

Dopo anni di crescita il 2007 si è rivelato difficile per le Borse, ma non tutte hanno viaggiato alla stessa velocità. Anche tra i settori c'è chi corre e chi frena. **pp. 7-8**

Fine d'anno, tempo di tirare le somme. In un colpo d'occhio, ecco com'è andato il 2007 per le principali azioni italiane e estere della nostra selezione. **pp. 9-15**

La crisi dei *subprime* ha costretto le Banche centrali a intervenire tramite la propria politica monetaria. Come hanno reagito i tassi d'interesse? E le valute? **p. 16**

1 Gennaio 2008 – N° 769

ALTROCONSUMO
Indipendenti, efficaci, dalla tua parte

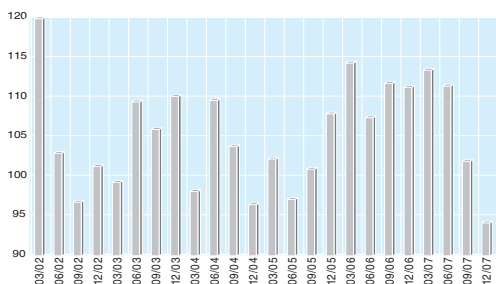
Soldi Sette

www.soldi.it

Esagerati!

Non stiamo facendo i salutisti con chi tra voi ha voluto godersi un po' più di panettone. Piuttosto si tratta della nostra reazione (comunque bonaria) osservando i dati di dicembre dell'**Indice Soldi Sette**, l'unico in grado di catturare le attese in campo economico di voi risparmiatori italiani. Stando alle vostre aspettative, il 2008 dovrebbe essere un anno difficile: l'indice è sceso da quota 102 a quota 94,2. Per la prima volta dopo più di due anni, il valore si è portato in zona pessimista: l'indice può oscillare tra un massimo di 200, sfrenato ottimismo, e 0, pessimismo più cupo, con quota 100 a fare da spartiacque. È vero, è in atto un rallentamento dell'economia Usa che, verosimilmente, si ripercuoterà anche su quella europea: ma non si tratta di recessione! L'economia è un po' come una macchina che sta percorrendo un rettilineo: nei mesi scorsi ha viaggiato a una velocità di 100 chilometri all'ora. Ora, invece, la sua andatura sarà un po' più lenta e viaggerà a 80 chilometri all'ora. Il che significa che la nostra automobile non si è affatto fermata, né tantomeno ha ingranato la retromarcia. Semplicemente ha ridotto la sua andatura, ma continua a progredire. Non c'è dunque bisogno di disperarsi. E questo, in realtà, lo pensate voi stessi: nonostante tutto, la vostra voglia d'investire è infatti in crescita (indice da 110,3 a 112,9). E in particolare è in lieve salita (indice da 101,3 a 101,5) la voglia di puntare sulle azioni: diverse occasioni in "saldo" sui mercati ci sono, ve le presentiamo da pagina 9 a pagina 15. Un buon 2008, di cuore, a tutti.

UN 2008 A DENTI STRETTI



Cala notevolmente la fiducia dei risparmiatori italiani sull'andamento dell'economia nel 2008: questo il risultato della rilevazione di dicembre dell'Indice Soldi Sette.

MERCATI

Usa protagonisti

Nel bene e nel male gli Usa sono stati motore e freno dell'economia mondiale negli anni passati. Il rallentamento dell'economia americana potrebbe coinvolgere anche altre economie.

L'anno appena trascorso si è chiuso all'insegna dell'incertezza. Dopo lo scossone estivo causato dai *subprime*, i mercati si sono comportati con circospezione, attendendo gli interventi delle Banche centrali e in alcuni casi, come negli Stati Uniti, chiedendoli a gran voce per tamponare la crisi finanziaria che ha coinvolto alcune grandi banche. Conseguenza del terremoto e della fine dei prestiti facili è stato il rallentamento del settore immobiliare. Partito dagli Usa, il rallentamento è arrivato in Europa, ma con esiti meno drammatici. I consumi negli Usa, che sostengono l'economia, sono destinati a rallentare e tutte le economie mondiali, comprese quelle del Sud-Est asiatico, potrebbero risentirne. **pp. 2-4**

AZIONI

Borse e finanza

Nella prima parte del 2007 vari listini hanno toccato i loro massimi storici: guadagni annullati, in parte o in tutto, negli ultimi sei mesi. Tra i protagonisti di questi movimenti ci sono stati due "soggetti" poco conosciuti al grande pubblico: private equity e fondi sovrani.

Le società di *private equity* operano nel finanziamento di imprese tramite ingresso nel loro capitale. Lo scopo è aumentare il valore delle società finanziate, per poi rivenderle o quotarle in Borsa. Gli acquisti sono fatti con soldi presi a debito: facilità e convenienza del credito sono essenziali per la loro operatività. Condizioni presenti nella prima parte del 2007 e che i *private equity* hanno sfruttato: le loro acquisizioni hanno sostenuto i rialzi delle Borse. Con la crisi dei mutui *subprime*, ottenere finanziamenti è però diventato più difficile: una mazzata per i *private equity* e per le società finanziarie più in difficoltà. A fornire "denaro fresco" sono allora intervenuti i fondi sovrani: operano come i *private equity*, ma con i soldi degli Stati cui fanno capo. Sono soggetti poco trasparenti, ma la loro importanza potrebbe aumentare nei mesi a venire. **pp. 5-6**

Economia a rischio di rallentamento

Negli ultimi anni l'economia mondiale ha vissuto un periodo di grande prosperità: dal 2002 la crescita media è stata del 4,6% annuo. Anche se la globalizzazione ha favorito lo sviluppo di molti Paesi, soprattutto asiatici, l'economia statunitense è ancora considerata la locomotiva mondiale. Il rallentamento partito dagli Usa negli ultimi mesi potrebbe di conseguenza contagiare anche il resto del mondo.

I tassi hanno ripreso a salire... per poi scendere

- Dopo un periodo, iniziato nel 2001, caratterizzato da bassi tassi d'interesse a seguito dello scoppio della bolla della *new economy*, le Banche centrali hanno cominciato a rialzare i tassi per contrastare il diffuso aumento dei prezzi. La crescente inflazione ha infatti cominciato a farsi sentire in quasi tutti i Paesi del mondo.
- Negli Usa, i tassi ufficiali sono passati nel corso del 2001 dal 6,5% all'1,75%, scendendo poi all'1%, un livello che è stato mantenuto fino al 2005. Da quel momento sono tornati a salire fino al 4,5% raggiunto nel 2007, anno in cui sono tornati a ridiscendere con l'ultimo taglio operato a dicembre dalla Fed, la *Federal Reserve*, di nuovo al 4,25%.
- L'aumento dei debiti dello Stato Usa, generato dalla riduzione delle tasse approvate durante il primo mandato di George Walker Bush, insieme all'aumento del deficit commerciale americano, ha reso necessaria per gli Stati Uniti la ricerca all'estero del denaro necessario a finanziare i propri squilibri. Denaro che è stato trovato in Cina e in Medio Oriente, Paesi arricchiti rispettivamente da una bilancia commerciale con attivo in forte crescita e dall'impennata del prezzo del petrolio, che hanno acquistato in massa i titoli del Tesoro americano.
- Anche nei Paesi della zona euro si è assistito a un forte calo dei tassi d'interesse, grazie all'avvento della moneta unica. Una tendenza che è stata rafforzata dalle difficoltà dell'economia tedesca che, per lungo tempo, hanno obbligato la Bce, la *Banca centrale europea*, a mostrarsi cauta nel rialzare i tassi di interesse ufficiali.

Credito a basso costo per tutti

- A causa dei bassi rendimenti offerti dagli investimenti finanziari, gli americani hanno smesso quasi del tutto di risparmiare e di investire, preferendo aumentare i consumi e privilegiando tra tutti i settori il mercato immobiliare, che in questi anni ha così attraversato una fase di *boom* proprio grazie alla concessione di mutui "facili".
- Scottati dalle passate crisi, gli americani hanno preferito comprare casa piuttosto che investire in azioni. Ma non sono i soli: anche negli altri Paesi l'investimento in immobili è stato di gran lunga tra i più gettonati. In Gran Bretagna, in Europa e anche in Italia, l'acquisto della casa (spesso la prima) è stata di gran lunga la spesa preferita.
- Oltre agli investitori, che hanno puntato sia sul mercato immobiliare, sia sui mercati emergenti e sulle materie prime, anche le famiglie hanno beneficiato del basso costo del denaro. Quelle americane e inglesi, ma anche le più facoltose in Cina, si sono buttate sui consumi che hanno toccato livelli *record* in questi anni, elettrodomestici e automobili in testa. L'Europa si è invece mostrata meno propensa ai consumi,

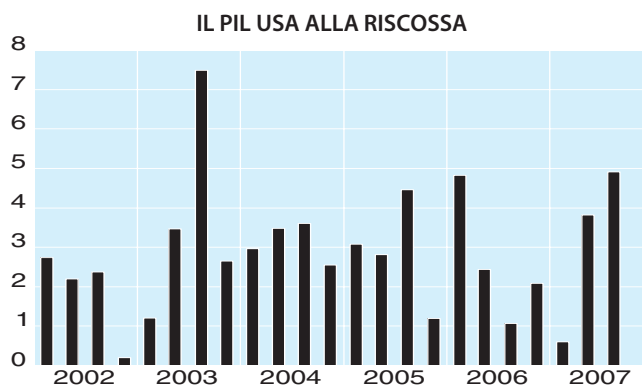
anche a causa delle difficoltà attraversate dall'economia tedesca, prima appesantita dall'eredità della Germania dell'Est e poi messa in crisi dalla concorrenza dei Paesi asiatici.

