

Cronaca di un anno difficile sia per le Borse, sia per i settori. La crisi non ha risparmiato praticamente nessuno, ma c'è chi ha resistito meglio di altri. **pp. 7-8**

Azioni italiane e estere, facciamo il punto della situazione per vedere "in un colpo d'occhio" come si sono comportate nell'anno appena concluso. **pp. 9-15**

Sui mercati obbligazionari la crisi si è tradotta in un generale abbassamento dei tassi; l'euro ha recuperato terreno su molte valute, ma non sul dollaro. **p. 16**

30 Dicembre 2008 - N° 817

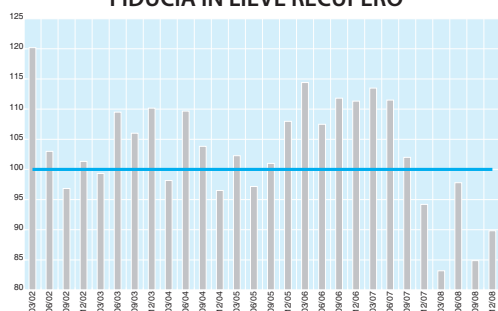


# Soldi Sette

## Un anno migliore

Il 2008 non è stato facile: la crisi ha trascinato in recessione vari Paesi e ha pesato sulle Borse. In questo numero tiriamo le fila di quanto è successo e cerchiamo di valutare quanto potrà accadere. Non è un compito facile, ma noi abbiamo qualcuno che ci aiuta: voi! L'indice Soldi Sette è, infatti, l'unico che misura le aspettative in campo economico e finanziario di voi risparmiatori italiani. E i segnali che ci avete dato alimentano qualche speranza. A dicembre l'indice che esprime la fiducia sul futuro della vostra situazione economica si è attestato a quota 89,8: un valore pessimista - l'indice oscilla da 0, pessimismo cosmico, a 200, sfrenata euforia, con quota 100 a fare da spartiacque - ma comunque in recupero rispetto al livello di 84,9 toccato a settembre. Con gli investimenti finanziari, poi, le cose vanno ancora meglio (da 106,8 a 109,2). La voglia d'investire cresce non solo nei confronti delle "tranquille" obbligazioni (da 101,8 a 106), ma anche verso le più rischiose azioni (da 99,8 a 105,3). Significa che le Borse hanno ormai toccato il fondo? È vero, la prudenza si impone: i listini faranno su e giù ancora per un po' e, come il caso Madoff insegna, le sorprese negative potrebbero non essere finite. Escludendo però altre truffe, che si possono prevedere solo con la sfera di cristallo, il tempo dei crolli del 20-30% dovrebbe essere ormai essere un ricordo del passato. Un buon anno a tutti!

FIDUCIA IN LIEVE RECUPERO



L'indice Soldi Sette di dicembre ci dice che siete ancora pessimisti sul futuro dell'economia (la linea a quota 100 indica stabilità), ma meno di quanto non lo foste tre mesi fa.

## MERCATI

### Prepararsi al 2009

*Dopo un 2008 difficile, anche il 2009 non sarà una passeggiata né per le Borse né per i mercati obbligazionari. Ecco la strategia secondo noi migliore per affrontare le bufere dei mercati.*

Nel corso del 2008 la crisi immobiliare e quella del settore finanziario hanno messo a dura prova gli investitori. E il 2009? Il nuovo anno non nasce certo sotto i migliori auspici, con la recessione ormai ufficializzata in molte tra le principali economie mondiali (Italia compresa). Questo non significa, però, rassegnarsi a veder andare alla deriva i propri investimenti; anzi, è proprio in momenti come questi che bisogna fare particolare attenzione alle proprie scelte di portafoglio. Negli investimenti in azioni alcuni settori restano ancora troppo rischiosi per un acquisto, ma in altri comparti ci può essere qualche occasione buona. Attenzione anche agli investimenti in obbligazioni: titoli di Stato e *bond* delle società non sono equivalenti. E infine, non dimenticate la liquidità. **pp. 2-4**

