte al negativo andamento dei mercati europei e Usa e alla forte concorrenza asiatica, la maggioranza dei produttori riesce a reagire tagliando ancora i costi di produzione.



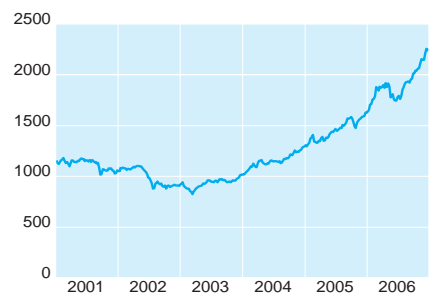
## FARMACEUTICO

Andamento di Borsa 2006 più modesto di quello del 2005: l'indice mondiale chiude l'anno dove l'aveva iniziato, quindi peggio della media delle Borse, nonostante i movimenti di concentrazione tra vari attori di medie dimensioni. La concorrenza dei generici non si attenua e le Autorità che devono omologare i nuovi prodotti ne frenano la loro commercializzazione.



## UTILITY

In vista della liberalizzazione completa del settore dell'elettricità e gas a luglio, i gruppi del settore dei servizi alle collettività moltiplicano i progetti di fusione. Inoltre, grazie all'aumento dei prezzi di gas e elettricità, hanno abbondante liquidità. I gruppi di *utility* contano di uscire rafforzati dalla concentrazione e di approfittare delle buone prospettive del settore.



## AEM (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 2.51 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.07	0.07	0.08
UT/AZ	0.18	0.19	0.20
P/E	13.94	13.21	12.55



Edison fa bene ai conti di Aem. Anche se i dettagli son tutti da definire, giudichiamo positivamente il progetto di fusione con Asm Brescia.

## Alitalia (in EUR)

Industrie e servizi vari

Borsa di Milano • 0.99 EUR

Rischio: ⑤ ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.00	0.00	0.00
UT/AZ	-0.15	0.00	0.01
P/E	0.00	0.00	99.00



Il Governo intende cedere buona parte delle azioni in suo possesso, tuttavia la strada della privatizzazione rimane irta di ostacoli.

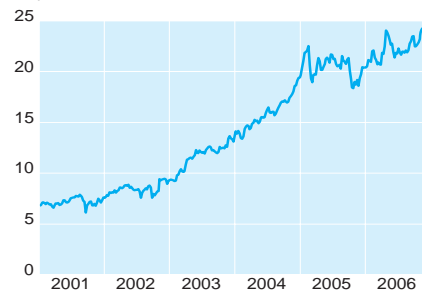
## Autostrade (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 21.69 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.58	0.60	0.61
UT/AZ	1.18	1.23	1.24
P/E	18.38	17.63	17.49



Fallita la fusione con Abertis, la società guarda a Est per crescere. Le nuove norme generano però incertezza sulla sua redditività futura.

## B. Pop. Milano (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 13.19 EUR

Rischio: ① ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.17	0.19	0.20
UT/AZ	0.94	1.02	1.10
P/E	14.03	12.93	11.99



Nel riassetto del panorama bancario italiano, è rimasta una delle poche "prede" disponibili: una prospettiva che sembra far bene al titolo.

## Banca Intesa (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 5.60 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	0.22	0.28	0.29
UT/AZ	0.39	0.47	0.49
P/E	14.36	11.91	11.43



Protagonista di una delle maggiori fusioni dell'anno, che ha creato un nuovo colosso bancario, il titolo in Borsa ha navigato a gonfie vele.

## Beni Stabili (in EUR)

Costruzioni e immobili

Borsa di Milano • 1.20 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.02	0.02	0.02
UT/AZ	0.03	0.05	0.05
P/E	36.36	26.67	22.22



Dopo un momento di incertezza, grazie anche alle risorse raccolte dall'emissione della nuova obbligazione, il titolo ha ripreso quota.

## Bulgari (in EUR)

Beni di consumo

Borsa di Milano • 10.74 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.26	0.27	0.27
UT/AZ	0.43	0.46	0.51
P/E	24.98	23.35	21.06



Fatturato 2006: probabile un +10%. Promette bene la diversificazione su profumi e accessori oltre che sui tradizionali gioielli e orologi.