Dopo la Borsa, il mattone

- L'entusiasmo delle famiglie americane per il mercato immobiliare si è poi propagato, contagiando il mondo intero. Il "frutto" di questo entusiasmo per il mattone è stato l'aumento dei prezzi degli immobili che, un po' dappertutto nel mondo, sono cresciuti a dismisura grazie alla grande domanda di abitazioni.
- Perfino in Asia, dove il settore immobiliare era stato a lungo penalizzato dopo la crisi degli anni '97-'98, i prezzi delle case sono cresciuti moltissimo. In Cina, Paese che sta attraversando un *boom* economico, i prezzi delle case sono schizzati alle stelle e anche in Giappone, dove i prezzi degli immobili erano fermi da un decennio, si è notata una certa ripresa del settore anche se limitata ad alcune regioni.

Immobiliare: il mattone per la crescita

- Negli ultimi anni il *boom* dell'immobiliare ha contribuito in vari modi allo sviluppo dell'attività economica. In primo luogo, sostenendo la crescita del Pil (*Prodotto interno lordo*; tutta la ricchezza prodotta nel Paese). Negli Usa, infatti, l'investimento in abitazioni residenziali è cresciuto tra il 7% e il 10% annuo tra il 2003 e il 2005, e ciò ha significato un contributo alla crescita tra lo 0,4% e lo 0,5% annuo.
- Anche in Europa, con l'eccezione della Germania, la situazione è stata analoga. Basti pensare che in Spagna, il Paese che in Europa più ha visto svilupparsi il mercato immobiliare, questo settore rappresenta ormai oltre il 10% del Pil totale contro il 7% di contribuzione alla crescita del Pil alla fine degli anni '90.



Lo spettro della recessione Usa, per ora, sembra sconfessato dai dati del Prodotto interno lordo americano. Dopo alcuni trimestri di crescita risicata, negli ultimi trimestri il progresso del Pil sembra aver ritrovato vigore, crescendo del 4,9% nel terzo trimestre del 2007.

- In secondo luogo, ha contribuito al calo generalizzato della disoccupazione mondiale. Da gennaio 2004 il settore edilizio ha creato il 17% dei nuovi posti di lavoro negli Usa, una percentuale molto alta per un settore che ha un peso tre volte inferiore sull'economia americana rispetto a quanto accade in Europa. Nel Vecchio continente le assunzioni nel settore edilizio sono state massicce e sono state almeno in parte all'origine del calo della disoccupazione.

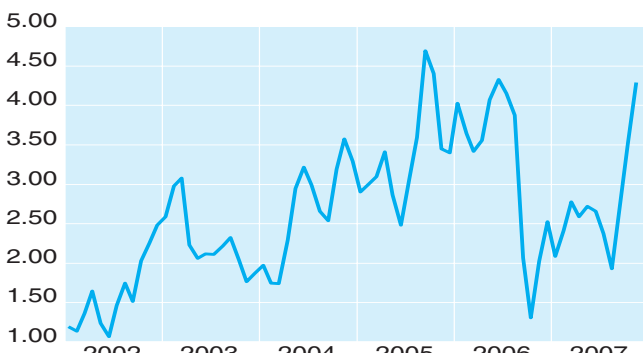
Un'economia cresciuta grazie ai debiti

- L'indebitamento delle famiglie, che è stato al contempo causa e conseguenza del boom immobiliare, è stato al centro dello sviluppo economico degli ultimi anni. Dal 2001, grazie anche al minor rigore delle politiche monetarie, i debiti delle famiglie per l'acquisto di un immobile o per finanziare il credito al consumo sono nettamente aumentati in tutto il mondo, Italia compresa.
- L'indebitamento delle famiglie è così salito dal 70 al 90% del reddito disponibile nella zona euro, dal 100 al 135% negli Usa e addirittura dal 110% a oltre il 160% in Gran Bretagna. Il ricorso al credito ha così avuto un effetto sulla crescita delle economie, grazie a maggiori consumi e maggiori investimenti, superiore a quanto avrebbero permesso gli investimenti in Borsa o nel comparto obbligazionario realizzati con i soli redditi delle famiglie.
- L'indebitamento, più facile grazie ai tassi d'interesse contenuti, ha avuto un forte effetto moltiplicatore sull'attività economica: ha permesso l'acquisto degli immobili, cosa che, a sua volta, ha favorito la crescita del settore edilizio, ma anche l'occupazione in molti altri settori, dal credito al consumo all'attività di mediazione. Ha generato un aumento dei redditi e degli utili delle società e quindi alla fine anche dei guadagni in Borsa. Secondo un recente studio, tra il 2001 e il 2006 i debiti delle famiglie hanno aumentato ogni anno la crescita economica dello 0,8% in Gran Bretagna, dello 0,6% negli Usa e dello 0,3% nella zona euro (0,5% senza la Germania).

I prezzi al palo... anzi no

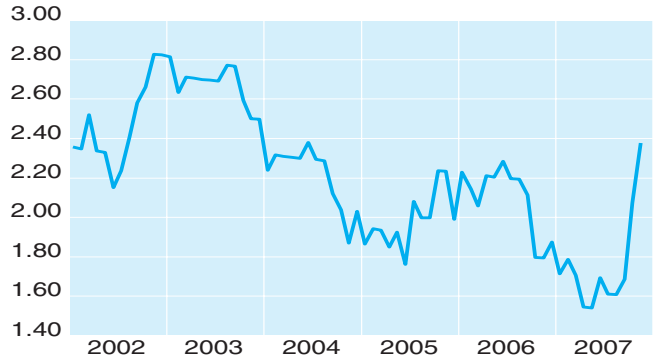
- Negli ultimi anni il livello dell'inflazione è sceso, grazie ad alcuni prodotti a basso costo, specialmente quelli a contenuto tecnologico e ai prodotti tessili, che hanno fatto registrare addirittura un calo generalizzato dei prezzi.

L'INFLAZIONE USA MORDE IL FRENO



Negli Usa l'aumento dei tassi da parte della Fed nel 2006, necessario a causa dell'impennata dei prezzi, ha avuto effetti positivi, determinando un calo dell'inflazione, che però negli ultimi mesi del 2007 ha rialzato la testa, fino a tornare al 4,3% dello scorso novembre.

IL RITORNO DELL'INFLAZIONE NEL BEL PAESE



Dopo un consistente calo da metà 2006, i prezzi in Italia sono tornati a salire vistosamente negli ultimi mesi del 2007.

- La crescita della concorrenza, in seguito alla globalizzazione degli scambi, ha inoltre rappresentato un freno per i prezzi. Un fenomeno non nuovo, ma che ha assunto dimensioni maggiori con la rapida integrazione dei flussi commerciali provenienti da Paesi con bassi salari e con la fine, o con la riduzione, della barriera doganali. La minaccia dello spostamento della produzione in Paesi dove la manodopera costa meno ha poi moderato le rivendicazioni salariali in Occidente.
- Negli ultimi tempi, però, le cose sono cambiate. A causa dell'aumento del costo delle materie prime, decollato soprattutto per la forte domanda dei Paesi asiatici, i costi di produzione sono cresciuti anche nei Paesi emergenti. Il forte aumento dei costi per l'energia e del petrolio, molto sentito in Italia, non è più stato compensato dalla diminuzione dei prezzi di alcuni beni di consumo.
- Questa catena di aumenti si è ripercossa sulla maggior parte dei beni, tra cui gli alimentari, il cui rincaro è stato consistente in molti Paesi europei, tra cui l'Italia.
- Il risultato di questo generalizzato aumento dei prezzi è stata l'impennata dell'inflazione un po' ovunque nel mondo: dagli Usa - vedi grafico - alla Cina, dove l'inflazione nel mese di novembre è cresciuta del 6,9%, passando per l'Europa (3,1%) dove c'è da segnalare l'inflazione tedesca (+3,3%). L'Italia va un po' meglio della media europea, con prezzi in crescita del 2,4%, ma è comunque un dato superiore rispetto al 2006. Si salva solo la Gran Bretagna: l'inflazione a novembre si è fermata poco sopra al 2%, vedi grafico.

DURO COLPO ALL'INFLAZIONE INGLESE



I numerosi e ripetuti interventi di rialzo dei tassi da parte della Bank of England sono riusciti ad arginare la crescita dell'inflazione in Gran Bretagna nel 2007, tanto da spingere la BoE ad abbassare i tassi lo scorso dicembre portandoli al 5,5%.

Prospettive in chiaroscuro

- Gli abitanti di alcuni Paesi hanno beneficiato degli eccellenti risultati dell'economia mondiale negli ultimi anni. Ne è un esempio il Regno Unito, ma lo stesso vale per gli Usa dove le famiglie hanno visto i loro patrimoni e i loro redditi salire verso nuovi massimi. Nei Paesi del Sud-est asiatico, soprattutto la Cina, il rapido aumento della ricchezza ha permesso a molti di migliorare il proprio tenore di vita, anche se si è ampliato il divario tra coloro che hanno beneficiato della crescita dell'economia e coloro che non ne hanno beneficiato affatto.
- Altri Paesi non hanno attraversato un momento di prosperità. In Francia le elezioni presidenziali del 2007 hanno mostrato diversi sintomi di crisi, soprattutto sociale. In Germania, nonostante i risultati economici siano stati i migliori dal momento della riunificazione del Paese e la Borsa di Francoforte sia salita, le famiglie continuano a guardare al futuro con pessimismo.
- In Italia la crisi delle attività produttive legate alla concorrenza dei Paesi asiatici non è ancora stata riassorbita, e nonostante il livello dell'occupazione sia apparentemente migliorato, la qualità dei nuovi posti di lavoro è peggiorata e il numero di persone in cerca di un'occupazione è diminuito a causa della sfiducia nella possibilità di trovarlo. Inoltre, l'aumento dei prezzi di beni di consumo di prima necessità, il maggior indebitamento delle famiglie italiane (tradizionalmente risparmiatrici) e il clima politico incerto hanno influito sulla fiducia dei consumatori e degli imprenditori italiani, ai livelli minimi da anni.
- Anche in Giappone è prevalso il pessimismo. Lo *yen* debole ha infatti favorito le esportazioni nipponiche, ma nonostante una crescita dell'ordine del 2% dal 2004 le famiglie non sembrano disposte a spendere.