## AZIONI

### Scelte oculate

*Il settore finanziario è stato il protagonista, purtroppo in negativo, di un 2008 decisamente da dimenticare. Facciamo il punto sull'anno appena trascorso e sulle prospettive per quello che sta per cominciare.*

Partita dagli ormai famigerati mutui *subprime*, la crisi finanziaria si è allargata fino a livelli difficilmente prevedibili: le difficoltà delle famiglie per ripagare il finanziamento per l'acquisto di una casa hanno contagiato le stesse banche. Gli istituti di credito, a corto di capitali e timorosi di incappare in altri "cattivi" debitori, hanno stretto sempre più i cordoni delle Borse; famiglie e imprese hanno così ridotto consumi e investimenti. E il 2009? Le banche stanno cercando di reagire rafforzando il proprio capitale, attingendo sia dai propri azionisti (aumenti di capitale) sia dagli aiuti pubblici, che negli ultimi mesi si sono moltiplicati. Ma il problema principale rimane la mancanza di fiducia, che spinge le banche a non prestarsi denaro l'una con l'altra. Finché questa situazione non verrà sanata, il settore finanziario è destinato a rimanere fragile. **pp. 5-6**

# Il 2009 sarà un anno da dimenticare?

*Il 2008 è stato un anno doloroso per gli investitori, che in seguito alla crisi immobiliare e delle Borse hanno perso in pochi mesi i guadagni accumulati negli ultimi anni. Anche il 2009 si annuncia difficile: se il 2008 è stato l'anno della crisi finanziaria, il prossimo anno sarà quello della recessione. In questo contesto, quale strategia d'investimento è meglio adottare?*

## Una "semplice" recessione?

- L'attività economica è per sua natura ciclica, con fasi di crescita e di calo che si succedono l'una dopo l'altra. Il *National bureau of economic research (Nber)*, organismo di ricerca statunitense, ha individuato negli Usa 32 cicli economici tra il 1854 e il 2001. In media passano quindi 56 mesi tra l'inizio di una recessione e quella successiva. Visto che l'ultima ufficialmente recensita risale al marzo 2001 non sembra quindi così anomalo il fatto che gli Usa siano oggi di nuovo in recessione. Sempre secondo l'*Nber* una recessione dura in media 17 mesi negli Usa, ma solo 10 mesi nei casi che vanno dalla seconda guerra mondiale ad oggi: l'economia americana, in crisi dal dicembre 2007, sembrerebbe dunque vicina all'uscita dal tunnel.
- I mercati finanziari non condividono però questa visione e anticipano per il 2009 un'aggravarsi della situazione. Anche il Fondo monetario internazionale prevede per il 2009, per la prima volta dalla seconda guerra mondiale, un calo generalizzato del Pil (la ricchezza complessivamente prodotta) nei Paesi industrializzati.
- Vivremo quindi, con tutta probabilità, la prima recessione a livello planetario. Negli ultimi anni c'è stato un certo scollamento tra le economie industrializzate, da una parte, e quelle emergenti, dall'altra. Mentre negli Usa e in Europa si percepivano già i primi sintomi della recessione, alcuni Paesi emergenti, come la Cina, continuavano a mettere a segno dei tassi di crescita di tutto rispetto. La crescente mondializzazione delle economie ha però attenuato sempre più queste differenze: oggi anche i Paesi emergenti, dovendo fare i conti con il calo delle loro esportazioni sui mercati industrializzati e con il crollo dei prezzi delle materie prime, corrono molto meno.

## Delle circostanze aggravanti

- Lo scoppio della bolla immobiliare americana è alla base della recessione mondiale, ma la crisi del settore finanziario ha rappresentato un'aggravante. Quando infatti la solidità finanziaria delle banche è minacciata come lo è oggi, queste ultime limitano drasticamente la concessione di crediti, dando così il colpo di grazia a un'economia già in frenata: senza i finanziamenti, le imprese riducono gli investimenti e le famiglie limitano i consumi.
- Negli ultimi anni l'aumento dei crediti concessi dalle banche (che aveva superato addirittura il +10,5% annuo negli Usa) aveva sensibilmente rafforzato una crescita già vigorosa, mentre ora che l'economia ne avrebbe più bisogno le istituzioni finanziarie hanno chiuso i rubinetti. Basti pensare che nel secondo trimestre 2008 le banche americane hanno concesso meno crediti (-5,8%) rispetto all'anno precedente.