## Campari (in EUR)

Alimentari e bevande

Borsa di Milano • 7.56 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.10	0.10	0.10
UT/AZ	0.47	0.45	0.50
P/E	16.09	16.80	15.12



I buoni risultati ottenuti grazie all'incremento delle vendite e alle nuove acquisizioni di marchi hanno sostenuto l'andamento del titolo.

## Capitalia (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 7.14 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.21	0.22	0.23
UT/AZ	0.41	0.49	0.60
P/E	17.41	14.57	11.90



Dopo il boom a inizio anno il titolo ha rallentato, in attesa di conoscere come si evolverà nel nuovo panorama italiano: preda o predatore?

## Cremonini (in EUR)

Alimentari e bevande

Borsa di Milano • 2.42 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	0.23	0.23	0.23
UT/AZ	0.40	0.40	0.50
P/E	6.13	6.07	4.85



Gli appalti conquistati e le nuove concessioni ottenute garantiscono alla società ottime prospettive di crescita economica in futuro.

## Enel (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 7.82 EUR

Rischio: ① ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.54	0.52	0.54
UT/AZ	0.56	0.54	0.56
P/E	13.96	14.48	13.96



Enel non riesce a crescere in Europa occidentale e per questo vira a Est con una politica di piccole acquisizioni rivelatasi per vincente.

## ENI (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 25.59 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	1.30	1.40	1.45
UT/AZ	2.70	2.70	2.60
P/E	9.48	9.48	9.84



I risultati solidi e l'annuncio di una rafforzata collaborazione con il gigante russo Gazprom hanno sostenuto il titolo nel 2006.

## Fastweb (in EUR)

Alta tecnologia

Borsa di Milano • 43.43 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.00	0.00	0.00
UT/AZ	-0.05	1.83	1.27
P/E	0.00	23.73	34.20



Il prezzo dell'azione è stato volatile, in balia di voci di mercato e non dei dati di bilancio. Il 2007 sarà l'anno del ritorno all'utile?

## Fiat (in EUR)

Settore automobilistico

Borsa di Milano • 14.46 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.15	0.30	0.46
UT/AZ	0.70	1.30	1.85
P/E	20.66	11.12	7.82



Dopo i tagli ai costi, è stato il successo della Punto a rilanciare il titolo nel 2006, ma gli obiettivi di redditività sono poco ambiziosi.

## Finmeccanica (in EUR)

Industrie e servizi vari

Borsa di Milano • 20.57 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.40	0.48	0.57
UT/AZ	1.97	1.20	1.42
P/E	10.44	17.14	14.49



La società continua a aggiudicarsi importanti commesse: per quanto ambiziosi, gli obiettivi di crescita da qui al 2010 sono credibili.

## Generali (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 33.45 EUR

Rischio: ① ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.65	0.78	0.93
UT/AZ	2.08	2.24	2.51
P/E	16.08	14.93	13.33



Nell'anno dell'acquisizione di Toro il titolo ha raggiunto nuovi massimi, complici le voci (smentite) di Opa dall'estero o dall'Italia.

## Iride (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 2.48 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.06	0.07	0.09
UT/AZ	0.12	0.15	0.18
P/E	20.67	16.53	13.78



Aem Torino e Amga si sono fuse per dar vita alla nuova utility del Nord Ovest: Iride. La società punta a rafforzarsi con altre acquisizioni.

## Italcementi (in EUR)

Costruzioni e immobili

Borsa di Milano • 21.49 EUR

Rischio: ① ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.33	0.33	0.33
UT/AZ	1.88	2.48	2.65
P/E	11.43	8.67	8.11



Pur sostenuto dai buoni risultati delle società acquisite e dalle vendite negli Usa il titolo subisce il calo dei profitti in Europa.

## Luxottica (in EUR)

Salute e farmacia

Borsa di Milano • 23.49 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.29	0.29	0.29
UT/AZ	1.13	1.30	1.41
P/E	20.75	18.10	16.67



Le numerose acquisizioni in estremo Oriente e negli Stati Uniti e le nuove licenze ottenute di recente spingono ancora il titolo al rialzo.