Gli Usa frenano o no?

- Nonostante i recenti dati positivi sulla crescita del Pil, l'economia Usa ha dato segni di rallentamento, che dovrebbe continuare e, forse, amplificarsi. La crisi innescata dai mutui *subprime*, iniziata durante la scorsa estate, non è affatto conclusa e non ha ancora terminato di produrre effetti. La diminuzione dei prezzi degli immobili prosegue e l'attività edilizia in senso stretto è in costante diminuzione. Questa tendenza si è propagata dagli Usa in Europa, partendo dalla Gran Bretagna e arrivando, con conseguenze per ora meno drammatiche, anche in Italia. Da motore di crescita per molte economie, il settore immobiliare si è oggi trasformato in un freno.
- Questo rallentamento si è riflesso anche sul mercato del lavoro, in cui la disoccupazione è in crescita. Una situazione destinata a ripercuotersi sui consumi delle famiglie, che, negli Usa, non possono più contare sulla principale fonte di finanziamento degli ultimi anni: la crescita dei prezzi delle loro case. I consumi rappresentano ora oltre il 70% della crescita americana, di conseguenza il rallentamento di questi ultimi ha avuto e avrà un forte impatto sulla principale economia mondiale.
- L'inversione di tendenza del mercato immobiliare americano ha portato a serie conseguenze anche sul piano finanziario. Gli interventi della Fed hanno permesso di

tamponeare la crisi, di cui, ancora oggi, è ignota la portata. Ci vorrà del tempo per uscire dalla crisi finanziaria e passeranno diversi anni prima che il settore immobiliare possa riprendersi. Anche le famiglie americane faticeranno a migliorare la loro situazione finanziaria, dopo anni di forti consumi. In conclusione, l'economia americana sembra destinata a una lunga convalescenza.

L'Europa a rimorchio

- Come negli Usa, anche in Europa c'è stato un *boom* immobiliare che, insieme alla crescita dell'indebitamento, ha sostenuto l'andamento delle Borse negli ultimi anni. Il fenomeno sembra aver portato però a minori eccessi. La crescita dei prezzi dell'immobiliare è stata meno forte rispetto agli Usa. L'indebitamento delle famiglie è stato più contenuto rispetto a quello americano, mentre il tasso di risparmio, intorno al 14% del reddito disponibile, non è paragonabile con quello quasi nullo degli Americani. Anche se il Vecchio continente ha già dato segni di rallentamento nell'immobiliare, questo settore non dovrebbe però frenare bruscamente come negli Usa.
- Le economie europee, le cui esportazioni sono già state penalizzate dall'euro forte rispetto al dollaro, risentiranno ulteriormente del rallentamento americano. Per le sue dimensioni e la sua ricchezza il mercato Usa è fondamentale per il resto del mondo: anche se la domanda asiatica cresce a un forte ritmo, non potrà in nessun caso sostituirsi ai consumatori americani. Inoltre la domanda sostenuta proveniente dai Paesi emergenti, pur portando indubbiamente molti vantaggi, ha fatto anche impennare i prezzi del petrolio e delle materie prime. Un rincaro che penalizza la crescita europea, che di conseguenza è destinata a rallentare nei prossimi anni.

Incognita Cina

Nonostante lo sviluppo dei consumi interni e l'intensificarsi delle relazioni commerciali regionali, la crescita cinese è fortemente dipendente dalle esportazioni, soprattutto verso gli Usa, e dagli investimenti esteri, che avranno tendenza a diminuire con un credito meno facile. Senza contare che le autorità cinesi, per evitare un surriscaldamento economico, moltiplicano le misure per rallentare la corsa della loro economia. L'eventualità di un rallentamento della Cina, anche se remoto, non è da escludere.

Dove investire i vostri soldi

Nonostante il clima di generale pessimismo sui mercati, vi consigliamo di guardare avanti e di non abbandonare i mercati azionari, ma di continuare a acquistare titoli e fondi azionari. La Borsa di Londra, in particolare, rimane interessante, grazie alla corretta valutazione della sterlina e alle prospettive economiche del Paese, ancora elevate. Canada, Australia e ancora Usa restano piazze interessanti, grazie alla sottovalutazione delle valute rispetto all'euro. Per lo stesso motivo anche le obbligazioni in dollari Usa sono un investimento interessante.

Gli angeli e i demoni della finanza

Il 2007 non è stato semplice per le Borse. Dopo una prima metà d'anno positiva, in cui diversi listini hanno toccato i loro massimi storici, gli ultimi sei mesi sono stati caratterizzati da un notevole nervosismo.

Più che mai, nel corso del 2007, al centro dei movimenti dei mercati, sia nel bene sia nel male, ci sono stati i titoli del settore finanziario.

E più che mai, al centro dei movimenti del settore finanziario, si sono distinti nel corso dell'anno le società di "private equity" e i "fondi sovrani".

Si tratta di soggetti ancora poco conosciuti al grande pubblico, ma che hanno una "potenza d'investimento" di miliardi di dollari. Pur essendo il loro ruolo spesso controverso, sono soggetti sempre più importanti nel panorama finanziario: ecco chi sono, cosa fanno e come influenzano i mercati.

Sei mesi di fusioni

- Come abbiamo avuto modo di analizzare nelle pagine precedenti, dopo la "bolla" tecnologica di fine millennio, tra il 2003 e il 2007 il mondo intero ha conosciuto un periodo in cui la possibilità di accedere ai finanziamenti non solo era semplice, ma anche conveniente grazie ai bassi tassi d'interesse.
- Una condizione, quest'ultima, fondamentale per lo sviluppo delle attività di fusione e acquisizione. Lo dimostra il fatto che proprio nella prima metà del 2007 il valore di tali operazioni ha superato del 60% i livelli già record toccati nello stesso periodo del 2006.
- Nel 2007, protagonisti di questa corsa alle operazioni di fusione e acquisizione sono state le società (o fondi) di *private equity*. Si tratta di gruppi creati soprattutto da banche, ma anche da investitori individuali, per acquistare partecipazioni azionarie in società ritenute interessanti. L'obiettivo è quello di far aumentare nell'arco di qualche anno (in media 5 anni) il valore delle società finanziate e di incassare il guadagno rivendendo le quote a altri acquirenti o quotando le società in Borsa. Le società più celebri operanti nel settore del *private equity* sono *Blackstone* (quotata in Borsa proprio

nella prima metà del 2007), *Kohlberg Kravis Robert (KKR)*, *Texas Pacific Group (TPG)* e *Carlyle*.

Società di private equity: alcune istruzioni per l'uso

- Le società di *private equity* acquistano i gruppi su cui hanno puntato gli occhi quasi senza scuire denaro proprio, ma ricorrendo all'indebitamento (il valore dei debiti contratti per l'acquisizione è solitamente pari a 4/5 volte l'ammontare di denaro sborsato di tasca propria). Una volta chiusa l'operazione, il *private equity* trasferisce questo debito sulla società acquisita. Più la società è in grado di crescere e ripagare il debito, più il guadagno per il *private equity* sarà elevato. Per comprendere meglio questo meccanismo facciamo un esempio.
- Consideriamo una ipotetica società "Preda Spa": è snella, con buone prospettive di crescita e senza debiti. Consideriamo poi la società di *private equity* "Cacciatore Spa" che ha messo gli occhi sulla *Preda Spa*. Si accorda con quest'ultima per acquistarla a un prezzo di 50 euro, ma in contanti ha solo 10 euro. Che fa? Crea una società nuova, ci versa dentro i 10 euro di contante e gli altri 40 che mancano se li fa dare dalle banche. Fonde quindi la nuova società con la *Preda Spa*: quest'ultima si ritrova così con lo stesso patrimonio di prima, ma con 40 euro di debiti in più. Dopo cinque anni, la *Preda* è cresciuta e il *private equity* riesce a trovare qualcuno interessato a comprarla per 70 euro, a patto però che tutto il debito venga rimborsato. Per il *private equity* l'affare è fatto. Incassa 70, rimborsa il debito di 40, si ritrova con 30 euro in mano: il 200% in più di quanto aveva sborsato (10 euro) all'inizio dell'operazione.

Una crescita sostenuta dal credito facile

- Visto che la maggior parte, per non dire la totalità, dei risultati del *private equity* è legato alla facilità e alla convenienza di ottenere finanziamenti, non sorprende che negli ultimi anni di "credito facile" i capitali gestiti da queste so-

cietà si siano praticamente raddoppiati, superando la soglia dei 700 miliardi di dollari. Tra la fine del 2006 e l'inizio del 2007 alcune singole operazioni fatte dai *private equity* americani hanno superato i 20 miliardi di dollari (ad esempio l'acquisto dell'azienda ospedaliera *HCA* o quello della società energetica texana *TXU*).