## Banche centrali con le armi spuntate

- Negli ultimi mesi l'aggravarsi della situazione economica ha spinto le autorità monetarie della maggior parte dei Paesi industrializzati a ridurre più volte, e per importi consistenti, i loro tassi ufficiali per cercare di arginare gli effetti negativi della crisi. Ma non è bastato: i tassi ufficiali erano già globalmente poco elevati all'inizio della crisi e hanno quindi limitato il margine di manovra a disposizione delle Banche centrali. Inoltre, a causa della crisi del sistema finanziario, i cali dei tassi orchestrati dalle Banche centrali hanno avuto un impatto ancora limitato sull'economia reale.
- La crisi di fiducia ha infatti indotto le banche a concedere sempre meno prestiti e a condizioni sempre più penalizzanti. Del resto l'esempio giapponese (vedi riquadro qui sotto), che presenta numerose similitudini con la crisi attuale, dimostra che in alcune situazioni neppure un tasso ufficiale nullo è sufficiente a rilanciare l'attività economica in maniera duratura.

### Lo scenario giapponese

*Tra il 1986 e il 1990 il Giappone ha vissuto un'impennata dei prezzi di Borsa, con il Nikkei (l'indice della Borsa di Tokio) che era addirittura quadruplicato; allo stesso tempo, anche gli immobili avevano registrato un forte incremento dei prezzi. Dal 1999, quando il Nikkei aveva raggiunto i 39.000 punti, ad oggi la Borsa giapponese ha conosciuto dei periodi di ripresa, ma la tendenza generale è stata al ribasso. A novembre l'indice si attestava a circa 7500 punti, praticamente l'80% in meno del suo massimo. Oggi si evoca spesso lo scenario giapponese: questo perché il crollo della Borsa e dei prezzi immobiliari aveva portato allora il Giappone, come oggi il mondo intero, a un crollo del sistema finanziario a cui erano seguiti anni in cui le autorità giapponesi si erano sforzate di sostenere in maniera indiscriminata le loro banche (anche quelle poco solvibili). L'economia nipponica ha impiegato molto tempo per "digerire" gli eccessi degli anni d'oro, e quei Paesi che vent'anni fa criticavano il modo di gestire la crisi giapponese oggi sono talora tentati di ricorrere alle stesse armi delle autorità nipponiche, difendendo a spada tratta anche quei settori e quelle società che erano in difficoltà già prima della crisi. Non è quindi un caso che si tema oggi uno scenario simile a quello giapponese, che ha rappresentato un vero incubo per gli investitori e che è stato caratterizzato dalla stagnazione economica nonostante dei tassi d'interesse ufficiali praticamente ridotti a zero.*

- Anche i governi si sono mobilitati per sostenere l'attività economica con misure fiscali, che però solo in alcuni casi hanno dato i frutti sperati. Non sempre infatti un aumento delle spese statali basta a sostenere un'economia, e d'altronde non è detto che degli alleggerimenti fiscali spingano le famiglie e le imprese a consumare e investire di più. In Giappone, ad esempio, gli innumerevoli piani di rilancio realizzati negli anni '90 hanno avuto come unica conseguenza l'impennata del debito pubblico, che è passato da circa 70% del Pil nel 1990 al 180% attuale.

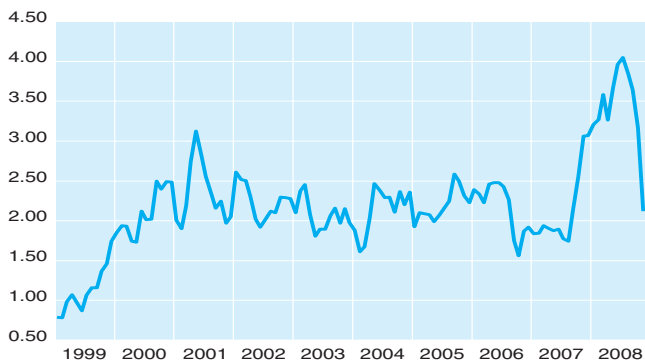
## E dopo la crisi?