## Mediaset (in EUR)

Media e tempo libero

Borsa di Milano • 9.03 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.43	0.43	0.43
UT/AZ	0.48	0.51	0.55
P/E	18.81	17.71	16.42



2006 difficile per il gruppo, che in cerca di nuovi sbocchi per la seconda volta ha tentato (invano) l'assalto al mercato TV tedesco.

## Parmalat (in EUR)

Alimentari e bevande

Borsa di Milano • 3.26 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.00	0.00	0.02
UT/AZ	0.04	0.08	0.12
P/E	93.14	40.75	27.17



Dopo la lunga crisi il gruppo è sulla via del risanamento e guarda alle cause intentate negli Usa nella speranza di rimpinguare le casse.

## Pirelli & C. (in EUR)

Industrie e servizi vari

Borsa di Milano • 0.76 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.02	0.02	0.03
UT/AZ	0.06	0.07	0.07
P/E	12.67	11.69	10.86



Pirelli ha continuato a trasformarsi in holding con Telecom Italia come prima attività; il che non fa sperare in una ripresa dei risultati.

## San Paolo - IMI (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 17.33 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	0.57	0.57	0.57
UT/AZ	1.12	1.15	1.17
P/E	15.47	15.07	14.81



Nonostante l'opposizione del socio Santander la fusione con Intesa va avanti, e i due titoli in Borsa sono ormai legati a filo doppio.

## Snam Rete Gas (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 4.31 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.17	0.18	0.18
UT/AZ	0.23	0.27	0.28
P/E	18.74	15.96	15.39



Slitta a tempo indeterminato la privatizzazione della società. Snam avrà un ruolo importante nell'accordo di Eni con la russa Gazprom.

## Telecom Italia (in EUR)

Telecomunicazioni

Borsa di Milano • 2.30 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.15	0.15	0.15
UT/AZ	0.16	0.17	0.18
P/E	14.38	13.53	12.78



Il debito elevato ha pesato sul titolo e ha contribuito, almeno in parte, a spingere alle dimissioni il presidente del gruppo.

## Unicredit (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 6.68 EUR

Rischio: ① ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	0.24	0.26	0.27
UT/AZ	0.49	0.56	0.67
P/E	13.63	11.93	9.97



Ormai smaltiti anche gli strascichi polacchi dell'acquisizione di Hvb, il titolo prosegue la sua corsa verso nuovi obiettivi in Europa.

## Unipol (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 2.73 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	0.12	0.12	0.12
UT/AZ	0.16	0.18	0.19
P/E	17.06	15.17	14.37



L'incertezza sulla sorte dei capitali raccolti per la fallita Opa su Bnl ha penalizzato il titolo, ma ora c'è il nuovo piano industriale.

### Adidas Group (in EUR)

Beni di consumo

Borsa di Francoforte • 37.69 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.35	0.45	0.60
UT/AZ	2.40	2.75	3.40
P/E	15.70	13.71	11.09



Nonostante i Mondiali di calcio il titolo, già ad elevati livelli di prezzo, ha sofferto della difficile integrazione di Reebok.

### Alcatel-Lucent (in EUR)

Alta tecnologia

Borsa di Parigi • 10.91 EUR

Rischio: ④ ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.18	0.20	0.22
UT/AZ	0.61	0.58	0.69
P/E	17.89	18.81	15.81



Il mercato ha ben accolto i nuovi orientamenti del gruppo a livello geografico (uscita dal Giappone) e gli acquisti di azioni proprie.

### BP (in p.)

Energia e servizi

Borsa di Londra • 571.50 p.

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	21.58	23.64	24.86
UT/AZ	61.63	64.30	65.00
P/E	9.27	8.89	8.79



Il peggiorato clima degli affari in Russia e i problemi industriali hanno pesato sul titolo nel 2006; esageratamente secondo noi.

### BT Group (in p.)

Telecomunicazioni

Borsa di Londra • 306.50 p.

Rischio: ④ ➤ MANTENERE

	2006-07	2007-08	2008-09
Div.	13.50	14.00	14.50
UT/AZ	21.70	22.70	23.30
P/E	14.12	13.50	13.15



Finalmente nel 2006 la Borsa ha premiato i solidi risultati messi a segno dal gruppo britannico negli ultimi due anni.