- E proprio la crescita della loro operatività è stato uno dei motori principali del progresso delle Borse nella prima parte del 2007. Non a caso, quando i *private equity* mettono gli occhi su una società i primi a guadagnarci sono gli azionisti venditori, che si vedono offrire un prezzo per azione generalmente superiore del 20% rispetto all'ultimo prezzo di quotazione in Borsa del loro gruppo prima che l'offerta venisse lanciata.
- La crescente forza d'investimento delle società di *private equity* può essere poi considerata all'origine della decisione di diverse società di accelerare i processi di ristrutturazione, cedendo le attività poco redditizie o non strategiche; ristrutturazioni che dovrebbero far bene ai conti delle società che li realizzano. Uno dei casi maggiormente degni di nota nel 2007 è stata la cessione di *Chrysler* da parte di *Daimler* al fondo americano *Cerberus*.
- Vi è poi un altro "effetto collaterale" positivo per l'andamento delle Borse. Spaventati dall'idea di poter essere "rimossi" a seguito di un'acquisizione da parte di uno di questi gruppi, i *manager* possono essere spinti a politiche di remunerazione degli azionisti più aggressive: maggiori dividendi o piani d'acquisto d'azioni proprie in cambio della decisione di non vendere. È quanto accaduto con *IBM*: il colosso Usa, al centro dell'interesse di fondi di *private equity*, ha varato nel 2007 un piano d'acquisto di azioni proprie per 15 miliardi di dollari.

I rischi del private equity

- Non tutto è però così positivo. Per ottenere i loro ritorni, le società di *private equity* sono spesso accusate di "spremere" le società acquisite. I vecchi azionisti rischiano quindi di rimetterci: i profitti, prima utilizzabili per la cresci-

ta e la distribuzione di dividendi, serviranno ora per pagare gli oneri finanziari. Questo potrebbe avere dei riflessi su clienti e venditori: se la società ha bisogno di utili per ripagare i debiti, potrebbe essere spinta a un aumento dei prezzi di vendita o a un allungamento dei tempi di pagamento.

- Il vero rischio è però che la società non sia in grado di generare gli utili necessari per ripagare le quote di debito in scadenza: a questo punto l'unica soluzione è quella di aprire nuove linee di credito, aumentando i debiti per ripagare quelli già contratti. Se il costo del debito aumenta, il rischio che la società non possa essere in grado di far fronte agli impegni aumenta, riflettendosi sulle prospettive del *private equity* che la controlla.

La crisi del credito e delle società di *private equity*

- Quest'ultimo scenario è proprio quello che si è tristemente realizzato nella seconda parte del 2007 con lo scoppio della crisi dei mutui *subprime* (quelli concessi a clientela con scarsa affidabilità). Dagli immobili alla finanza, il passo è stato più rapido del previsto: una volta concessi, negli anni passati questi mutui venivano usati a garanzia di emissioni obbligazionarie e di una serie di strumenti finanziari complessi (derivati) che hanno finito per essere acquistati da banche e fondi di mezzo mondo. Con la crisi, il valore di questi investimenti si è ridotto e per gli istituti maggiormente esposti (divenuti di conseguenza più rischiosi) è diventato sempre più difficile prendere denaro a prestito da altre banche per coprire i "buchi" di bilancio. Gli annunci di ingenti svalutazioni di attività da parte di quasi tutti i colossi finanziari globali ha ulteriormente fatto aumentare la percezione del rischio di credito: prendere denaro a prestito è diventato per tutti più difficile e più costoso.

- Un colpo per il settore finanziario e, in particolare, per le società di *private equity* tanto che, dalla scorsa estate, si sono fortemente ridotte le grosse operazioni di fusione e acquisizione. Alcune, già pianificate, sono state sospese (*Cadbury Schweppes*, ad esempio, non ha potuto finalizzare la vendita della divisione "bevande" a un consorzio di società di *private equity*).

- Se a giugno uno dei giganti del settore, l'americana *Blackstone*, sbarcava in Borsa al prezzo di 31 dollari per azione e il titolo guadagnava il 13% nel primo giorno sul mercato, oggi il suo prezzo è in calo di circa il 25%. Stesso ribasso, da inizio giugno, per l'Etf *Lyxor Etf Privex* quotato a Piazza Affari (è un fondo quotato come una normale azione; il suo prezzo è legato all'andamento di un indice composto da 25 società di *private equity*).

- Dall'estate scorsa le prospettive per i fondi di *private equity* non sono molto migliorate. Oltre alla crisi finanziaria, che prosciuga le fonti di finanziamento, sulle due sponde dell'Atlantico le Autorità di vigilanza dei mercati stanno tentando di appesantire la pressione fiscale per le società di *private equity* finora privilegiate in questo senso, così come stanno tentando di imporre loro una maggiore trasparenza nella gestione delle imprese controllate. Inoltre, se l'economia mondiale dovesse conoscere serie difficoltà, non sorprenderebbe di veder fallire, perché non più in grado di rimborsare i loro debiti, diverse società controllate dai *private equity*; il che ovviamente peserebbe sui rendimenti di questi ultimi.

Fondi sovrani: la forza dei petrodollari...

- Con il declino dei fondi di *private equity* e l'acuirsi delle tensioni nel mercato del credito, nella seconda parte dell'anno hanno giocato un ruolo sempre maggiore alcuni fondi d'investimento ancora meno conosciuti: i fondi sovrani.

- Si tratta di fondi facenti capo direttamente a Governi nazionali: la politica d'investimento è simile a quella dei *private equity*, ma viene perseguita con i soldi dello Stato. Nel mondo sono più di 25: i più importanti sono *Aida*, degli Emirati Arabi Uniti, la *Gic* e la *Temasek* di Singapore, lo *State Foreign Exchange Investment* della Cina, i fondi dell'Arabia Saudita, il fondo pensione della Norvegia. La stessa Russia, a partire da febbraio 2008, ha in programma di rafforzare il proprio fondo sovrano. Per la maggior parte, si tratta di Paesi produttori di petrolio o con importanti "avanzi" di bilancio, che si ritrovano quindi con ampie disponibilità di denaro da poter far fruttare.

- Le statistiche parlano chiaro: se negli anni '90 il loro patrimonio non superava i 500 miliardi di dollari, secondo il *Fondo monetario internazionale* entro il 2012 questi fondi dovrebbero avere una potenza d'investimento di 10.000 miliardi di dollari. Già oggi, secondo quanto recentemente annunciato dal responsabile del fondo del Qatar, i fondi sovrani controllano circa l'1% dei mercati di capitali di tutto il mondo. Il loro valore è attualmente pari a circa 2.000 miliardi di dollari.

- Forti di questa potenza di fuoco, dopo essersi limitati per anni a investire in oro e titoli americani, i fondi sovrani hanno deciso di ricoprire un ruolo importante negli equilibri della finanza mondiale: l'investimento di 5 miliardi del fondo sovrano cinese nella banca Usa *Morgan Stanley*, di 7,5 miliardi dollari del fondo sovrano di Abu Dhabi nel capitale del colosso bancario *Citigroup* e di 10 miliardi di dollari del fondo sovrano di Singapore (in tandem, si vociferava, con un fondo sovrano arabo) nel capitale di Ubs sono gli esempi più clamorosi di questo nuovo orientamento. Un cambiamento che, da un lato, ha aiutato a ridare un po' di fiato al settore finanziario nella seconda parte dell'anno, ma che dall'altro espone i mercati a dei seri rischi.

...l'opacità della politica

- Il problema dei fondi sovrani è la loro assoluta mancanza di trasparenza: tutte le decisioni sulla loro gestione sono prese nella *stanza dei bottoni* dei Governi a cui fanno capo. Il rischio che alcune scelte vengano fatte più sulla base di criteri politici che di valutazioni economiche potrebbe quindi generare sui mercati una forte instabilità finanziaria. Il rischio è talmente elevato che già da settembre l'Unione europea ha avviato un tavolo di concertazione per definire regole di "condotta" sia per i fondi sovrani sia per gli Stati che "ricevono" tali investimenti.

- La realtà è però che, per operare, le banche hanno bisogno di capitale: se non hanno capitale non possono fare prestiti, e se non possono fare prestiti, tutta l'economia rischia di rallentare. Oggi i fondi sovrani sono quelli che hanno la maggior liquidità da offrire: le loro decisioni potrebbero influenzare molto i mercati nei prossimi mesi.

Milano (S&P Mib)

www.borsaitaliana.it

Nel 2007 Piazza Affari è stata la Borsa maglia nera in Europa. Tra i motivi la poco brillante situazione economica del Paese e il forte peso sul listino del settore bancario, tra i più penalizzati in un anno dominato dalla crisi dei *subprime*. Tuttavia non bisogna spaventarsi: le banche italiane sono solide e Milano resta *correttamente valutata*.



Londra (FTSE All Share)

www.londonstockexchange.com

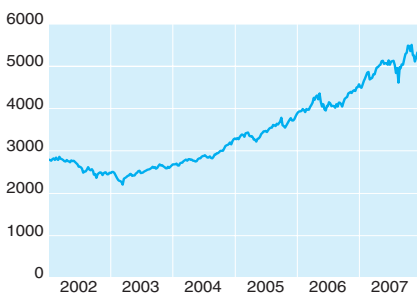
È la regina d'Europa: forte del modello di capitalismo anglosassone che incentiva le aziende a quotarsi, ha un peso maggiore rispetto alle Piazze di altri Paesi europei. Nel 2007, tra l'altro, è coinvolta a nozze con la nostra Piazza Affari con cui ha condiviso un andamento non troppo brillante. Ad oggi la Borsa di Londra è *conveniente*.