- Il 2009 si annuncia difficile per tutti. Alcune economie dovrebbero però riprendersi prima delle altre, a cominciare da quelle, come la Germania, che presentano meno squilibri sul piano economico. Ad accusare di più la crisi saranno invece quelle che hanno conosciuto il *boom* immobiliare negli ultimi anni o devono fare i conti con una forte crescita dell'indebitamento del settore privato, come gli Usa, la Gran Bretagna, l'Australia, il Canada e la Francia. Non è il caso comunque di condannare inesorabilmente queste economie: il debole indebitamento offre, ad esempio, reali possibilità di ripresa al Canada e all'Australia, tra l'altro ben posizionati per beneficiare del dinamismo asiatico.
- Anche gli Usa, nonostante dei conti in rosso, hanno un ampio margine di manovra a livello di bilancio. Non è, invece, così per il Regno Unito e la Francia e neppure per la Spagna che, pur avendo sfruttato gli anni di forte crescita economica per risanare le finanze pubbliche, non riuscirà a uscire rapidamente dalla crisi. In definitiva, la Germania dovrebbe superare più facilmente di tutti la crisi, mentre l'Inghilterra, la Spagna e la Francia dovrebbero soffrire un po' più a lungo. Tra questi due estremi si posizionano gli Usa, il Canada e l'Australia.
- L'evolversi della situazione è ancora meno prevedibile per i Paesi emergenti che, pur in proporzioni minori, hanno comunque conosciuto degli eccessi finanziari e immobiliari. Molti di questi Paesi conservano un potenziale di crescita elevato e una buona gestione della crisi da parte delle autorità potrebbe sostenerli. Tuttavia sono economie molto dipendenti dalle esportazioni verso i Paesi industrializzati: di conseguenza, senza una ripresa della domanda mondiale, difficilmente riusciranno a superare la crisi.

## La corsa ai titoli di Stato

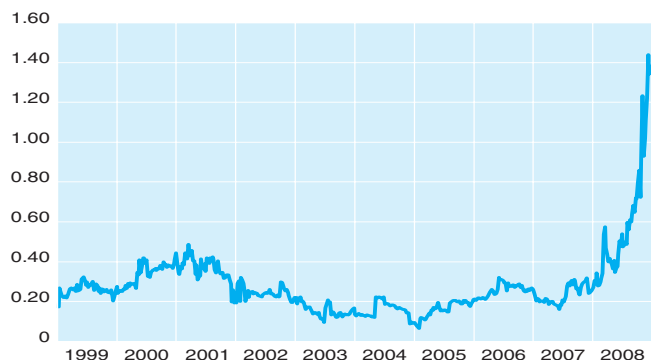
- La fuga dai mercati azionari in tempesta e la forte avversione al rischio hanno spinto gli investitori a cercare rifugio nei mercati obbligazionari e in particolare in titoli emessi da Stati solidi, come gli Usa, la Germania o la Svizzera. Di conseguenza, i rendimenti offerti da questi tipi di titoli sono scesi sensibilmente.
- Una discesa che potrà ancora continuare nel 2009? Certo ci sono alcuni elementi che spingono a dire di no, in particolare il moltiplicarsi dei piani di salvataggio e di rilancio economico, che fanno aumentare il fabbisogno di denaro pubblico e spingono gli Stati a ricorrere sempre più ai mercati del credito per finanziarsi. La domanda di finanziamenti da parte del settore pubblico finisce quindi per competere sempre più con quella del settore privato, anch'esso a caccia di fondi, e di conseguenza gli Stati potrebbero trovarsi costretti a offrire rendimenti più alti per attrarre gli investitori.
- D'altro canto, però, se "l'offerta" di titoli sarà elevata, anche la "domanda" di titoli di Stato rimarrà secondo noi altrettanto elevata: l'incertezza sulle Borse la farà da padrone anche nel 2009, spingendo ancora gli investitori verso il "porto sicuro" dei titoli di Stato. Un elemento che, secondo noi, riuscirà a più che compensare il maggior fabbisogno di capitali degli Stati. Per questo motivo, ci aspettiamo ulteriori abbassamenti dei rendimenti, tanto più che continueranno secondo noi a rallentare i due elementi a cui sono legati i tassi d'interesse a lungo termine: la crescita economica e l'inflazione (vedi grafico *La fiammata dei prezzi si sta estinguendo*).
- Continuiamo perciò a consigliare titoli con scadenze lunghe sia per i *bond* in dollari Usa (tra 10 e 15 anni) sia per i *bond* in euro (oltre i 15 anni).
- A proposito dei *bond* in euro, poi, i titoli italiani rappresentano un caso un po' particolare: il nostro Paese viene infatti percepito come un po' più "rischioso" di altri, e di conseguenza continuano a mantenere un rendimento superiore rispetto a alcuni "colleghi" europei. Anzi, il differenziale di rendimento tra il BTP e altri titoli europei (ad esempio con il *bund* tedesco) è aumentato a livelli record (vedi grafico *Una differenza tutt'altro che trascurabile*): motivo in più per "fissare" il rendimento attuale acquistando titoli a lungo termine, a patto di poterli mantenere fino a scadenza.