### Ciba Specialty (in CHF)

Chimica

Borsa di Zurigo • 81.25 CHF

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	3.00	3.00	3.20
UT/AZ	4.78	5.27	6.24
P/E	17.00	15.42	13.02



Il miglioramento, a partire dal secondo trimestre 2006, di due divisioni su tre è incoraggiante e il piano per il 2009 promette molto bene.

### Coca-Cola (in USD)

Alimentari e bevande

Borsa di New York • 48.54 USD

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	1.24	1.30	1.40
UT/AZ	2.30	2.50	2.70
P/E	21.10	19.42	17.98



Gli sforzi del management cominciano a dare frutti, mentre il dollaro debole dovrebbe rendere più competitive le sue esportazioni.

### Dexia (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Bruxelles • 20.82 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	0.58	0.63	0.68
UT/AZ	2.59	2.20	2.47
P/E	8.04	9.46	8.43



La crescita costante dei risultati e le voci di acquisizioni sostengono il titolo dopo il calo di maggio legato all'aumento di capitale.

### Fortis (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Bruxelles • 32.68 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	1.00	1.10	1.20
UT/AZ	3.64	4.06	4.26
P/E	8.98	8.05	7.67



Il titolo beneficia della ristrutturazione nelle attività assicurative in Olanda e della espansione internazionale del gruppo.

### General Motors (in USD)

Settore automobilistico

Borsa di New York • 30.62 USD

Rischio: ⑤ ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	1.00	1.00	2.00
UT/AZ	4.10	5.20	5.50
P/E	7.47	5.89	5.57



Dopo aver sfiorato il fallimento, il gruppo si è ripreso grazie ai tagli ai costi, ma le vendite tardano a ritrovare una crescita durevole.

## GlaxoSmithKline (in p.)

Salute e farmacia

Borsa di Londra • 1340.00 p.

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	48.00	52.00	54.00
UT/AZ	95.00	101.00	109.00
P/E	14.11	13.27	12.29



Dei contrattempi nella ricerca e sviluppo hanno pesato sul titolo, ma il gruppo può contare su un portafoglio di farmaci di qualità.

## InBev (in EUR)

Alimentari e bevande

Borsa di Bruxelles • 49.74 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.45	0.53	0.60
UT/AZ	2.30	2.60	2.90
P/E	21.63	19.13	17.15



L'andamento della redditività, in anticipo sugli obiettivi del gruppo, ha permesso al titolo di continuare a ben progredire.

## Input / Output (in USD)

Energia e servizi

Borsa di New York • 13.75 USD

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.00	0.00	0.15
UT/AZ	0.31	0.53	0.60
P/E	44.35	25.94	22.92



Il titolo beneficia della ripresa degli investimenti delle compagnie petrolifere nell'esplorazione di nuovi giacimenti.

## Intel (in USD)

Alta tecnologia

Borsa di Nasdaq • 20.42 USD

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.40	0.45	0.51
UT/AZ	0.86	1.15	1.30
P/E	23.74	17.76	15.71



La ripresa del concorrente AMD ha fatto tremare il titolo Intel all'inizio dell'anno, ma la sua recente salita lascia ben sperare.

## Mittal Steel (in EUR)

Siderurgia

Borsa di Amsterdam • 32.23 EUR

Rischio: ④ ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	1.20	1.30	1.30
UT/AZ	4.20	4.60	4.90
P/E	7.67	7.01	6.58



Dopo una lunga battaglia borsistica, Mittal ha acquisito il controllo di Arcelor in un momento favorevole per i gruppi siderurgici.

## Nestlé (in CHF)

Alimentari e bevande

Borsa di Zurigo • 436.00 CHF

Rischio: ② ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	10.00	11.00	12.00
UT/AZ	23.50	25.80	28.40
P/E	18.55	16.90	15.35



Nestlé continua a aumentare i margini di guadagno sui suoi prodotti, mantenendo al contempo un buon controllo sui costi.

## Pfizer (in USD)

Salute e farmacia

Borsa di New York • 26.07 USD

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	0.96	1.15	1.20
UT/AZ	2.05	2.21	2.26
P/E	12.72	11.80	11.54



Il titolo, su cui già pesava la perdita di brevetti, è stato eccessivamente penalizzato dall'arresto dello sviluppo del Torcetrapib.