Sidney (S&P/ASX 100)

www.asx.com.au

Sarà la fame di materie prime di cui l'Australia è grande produttrice, sarà che il Paese ha un'economia sana e conti in ordine, fatto sta che la Borsa di Sidney quest'anno non ha deluso chi vi ha investito. A offrire qualche batticuore al risparmiatore europeo, semmai, la valuta, piuttosto ballerina. Sidney oggi è *correttamente valutata*.



Eurozona (Dj Eurostoxx 50)

www.stoxx.com

Le Piazze europee hanno saputo resistere alle difficoltà del 2007 mettendo a segno un anno di crescita. Se Borse come quella italiana o quella belga sono rimaste indietro, altri mercati come Lisbona, Helsinki o Francoforte hanno regalato una spinta in avanti. Ai prezzi attuali e presa nel suo insieme l'Eurozona è *correttamente valutata*.



New York (S&P 500)

www.nyse.com

Nel 2007 si è sentito dire di tutto sull'economia Usa e *Wall Street* ha subito qualche scossone, ma non se ne è fatta tradire. Ora sta cercando di digerire la crisi dei *subprime* i cui effetti si potrebbero sentire ancora per un po'. A rovinare la festa al risparmiatore europeo è il minidollaro che ne ha affossato i guadagni. *Correttamente valutata*.



Tokio (Nikkei 225)

www.tse.or.jp/english/

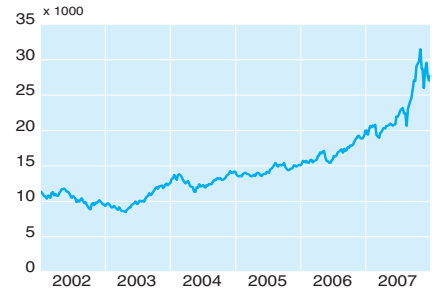
Tokio nel 2007 ha tenuto compagnia a Milano inserendosi nel plotone delle Borse in calo. Al di là dell'elevato debito pubblico e della popolazione che invecchia più in fretta che altrove, le analogie con il nostro Paese si fermano lì. Il problema è che, pur assai distante dai massimi di 20 anni fa, ai prezzi attuali Tokio resta ancora *cara*.



Hong Kong (Hang Seng)

www.hkex.com.hk

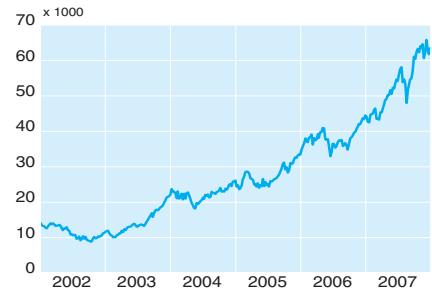
Il 2007 non è stato un anno di *boom* per i mercati maturi, ma per le Borse dei Paesi emergenti sì. Hong Kong, in particolare, ha approfittato della forza economica della madrepatria e questa estate vi avevamo suggerito di approfittarne con una scommessa chiusa poi in autunno. Oggi è una Borsa *cara* e non vi consigliamo più di investirci.



San Paolo (Brazil Bovespa)

<http://www.bovespa.com.br/indexi.asp>

Come anche altri mercati emergenti la Borsa brasiliana ha vissuto un 2007 da campioni, non senza qualche scossone di un certo peso. Quest'estate vi abbiamo anche consigliato di specularci su ed è andata bene. Ai livelli attuali, comunque, è un mercato da evitare. State, quindi, lontani e state lontani dalle altre Piazze dell'America Latina.



Toronto (S&P/TSX)

www.tsx.com

Per Toronto valgono considerazioni simili a quelle fatte per Sidney: il Canada è un gran produttore di materie prime (tra l'altro se il petrolio continua a crescere le sue sabbie bituminose potrebbero diventare un sostituto interessante) e Toronto è *correttamente valutata*. La consigliamo da febbraio, con giovamento per le vostre tasche.



ALTA TECNOLOGIA

Il settore ha risentito del timore di un rallentamento dell'economia Usa nel 2008, soprattutto dopo i deludenti dati del terzo trimestre dei due colossi *IBM* e *Cisco*. I comparti dei semiconduttori e dei servizi informatici hanno sofferto più di quelli degli elettrodomestici di largo consumo o delle infrastrutture *telecom*, che beneficiano maggiormente della crescita nei Paesi emergenti.



FARMACEUTICO

Il 2007 è stato difficile per il settore farmaceutico. Le norme più rigorose in tema di effetti secondari, che hanno impedito la vendita di diversi nuovi farmaci, e l'intensificarsi della concorrenza dei generici hanno messo sotto pressione le vendite. Per reagire le società riducono i costi e cercano di soddisfare gli investitori con dividendi generosi e acquisti di azioni proprie.



PETROLIO E GAS

L'impatto della fiammata del greggio sul settore petrolifero è stato attenuato dall'aumento dei costi, dal nazionalismo dei Paesi produttori e dalla scarsa crescita della produzione. Tuttavia a medio termine l'aumento della produzione e i prezzi del greggio ancora elevati dovrebbero rendere redditizi gli investimenti in siti poco accessibili e nelle energie alternative.



BANCHE E ASSICURAZIONI

Il 2007 è stato segnato dalla crisi dei mutui *subprime*, che ha colpito soprattutto le banche d'investimento (con perdite nell'intermediazione e svalutazioni) e rallentato alcune attività come i finanziamenti strutturati. I dubbi sull'esposizione ai *subprime* hanno pesato sui titoli bancari, mentre gli assicurativi se la sono cavata meglio (buona raccolta premi e limitati risarcimenti).



MATERIE PRIME

Nel 2007 il settore ha realizzato degli ottimi risultati. Anche se in media i prezzi di diverse materie prime (rame, zinco...) non sono stati più elevati rispetto al 2006, la domanda è rimasta sostenuta, trainata ancora una volta dalla Cina. Gli elevati profitti hanno inoltre spinto alcuni gruppi minerari a lanciarsi all'assalto dei concorrenti per aumentare la capacità estrattiva.



TELECOMUNICAZIONI

La buona tenuta dei risultati degli operatori *telecom* ha attenuato i timori di una transizione tecnologica (telefonia via internet, *WIFI*) troppo brusca. I grandi operatori nazionali puntano ormai su un'offerta globale (TV, internet, telefonia fissa e mobile) per fidelizzare i clienti. In Europa le prospettive di riduzione dei costi hanno concorso a sostenere i titoli.



DISTRIBUZIONE

Nonostante le turbolenze di Borsa, il settore della distribuzione ha retto tutto sommato bene nel 2007. La crisi del credito e del settore immobiliare negli Usa non ha infatti avuto un forte impatto sulle abitudini dei consumatori americani in campo alimentare. La forte concorrenza ha però impedito di trasferire sui prezzi di vendita i rincari delle derrate alimentari.



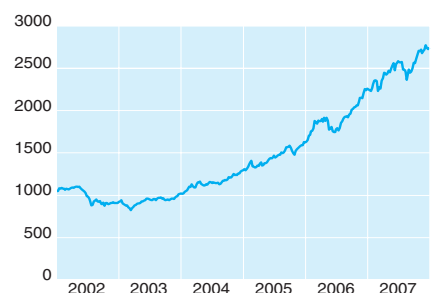
MEDIA

Il fatto che già all'inizio dell'anno numerosi titoli del settore fossero già cari non lasciava loro grandi margini di progresso. Dovendosi misurare con la concorrenza di internet e con il rallentamento delle economie occidentali, i gruppi del settore faticano infatti a aumentare i ricavi pubblicitari, che rappresentano una componente essenziale dei loro profitti.



UTILITY

Nel 2007 l'indice del settore è cresciuto per il quinto anno consecutivo. I gruppi dei servizi alla collettività raccolgono i frutti delle ristrutturazioni e partecipano alla liberalizzazione dei mercati dell'elettricità e del gas in Europa (effettiva da luglio). Nel suo complesso il settore dovrebbe beneficiare della concentrazione in corso e della presenza di molti titoli difensivi.



ACEA (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 14.16 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.57	0.67	0.75
UT/AZ	0.69	0.84	0.93
P/E	20.52	16.86	15.23



Il piano di crescita da qui al 2012 è ambizioso. L'utilità romana sembra smarcarsi dal gioco di fusioni e alleanze in atto nel settore.

AEM (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 3.04 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.08	0.09	0.09
UT/AZ	0.16	0.19	0.20
P/E	19.00	16.00	15.20



La fusione con Asm, che darà vita alla nuova utility A2A, ha galvanizzato il titolo che ha toccato in Borsa i massimi degli ultimi 5 anni.

ALITALIA (in EUR)

Industrie e servizi vari

Borsa di Milano • 0.74 EUR

Rischio: ⑤ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.00	0.00	0.00
UT/AZ	-0.30	-0.10	0.00
P/E	0.00	0.00	0.00



Il 2007 non è stato brillante. Nel 2008 con la privatizzazione si apre la fase di rilancio della società, ma le incognite non mancano.