LA FIAMMATA DEI PREZZI SI STA ESTINGUENDO



Dopo l'impennata legata al caro-petrolio, l'inflazione nell'eurozona sta rapidamente ritornando nei ranghi: un andamento che dovrebbe secondo noi proseguire nei prossimi mesi, contribuendo anche alla riduzione dei tassi di interesse sulle scadenze più lunghe.

UNA DIFFERENZA TUTT'ALTRO CHE TRASCURABILE



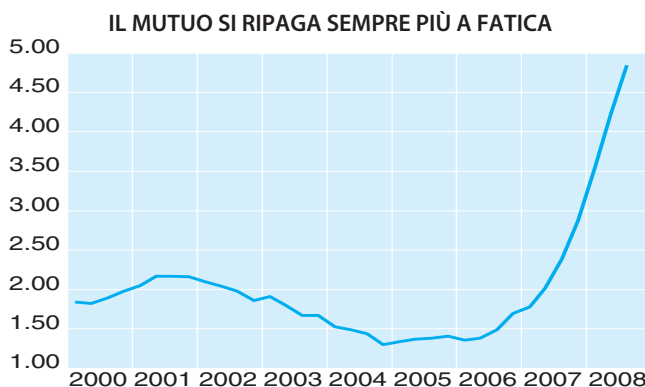
Se è vero che in generale i rendimenti dei titoli di Stato europei si sono abbassati, è però aumentata fino a livelli record la differenza tra il rendimento dei BTP italiani e quello dei Bund tedeschi: da quando esiste l'euro a oggi, non si era mai arrivati a questi livelli.

## I bond corporate come alternativa?

- E le obbligazioni emesse dalle società? Sono un buon investimento in questo momento? È vero che questi titoli, in molti casi, offrono oggi rendimenti superiori a quelli dei titoli di Stato: le difficoltà nell'ottenere dei finanziamenti costringono le società a offrire condizioni migliori ai potenziali investitori.
- All'aumento del rendimento, però, è legato anche un aumento del rischio, tra l'altro non sempre "identificato" nel *rating* (il giudizio di affidabilità emesso da agenzie specializzate). L'investimento in questi titoli, quindi, non è da escludere a priori ma è da valutare attentamente.
- Tanto più che la differenza di rendimento è elevata rispetto a titoli di Stato come il *bund* tedesco, mentre la differenza rispetto al BTP italiano è meno marcata e in molti casi non crediamo sufficiente a "ripagare" il maggior rischio di questi titoli.