## Scottish Power (in p.)

Energia e servizi

Borsa di Londra • 748.00 p.

Rischio: ① ➤ MANTENERE

	2006-07	2007-08	2008-09
Div.	178.60	30.00	32.00
UT/AZ	43.50	49.00	51.50
P/E	17.20	15.27	14.52



L'Opa recentemente lanciata sul gruppo da Iberdrola e i suoi solidi risultati industriali hanno fatto crescere molto il titolo nel 2006.

## Solvay (in EUR)

Chimica

Borsa di Bruxelles • 115.00 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	2.40	2.40	2.55
UT/AZ	9.20	8.80	8.21
P/E	12.50	13.07	14.01



Nella farmacia le prospettive sono migliorate (più sbocchi per il Tricor e buoni risultati del Bifeprunox), ma il titolo le sopravvaluta.

### Suez (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Parigi • 38.25 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	2.15	1.30	1.43
UT/AZ	2.10	2.50	2.69
P/E	18.21	15.30	14.22



La prospettiva di una fusione con GDF e il rialzo dell'offerta di scambio hanno dato nuovo slancio al titolo nella seconda metà dell'anno.

### Telefónica (in EUR)

Telecomunicazioni

Borsa di Madrid • 16.16 EUR

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	0.60	0.75	0.85
UT/AZ	1.05	1.20	1.32
P/E	15.39	13.47	12.24



La forte crescita in America Latina, coniugata alla buona resistenza delle attività del gruppo in Spagna, ha sostenuto il titolo.

### Time Warner (in USD)

Media e tempo libero

Borsa di New York • 22.00 USD

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	0.21	0.25	0.28
UT/AZ	1.00	1.12	1.20
P/E	22.00	19.64	18.33



Il dinamismo nei cavi e la riorganizzazione della divisione internet fanno aumentare la fiducia degli investitori nel titolo Time Warner.

### UBS (in CHF)

Settore finanziario

Borsa di Zurigo • 73.85 CHF

Rischio: ① ➤ ACQUISTARE

	2006	2007	2008
Div.	2.25	2.50	2.75
UT/AZ	6.11	7.35	7.73
P/E	12.09	10.05	9.55



Strategia dinamica e mercati finanziari ben orientati sono all'origine dei bei risultati nella banca d'investimento e gestioni patrimoniali.

### UCB (in EUR)

Salute e farmacia

Borsa di Bruxelles • 52.00 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.68	0.70	0.70
UT/AZ	1.90	1.40	1.53
P/E	27.37	37.14	33.99



L'acquisizione di Schwarz Pharma migliora le prospettive a lungo termine e il profilo di rischio di UCB, ma il titolo è già salito molto.

### Vestas Wind (in DKK)

Industrie e servizi vari

Borsa di Copenhagen • 238.00 DKK

Rischio: ④ ➤ VENDERE

	2006	2007	2008
Div.	0.00	0.00	3.01
UT/AZ	3.61	8.56	12.06
P/E	65.93	27.80	19.73



Nel corso del 2006 il titolo ha continuato a beneficiare del crescente interesse per le energie alternative e per l'eolica in particolare.

### Vivendi (in EUR)

Industrie e servizi vari

Borsa di Parigi • 29.64 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	1.10	1.20	1.30
UT/AZ	2.00	2.14	2.30
P/E	14.82	13.85	12.89



Nel corso del 2006 il titolo è stato sostenuto soprattutto dalle voci di acquisizione da parte di alcuni fondi di investimento.

### Vodafone Group (in p.)

Telecomunicazioni

Borsa di Londra • 142.00 p.

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2006-07	2007-08	2008-09
Div.	22.30	7.90	8.90
UT/AZ	12.08	12.61	13.24
P/E	11.75	11.26	10.73



Recentemente il mercato ha ben accolto i nuovi orientamenti a livello geografico (uscita dal Giappone) e gli acquisti di azioni proprie.