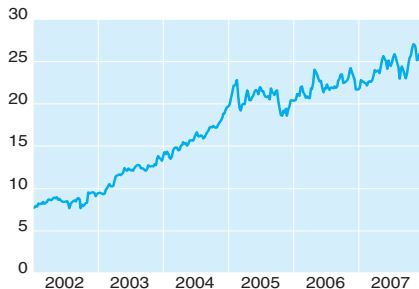
ATLANTIA (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 25.80 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.64	0.68	0.72
UT/AZ	1.21	1.28	1.36
P/E	21.32	20.16	18.97



La situazione a livello normativo non è ancora del tutto trasparente e offusca le prospettive del gruppo che punta a crescere in Est Europa.

AUTOGRILL (in EUR)

Alimentari e bevande

Borsa di Milano • 11.68 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.46	0.49	0.55
UT/AZ	0.68	0.78	0.87
P/E	17.18	14.97	13.43



La debolezza del dollaro americano ha pesato molto sull'andamento di Autogrill nel 2007. Il gruppo ha allo studio ulteriori acquisizioni.

B. POP. MILANO (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 9.21 EUR

Rischio: ① ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.35	0.35	0.35
UT/AZ	0.88	1.04	1.13
P/E	10.47	8.86	8.15



Anche quest'anno le divisioni interne hanno impedito a Bpm di crescere tramite fusioni. Le nozze con BPER sono fallite all'ultimo momento.

BENETTON (in EUR)

Beni di consumo

Borsa di Milano • 12.03 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.40	0.43	0.45
UT/AZ	0.75	0.85	0.92
P/E	16.04	14.15	13.08



Nel 2007 i ricavi dovrebbero crescere di circa il 9%, in linea con le previsioni del gruppo. Nel 2008 aprirà nuovi negozi in tutto il mondo.

BENI STABILI (in EUR)

Costruzioni e immobili

Borsa di Milano • 0.73 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.02	0.02	0.02
UT/AZ	0.10	0.08	0.07
P/E	7.64	8.83	10.80



Il cambio di azionariato non ha avuto effetti positivi su Beni Stabili: il prezzo del titolo è sceso vertiginosamente nel corso del 2007.

BULGARI (in EUR)

Beni di consumo

Borsa di Milano • 9.55 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.32	0.35	0.38
UT/AZ	0.50	0.55	0.60
P/E	19.10	17.36	15.92



Dovrebbe chiudere il 2007 con utili in crescita del 12%. Il fatto di essere un titolo caro ha reso, tuttavia, altalenanti le sue quotazioni.

BUZZI UNICEM (in EUR)

Costruzioni e immobili

Borsa di Milano • 18.66 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.40	0.40	0.40
UT/AZ	2.35	2.46	2.61
P/E	7.96	7.59	7.14



Il calo del mercato immobiliare ha colpito Buzzi Unicem, che nella seconda parte del 2007 ha perso parte di quanto guadagnato nel 2006.

CREMONINI (in EUR)

Alimentari e bevande

Borsa di Milano • 2.37 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	0.08	0.08	0.08
UT/AZ	0.21	0.28	0.45
P/E	11.13	8.56	5.27



Dopo aver subito il calo delle Borse nella seconda parte del 2007, Cremonini si è ripresa grazie a nuove alleanze e agli appalti ottenuti.

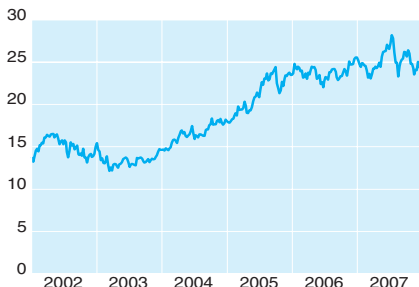
ENI (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 25.00 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	1.25	1.25	1.25
UT/AZ	2.54	2.51	2.59
P/E	9.84	9.96	9.65



Le pretese del Governo del Kazakhstan sul giacimento di petrolio e gas di Kashagan hanno pesato nel 2007 sull'andamento in Borsa di Eni.

CAMPARI (in EUR)

Alimentari e bevande

Borsa di Milano • 6.55 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.10	0.10	0.10
UT/AZ	0.52	0.50	0.53
P/E	12.72	13.07	12.41



Dopo una crescita senza sosta di oltre 5 anni, il titolo Campari è stato penalizzato da vendite inferiori alle aspettative degli analisti.

EDISON (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 2.18 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.05	0.06	0.06
UT/AZ	0.09	0.09	0.10
P/E	24.22	24.22	21.80



Gli obiettivi di crescita sono credibili e in linea con le attese. Nel 2008 è attesa la ridefinizione delle regole di controllo del gruppo.

FASTWEB (in EUR)

Alta tecnologia

Borsa di Milano • 25.10 EUR

Rischio: ⑤ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.00	0.01	0.00
UT/AZ	-0.33	0.03	0.42
P/E	0.00	836.67	59.76



Il prezzo del titolo nel 2007 è crollato. La società continua a investire con obiettivi di crescita ambiziosi che il mercato non condivide.

CIR (in EUR)

Industrie e servizi vari

Borsa di Milano • 2.53 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.06	0.06	0.06
UT/AZ	0.18	0.22	0.25
P/E	14.06	11.50	10.12



Viste le difficoltà in alcuni settori "tradizionali" come l'editoria, il gruppo cerca nuovi sbocchi (energie alternative, sanità, finanza).

ENEL (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 8.10 EUR

Rischio: ① ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.50	0.54	0.56
UT/AZ	0.54	0.60	0.63
P/E	15.00	13.50	12.86



Conquista della spagnola Endesa e rafforzamento in Russia e nell'Est Europa: il 2007 è stato un anno importante per il futuro di Enel.

FIAT (in EUR)

Settore automobilistico

Borsa di Milano • 17.26 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.30	0.45	0.45
UT/AZ	2.02	2.36	2.62
P/E	8.54	7.32	6.59



Dopo anni difficili, il 2007 è stato per Fiat l'anno della vera ripresa, pur con alti e bassi che ne condizionano ancora il prezzo.

FINMECCANICA (in EUR)

Industrie e servizi vari

Borsa di Milano • 22.24 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.48	0.58	0.70
UT/AZ	1.24	1.49	1.85
P/E	17.94	14.93	12.02



Finmeccanica incrocia le dita e spera di potersi aggiudicare nel 2008 un'importante gara per la fornitura di elicotteri alla Difesa Usa.

FONDIARIA - SAI (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 27.80 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	1.10	1.15	1.15
UT/AZ	2.96	3.04	3.07
P/E	9.39	9.14	9.06



Il gruppo è ancora alla ricerca di nuovi sviluppi nel ramo vita, sia tramite piccole acquisizioni sia tramite accordi di bancassicurazione.

GENERALI (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 31.01 EUR

Rischio: ① ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.75	0.85	0.90
UT/AZ	2.20	2.39	2.60
P/E	14.10	12.97	11.93



Protagonista di vivaci polemiche sulle regole di governo societario, scatenate da un fondo azionista. Ma per ora nulla o quasi è cambiato.

INTESA SANPAOLO (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 5.38 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	0.38	0.30	0.32
UT/AZ	0.62	0.52	0.62
P/E	8.68	10.35	8.68



Dopo la maxi-fusione del 2006, il 2007 è stato dedicato alla riorganizzazione del nuovo gruppo (specialmente nel risparmio gestito).

ITALCEMENTI (in EUR)

Costruzioni e immobili

Borsa di Milano • 14.42 EUR

Rischio: ① ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.36	0.36	0.36
UT/AZ	2.23	2.08	2.24
P/E	6.47	6.93	6.44



Il mattone frana e Italcementi ne segue l'andamento, perdendo in Borsa nella seconda metà del 2007 la crescita dei 18 mesi precedenti.

LUXOTTICA (in EUR)

Salute e farmacia

Borsa di Milano • 21.78 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.42	0.42	0.42
UT/AZ	1.16	1.21	1.31
P/E	18.71	18.07	16.66



I marchi acquisiti e i nuovi negozi nel Sud Est asiatico hanno aiutato Luxottica a superare con pochi danni la recente crisi dei mercati.

MEDIASET (in EUR)

Media e tempo libero

Borsa di Milano • 6.93 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.43	0.43	0.43
UT/AZ	0.47	0.49	0.53
P/E	14.74	14.14	13.08



La tv in Italia zoppica e la Spagna non basta a sollevare il titolo in Borsa. Per questo è alla ricerca d'occasioni nel settore "contenuti".

MEDIOBANCA (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 14.00 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

	2007-08	2008-09	2009-10
Div.	0.65	0.65	0.65
UT/AZ	1.25	1.26	1.32
P/E	11.20	11.11	10.61



Bene i conti, ma il 2007 si chiude col riassetto dell'azionariato (legato alla fusione Unicredit-Capitalia) ancora in via di definizione.

MONDADORI (in EUR)

Media e tempo libero

Borsa di Milano • 5.53 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.35	0.35	0.35
UT/AZ	0.42	0.50	0.50
P/E	13.17	11.06	11.06



All'interno di un settore già in difficoltà, i conti di Mondadori hanno deluso le attese, trascinando al ribasso anche il titolo in Borsa.

MONTE PASCHI (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 3.66 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.17	0.17	0.17
UT/AZ	0.36	0.34	0.36
P/E	10.17	10.76	10.17



Dopo anni di falliti tentativi di crescita ecco il colpo a sorpresa: l'acquisto di Antonveneta. Ma il prezzo pagato sembra troppo elevato.

SAIPEM (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 26.81 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.42	0.50	0.56
UT/AZ	1.99	1.52	1.71
P/E	13.47	17.64	15.68



Saipem ha saputo approfittare nel 2007 della corsa del prezzo del petrolio. Il portafoglio di commesse del gruppo continua a crescere.