### Volkswagen (in EUR)

Settore automobilistico

Borsa di Francoforte • 85.88 EUR

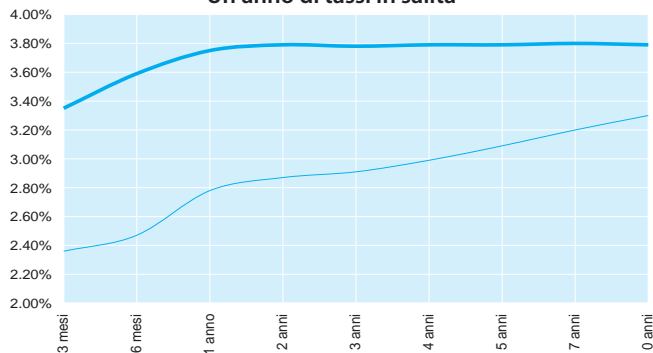
Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2006	2007	2008
Div.	1.30	1.40	1.52
UT/AZ	6.00	6.60	8.00
P/E	14.31	13.01	10.73



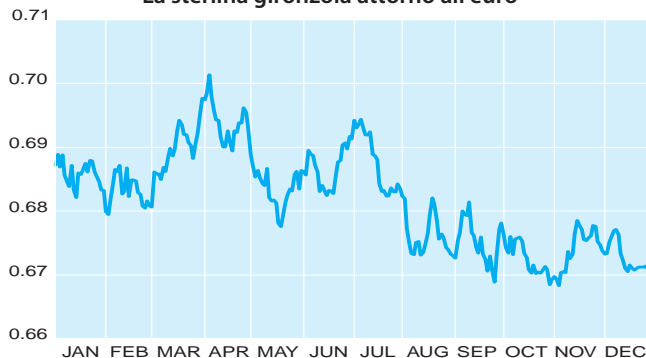
L'azione ha spiccato il volo grazie alla riuscita ristrutturazione e alle voci di un'offerta, improbabile secondo noi, da parte di Porsche.

## Un anno di tassi in salita



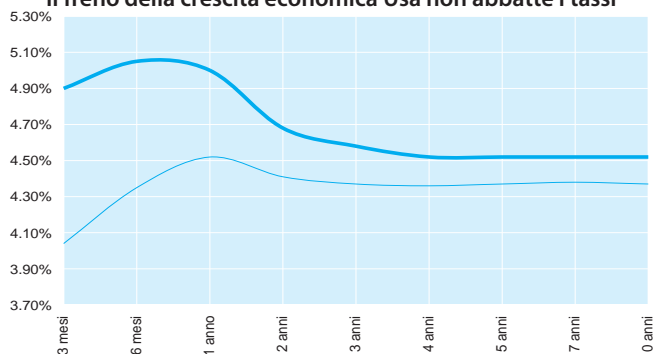
I cinque rialzi dei tassi ufficiali apportati dalla Banca centrale europea nel 2006 e la ripresa economica nel Vecchio continente han spinto all'insù i tassi (in neretto quelli di oggi, linea sottile un anno fa) di tutte le scadenze.

## La sterlina gironzola attorno all'euro



Lo scorso anno la sterlina ha oscillato attorno quota 0,68 nei confronti dell'euro, senza registrare grandi variazioni. La valuta di sua maestà sembra dunque aver trovato un suo equilibrio su quella comunitaria.

## Il freno della crescita economica Usa non abbatte i tassi



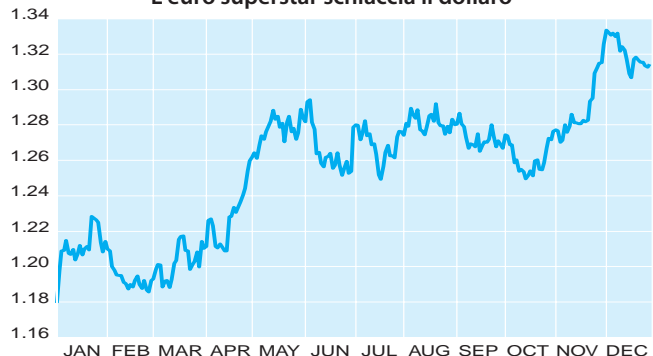
Nonostante il rallentamento della crescita economica americana che potrebbe indurre la Banca centrale a ribassare i propri tassi ufficiali, i tassi Usa di tutte le scadenze han chiuso il 2006 in salita rispetto al 2005.

## La sofferenza del dollaro australiano



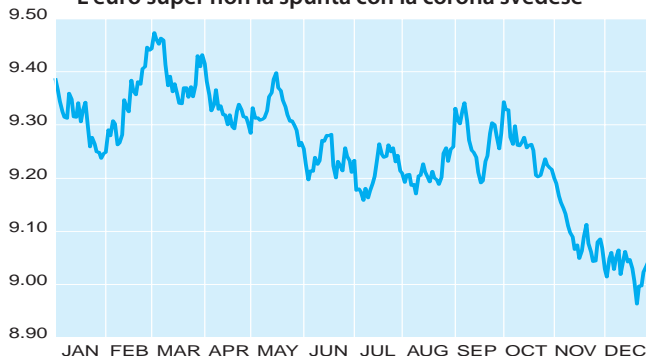
La discesa registrata nel corso del 2006 rende il dollaro australiano ancora più interessante per i vostri investimenti. Nel medio termine ci attendiamo infatti un discreto recupero sulla nostra moneta.

## L'euro superstar schiaccia il dollaro



L'euro ha chiuso il 2006 rifilando una sonora batosta al dollaro. Il fenomeno però rende gli investimenti azionari e obbligazionari oggi ancora più interessanti per gli investitori europei.

## L'euro super non la spunta con la corona svedese



L'euro superstar ha battuto un po' tutte le monete, ma non è riuscito a superare la corona svedese che, al contrario, gli ha tenuto testa per tutto il 2006. Continuate a investire in obbligazioni in corone svedesi.

### ©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 Datastream - Abbonamento annuale a Soldi Sette: 185,80 €. Abbonamento annuale a Soldi Sette + Fondi Comuni: 243,60 €. 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.

Analisti mercato italiano e rispettive aree di competenza: Alessandra Bigoni: tecnologico, strumenti di risparmio gestito; Pietro Cazzaniga: lusso, tessile, alimentare, compagnie aeree, strumenti di risparmio gestito; Danilo Magno: energia, gas, aziende industriali, strumenti di risparmio gestito; Pia Miglio: costruzioni, alimentari, aziende industriali, strumenti di risparmio gestito; Rodolfo Selvaggi: mercati obbligazionari, valute, fondi pensione; Michela Sirtori: bancario, assicurazioni, media, aziende industriali, telecom. Per le analisi dei mercati esteri Soldi Sette collabora con un gruppo di organizzazioni di consumatori europee con cui ha standardizzato le metodologie di analisi a cui cede, e di cui riprende, alcuni contenuti. La rete è così composta:

Euroconsumers S.A. avenue Guillaume 13b, L-1651 Luxembourg. Test-Achats S.C. rue de Hollande 13, 1060 Bruxelles. Deco Proteste, Editores, Lda. Av. Eng.º Arantes e

Oliveira, n.º 13, 1.º B, 1900-221 Lisboa. Ocu Ediciones S.A., C/Albarracín, 21-28037 Madrid. Editions scientifiques et techniques consommateurs France sa 44 Rue Lafayette - 75009 Paris

Le analisi pubblicate da Soldi Sette sono sempre redatte in autonomia secondo metodologie liberamente consultabili all'indirizzo <http://www.soldi.it/map/show/720010.htm>. Le analisi non vengono mai preventivamente inviate all'emittente gli strumenti finanziari oggetto di valutazione e, pertanto, non vengono mai modificate su richiesta di quest'ultimo.

La retribuzione del personale coinvolto nella produzione dell'informazione finanziaria non è in alcun modo collegata all'andamento dello strumento oggetto di analisi. Tutti i consigli, azionari e obbligazionari, se non diversamente specificato, vengono reconsiderati e, se necessario aggiornati, settimanalmente sulla rivista. I prezzi delle azioni sono quelli di chiusura in Borsa, modalità "last" dell'ultimo giorno di quotazione della settimana commentata, così come riportati da Datastream. I prezzi delle obbligazioni sono quelli "denaro" riportati dal circuito Reuters il venerdì alle ore 9, mentre i cambi sono quelli di chiusura del giovedì.

Stampa: Graphicscalve s.r.l. - Vilminore di Scalve (Bg). Reg. Trib. Milano n.º 631 del 30.08.1991. Direttore responsabile: Vincenzo Somma.