TELECOM ITALIA (in EUR)

Telecomunicazioni

Borsa di Milano • 2.12 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.14	0.14	0.15
UT/AZ	0.16	0.19	0.20
P/E	13.25	11.16	10.60



La nuova "era" del dopo-Pirelli è partita con qualche difficoltà: prima le Authority in America Latina, poi le nuove nomine al vertice.

PIRELLI & C. (in EUR)

Industrie e servizi vari

Borsa di Milano • 0.74 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.20	0.03	0.03
UT/AZ	0.05	0.06	0.06
P/E	14.80	12.33	12.33



Il 2007 ha rappresentato un anno di svolta per il gruppo: dopo l'uscita dalle telecom, torna a focalizzarsi su pneumatici e immobiliare.

SEAT PG (in EUR)

Media e tempo libero

Borsa di Milano • 0.27 EUR

Rischio: ④ ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.01	0.01	0.02
UT/AZ	0.01	0.02	0.02
P/E	19.71	14.44	12.86



La società sta concludendo una fase di ristrutturazione, gli oneri finanziari sono elevati, ma le prospettive per il 2008 sono positive.

UNICREDIT (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 5.65 EUR

Rischio: ① ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	0.26	0.27	0.28
UT/AZ	0.56	0.70	0.83
P/E	10.09	8.07	6.81



Dopo anni di riflettori sulla crescita all'estero, nel 2007 l'Italia torna al centro delle strategie di gruppo con l'acquisto di Capitalia.

RECORDATI (in EUR)

Salute e farmacia

Borsa di Milano • 6.13 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.19	0.19	0.19
UT/AZ	0.42	0.45	0.47
P/E	14.60	13.62	13.04



Le licenze per la distribuzione dei nuovi farmaci e gli accordi per la distribuzione di lercanidipina hanno sostenuto Recordati nel 2007.

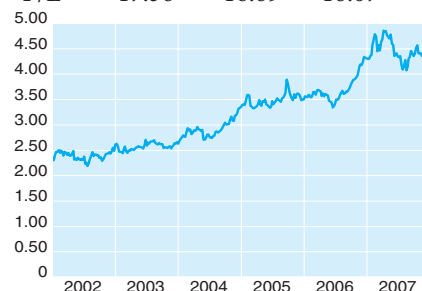
SNAM RETE GAS (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 4.34 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.21	0.22	0.23
UT/AZ	0.25	0.26	0.27
P/E	17.36	16.69	16.07



Snam Rete Gas ha dimostrato di saper ben reggere alle turbolenze di Borsa. Realizzerà la parte italiana del gasdotto italo-algerino Galsi.

UNIPOL (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 2.33 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	0.42	0.12	0.12
UT/AZ	0.19	0.21	0.22
P/E	12.26	11.10	10.59



Il 2007 si chiude con l'annuncio della restituzione agli azionisti (tramite un dividendo) dei capitali raccolti per la fallita Opa su Bnl.

ARCELORMITTAL (in EUR)

Siderurgia

Borsa di Amsterdam • 52.65 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	1.10	1.10	1.15
UT/AZ	5.00	5.40	5.60
P/E	10.53	9.75	9.40



Il dinamismo del gruppo (investimenti, buoni risultati...) e il contesto favorevole del settore consentono la risalita del titolo.

BP (in p.)

Energia e servizi

Borsa di Londra • 621.50 p.

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	21.61	23.23	24.75
UT/AZ	54.40	55.00	54.50
P/E	11.42	11.30	11.40



Per evitare gli incidenti industriali che hanno pesato sui risultati 2007, il nuovo management ha lanciato un piano di ristrutturazione.

DEXIA (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Bruxelles • 17.08 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	0.67	0.75	0.84
UT/AZ	2.17	2.40	2.70
P/E	7.87	7.12	6.33



Dexia ha sorpreso annunciando di essere colpita dalla crisi dei subprime tramite la controllata americana. Niente d'allarmante tuttavia.

BANK OF AMERICA (in USD)

Settore finanziario

Borsa di New York • 41.46 USD

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	2.40	2.60	2.75
UT/AZ	3.80	4.30	4.60
P/E	10.91	9.64	9.01



Anche se il ramo banca d'investimento ha mostrato qualche debolezza, il gruppo è stato relativamente risparmiato dalla crisi dei subprime.

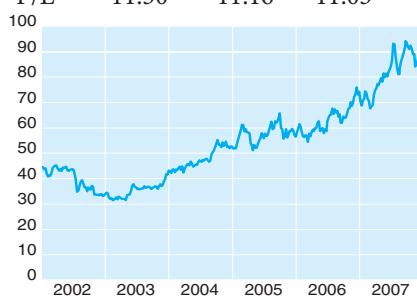
CHEVRON (in USD)

Energia e servizi

Borsa di New York • 93.75 USD

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	2.26	2.50	2.65
UT/AZ	8.30	8.40	8.50
P/E	11.30	11.16	11.03



Quest'azione, entrata da poco nella nostra selezione, si è comportata molto bene nel 2007, ma il suo potenziale di crescita non è esaurito.

FORTIS (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Bruxelles • 18.28 EUR

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	1.15	1.20	1.25
UT/AZ	2.95	2.50	3.43
P/E	6.20	7.31	5.33



L'acquisizione di una parte di ABN Amro, l'aumento di capitale e la comunicazione lacunosa hanno alimentato i timori degli investitori.

BELGACOM (in EUR)

Telecomunicazioni

Borsa di Bruxelles • 34.08 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	1.58	1.65	1.73
UT/AZ	2.77	2.72	2.71
P/E	12.30	12.53	12.58



Il titolo non è scampato al crollo delle Borse dell'estate 2007, ma si è ripreso piuttosto rapidamente grazie a risultati sopra le attese.

CIBA SPECIALTY (in CHF)

Chimica

Borsa di Zurigo • 51.90 CHF

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	3.00	3.10	3.10
UT/AZ	4.95	5.45	6.00
P/E	10.48	9.52	8.65



Gli investitori perdono la pazienza di fronte a un miglioramento del margine industriale inferiore alle attese. L'azione è conveniente.

GENERAL MOTORS (in USD)

Settore automobilistico

Borsa di New York • 26.06 USD

Rischio: ④ ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	1.00	1.00	2.00
UT/AZ	-1.00	-0.50	1.50
P/E	0.00	0.00	17.37



Venuta meno l'euforia legata alle riduzioni dei costi, i dubbi sulla capacità del gruppo di rilanciare le vendite hanno pesato sul titolo.

INBEV (in EUR)

Alimentari e bevande

Borsa di Bruxelles • 56.92 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.68	0.75	0.83
UT/AZ	2.90	3.20	3.50
P/E	19.63	17.79	16.26



Andamento positivo, ma altalenante, a causa delle difficoltà in Europa occidentale e dell'impatto del rincaro delle materie prime.

ING (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Amsterdam • 26.85 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	1.40	1.50	1.65
UT/AZ	4.35	3.99	4.20
P/E	6.17	6.73	6.39



Il titolo ha sofferto della crisi dei mutui subprime, ma l'espansione all'estero e il suo modello di banca sono efficaci e convincenti.

INTEL (in USD)

Alta tecnologia

Borsa di Nasdaq • 26.83 USD

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.45	0.51	0.55
UT/AZ	1.20	1.40	1.51
P/E	22.36	19.16	17.77



Grazie anche alla ristrutturazione del 2006, quest'anno Intel ha aumentato gli utili e ristappato la leadership tecnologica a AMD.

KRAFT FOODS (in USD)

Alimentari e bevande

Borsa di New York • 32.93 USD

Rischio: ① ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	1.04	1.08	1.14
UT/AZ	1.59	1.76	2.02
P/E	20.71	18.71	16.30



Il titolo quest'anno non ha fatto scintille: gli investitori temono l'impatto del rincaro delle materie prime sulla redditività del gruppo.

NATIONAL GRID (in p.)

Energia e servizi

Borsa di Londra • 845.50 p.

Rischio: ① ➤ ACQUISTARE

	2007-08	2008-09	2009-10
Div.	30.70	33.00	35.00
UT/AZ	58.20	64.20	68.50
P/E	14.53	13.17	12.34



La focalizzazione sull'attività strategica e lo sviluppo negli Usa (acquisto di Keyspan) sosterranno la tendenza al rialzo del titolo.

NOKIA (in EUR)

Alta tecnologia

Borsa di Helsinki • 26.75 EUR

Rischio: ④ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.46	0.49	0.52
UT/AZ	1.39	1.43	1.51
P/E	19.24	18.71	17.72



Il successo nei cellulari di alta gamma e sui mercati emergenti ha gonfiato gli utili di Nokia, ma la salita del titolo ci sembra eccessiva.

PEARSON (in p.)

Media e tempo libero

Borsa di Londra • 742.50 p.

Rischio: ① ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	31.00	32.50	34.00
UT/AZ	46.26	50.79	53.03
P/E	16.05	14.62	14.00



A inizio anno il titolo ha beneficiato ancora delle voci di acquisizione e dei buoni risultati, ma i guadagni si sono presto volatilizzati.

PFIZER (in USD)

Salute e farmacia

Borsa di New York • 22.92 USD

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	1.16	1.30	1.45
UT/AZ	2.10	2.35	2.50
P/E	10.91	9.75	9.17



Il titolo, che ha registrato qualche calo in Borsa nel corso di un anno difficile per tutto il settore farmaceutico, resta conveniente.

RENAULT (in EUR)

Settore automobilistico

Borsa di Parigi • 98.50 EUR

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	3.70	4.50	5.00
UT/AZ	9.60	11.60	14.80
P/E	10.26	8.49	6.66



Il prezzo ai massimi storici e i dubbi sull'andamento dei consumi hanno spinto gli investitori a incassare i guadagni realizzati sul titolo.

SOLVAY (in EUR)

Chimica

Borsa di Bruxelles • 95.47 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	2.10	2.20	2.20
UT/AZ	9.15	9.00	9.30
P/E	10.43	10.61	10.27



Peggiorano le prospettive di Solvay, dopo la mancata omologazione del Bifeprunox negli Usa. Ai prezzi attuali, l'azione resta cara.

SUEZ (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Parigi • 47.08 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	1.35	1.45	1.60
UT/AZ	2.50	2.74	3.03
P/E	18.83	17.18	15.54



Il titolo ha beneficiato delle prospettive che si sono aperte con l'annuncio dell'avvicinamento strategico con la connazionale GDF.

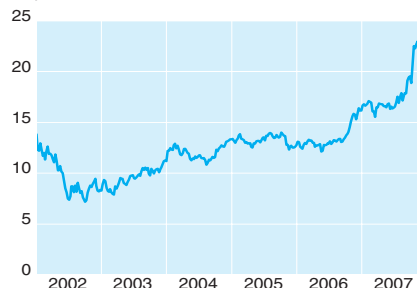
TELEFÓNICA (in EUR)

Telecomunicazioni

Borsa di Madrid • 22.51 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

	2007	2008	2009
Div.	0.75	1.00	1.15
UT/AZ	1.38	1.59	1.81
P/E	16.31	14.16	12.44



Le attività del gruppo viaggiano a gonfie vele in America Latina, ma Telefonica si difende piuttosto bene anche sul mercato spagnolo.

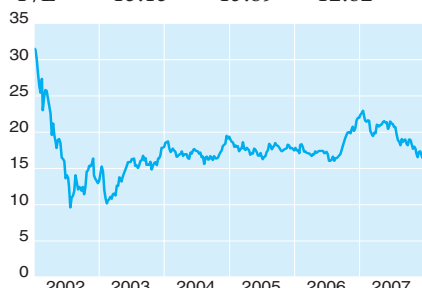
TIME WARNER (in USD)

Media e tempo libero

Borsa di New York • 16.67 USD

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	0.25	0.28	0.30
UT/AZ	1.10	1.20	1.30
P/E	15.15	13.89	12.82



La ripresa del titolo a fine 2006 è durata poco (transizione non conclusa), ma i nuovi vertici dovrebbero adottare misure più radicali.

UBS (in CHF)

Settore finanziario

Borsa di Zurigo • 52.60 CHF

Rischio: ① ➤ ACQUISTARE

	2007	2008	2009
Div.	0.00	2.20	2.30
UT/AZ	-1.00	4.20	4.90
P/E	0.00	12.52	10.73



La crisi dei subprime e il conseguente crollo delle Borse hanno colpito in pieno UBS, ma il nuovo management sembra capace e determinato.

UCB (in EUR)

Salute e farmacia

Borsa di Bruxelles • 31.15 EUR

Rischio: ④ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.71	0.71	0.71
UT/AZ	1.80	1.55	1.60
P/E	17.31	20.10	19.47



Anno nero per UCB, a cui è stata rifiutata la commercializzazione del Cimzia sia negli Usa sia in Europa. L'azione resta comunque cara.

VESTAS WIND (in DKK)

Industrie e servizi vari

Borsa di Copenhagen • 542.00 DKK

Rischio: ④ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	0.00	4.55	5.96
UT/AZ	9.59	18.22	23.85
P/E	56.52	29.75	22.73



Quest'anno l'impennata del greggio e il conseguente crescente interesse per le energie alternative hanno spinto al rialzo il titolo.

VODAFONE GROUP (in p.)

Telecomunicazioni

Borsa di Londra • 189.50 p.

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

	2007-08	2008-09	2009-10
Div.	7.00	7.80	8.60
UT/AZ	11.70	12.70	13.80
P/E	16.20	14.92	13.73



I buoni risultati sui suoi difficili mercati europei sono rassicuranti e gli investimenti nei Paesi emergenti cominciano a dare frutti.

VOLKSWAGEN (in EUR)

Settore automobilistico

Borsa di Francoforte • 155.30 EUR

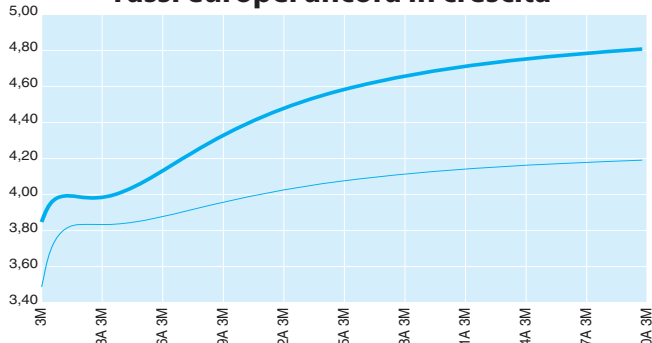
Rischio: ③ ➤ VENDERE

	2007	2008	2009
Div.	1.50	1.70	2.00
UT/AZ	9.70	10.80	12.40
P/E	16.01	14.38	12.52



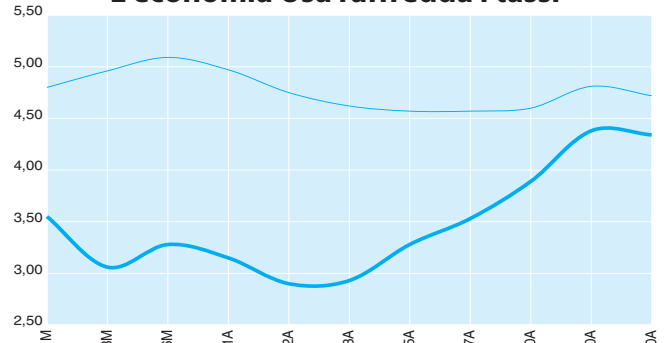
Le speculazioni sull'acquisizione del gruppo da parte di Porsche hanno spinto ai massimi storici il titolo, che però in seguito è sceso.

Tassi europei ancora in crescita



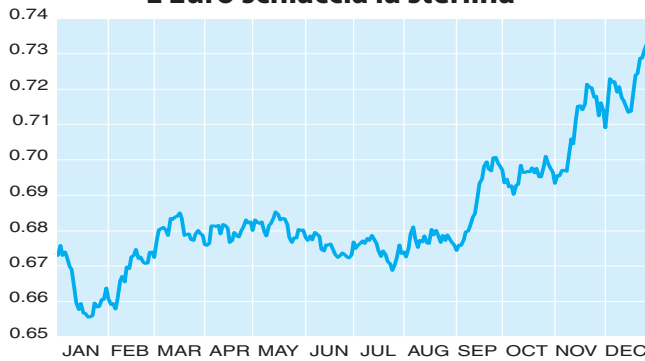
Nei primi 6 mesi 2007 la Banca centrale europea ha aumentato per due volte il tasso ufficiale, che poi è rimasto fisso per il resto dell'anno; anche i tassi di mercato (in neretto quelli di oggi, linea sottile un anno fa) sono aumentati.

L'economia Usa raffredda i tassi



Il rallentamento dell'economia americana, aggravato dalla crisi dei mutui subprime, ha spinto la Banca centrale a intervenire sui tassi, che si sono ridotti su ogni scadenza (in neretto quelli odierni, linea sottile un anno fa).

L'Euro schiaccia la sterlina



Il 2007 è stato l'anno del crollo della moneta inglese nei confronti dell'euro: si è rotto l'equilibrio che il cambio delle due valute aveva dimostrato lo scorso anno e il cambio è volato a oltre 0,73 sterline per un euro.

Dollaro australiano al cardiopalma



Il rapporto tra l'euro e la moneta australiana è stato molto volatile nel corso dell'anno, scendendo fino a quota 1,56 dollari per un euro per ben due volte, per poi volare oltre 1,70 e concludere l'anno vicino ai valori di inizio anno.

La forza dell'euro sul biglietto verde



Per il secondo anno consecutivo l'euro ha trionfato sulla valuta americana. Il valore dell'euro nei confronti del dollaro ha raggiunto nuovi record, sostenuto dalla diversa politica monetaria delle rispettive banche centrali.

L'euro vince anche sulla corona svedese



Il super euro non ha risparmiato colpi nemmeno alla valuta svedese: pur con diverse oscillazioni, il cambio delle due valute ha favorito la moneta unica e per la corona svedese ogni tentativo di recupero è fallito.

©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: 187,80 €. Abbonamento annuale a Soldi Sette + Fondi Comuni: 245,60 €. 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, mercati obbligazionari; Pietro Cazzaniga: lusso, tessile, alimentare, compagnie aeree, strumenti di risparmio gestito; Danilo Magno: energia, gas, aziende industriali, strumenti di risparmio gestito, mercati obbligazionari, valute; Pia Miglio: costruzioni, alimentari, aziende industriali, strumenti di risparmio gestito, mercati obbligazionari, valute; Michela Sirtori: bancario, assicurazioni, media, aziende industriali, telecom, mercati obbligazionari.

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>. Tutti i consigli, azionari e obbligazionari, se non diversamente specificato, vengono 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 riconsiderati 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 lunedì alle ore 9, mentre i cambi sono quelli di chiusura del venerdì.

Stampa: Graphicscalve S.p.A. - Vimlinore di Scalve (Bg). Reg. Trib. Milano n.º 631 del 30.08.1991. Direttore responsabile: Vincenzo Somma.