## Investimenti in Borsa: meglio andarci coi piedi di piombo

- La scelta degli investimenti in Borsa è complicata dal fatto che la recessione attuale è diversa da quella degli ultimi decenni. Le altre recessioni erano state infatti precedute da periodi di forte inflazione, come negli anni '70 quando i due *shock* petroliferi avevano fatto salire alle stelle i prezzi al consumo.
- Oggi, però, l'inflazione è un problema passato decisamente in secondo piano, come dimostrano gli ultimi dati pubblicati sia in Europa sia nel resto del mondo. Il rapido crollo dei prezzi degli attivi finanziari, immobiliari e delle materie prime hanno infatti limitato questa minaccia. Anzi, nella situazione attuale non è del tutto da escludere uno scenario simile a quello giapponese né quello di una nuova Grande depressione come quella degli anni Trenta (vedi riquadro qui a lato). L'uscita dalla crisi non si annuncia quindi così facile, tanto più che gli squilibri economici alla sua origine non sono secondo noi ancora stati risolti.
- Per uscire dalla crisi lo scenario più probabile resta quello di una ripresa del credito e dei consumi delle famiglie nei mercati anglosassoni, su cui i Paesi esportatori – come ad esempio la Germania, il Giappone e la Cina – contano per poter vendere i propri prodotti.



L'attuale peggioramento della congiuntura economica pesa sulla capacità delle famiglie americane di rimborsare i propri mutui. La percentuale di mancati rimborsi dei mutui negli Usa ha registrato negli ultimi mesi una vera e propria impennata.

- Tuttavia, come durante la Grande depressione, i consumatori americani sono oggi molto indebitati e, a causa dell'esplosione della bolla immobiliare e dell'aumento della disoccupazione, aumenta il numero delle famiglie nell'impossibilità di rimborsare i propri crediti (vedi grafico *Il mutuo si ripaga sempre più a fatica*).
- Se la ripresa dovesse passare attraverso un ritorno al credito sfrenato e a dei livelli record di indebitamento, non sarebbe duratura. Di conseguenza, i Paesi che sperano di poter far ripartire le loro economie solo grazie alle esportazioni, senza contare sui propri mercati interni, rischiano di restar delusi ora che la recessione non è più confinata solo a singoli Paesi ma colpisce il mondo intero.
- Per gli investimenti in Borsa meglio rimanere prudenti: la selettività e la diversificazione restano le parole d'ordine nella costituzione del vostro portafoglio. In attesa di schiarite sul settore, continuiamo a sconsigliarvi l'acquisto di titoli del comparto finanziario. Negli altri settori, ci sono opportunità di acquisto ma solo in pochi, selezionati casi.

## Infine: non dimenticate la liquidità

- Ve lo diciamo già da tempo, ma visto il perdurare dell'incertezza sui mercati ci sembra doveroso ribadire ancora una volta l'importanza della liquidità.
- Finché la situazione economica mondiale non volgerà al bel tempo, sia le azioni sia le obbligazioni rischiano di subire forti oscillazioni nei prezzi: "ammortizzate" gli scossoni per il vostro portafoglio dedicando una quota del capitale a vostra disposizione agli strumenti monetari.

## Una nuova Grande depressione?

La Grande depressione che ha segnato gli anni '30 era stata preceduta, come la crisi attuale, da un boom del credito, da forti turbolenze sui mercati di Borsa e dall'indebolimento del sistema finanziario. I dati della Grande depressione erano però molto più allarmanti di quelli attuali. In quegli anni oltre 2000 banche sono fallite negli Usa e i crediti concessi sono diminuiti di circa un terzo. Tra il 1929, l'apice della crisi, e il 1932, il Dow Jones, l'indice principale della Borsa americana, ha perso quasi il 90% del valore e solo nel 1939 (in seguito alla seconda guerra mondiale e al rilancio della macchina da guerra statunitense) l'economia è veramente ripartita. Nel frattempo il Paese aveva conosciuto diversi anni di deflazione che avevano ostacolato il rimborso dei crediti e frenato gli acquisti delle famiglie, preoccupate anche da una disoccupazione che aveva raggiunto il 20% della popolazione attiva. Inoltre le autorità di allora, poco abituate ad affrontare situazioni simili, non avevano reagito con la rapidità necessaria. Anche se la recessione rischia di perdurare, ci sembra quindi che la crisi attuale debba assumere proporzioni minori rispetto a quella degli anni '30, grazie anche alla migliore comprensione dei meccanismi che regolano i mercati finanziari e del funzionamento dell'economia che ha permesso alle autorità di agire più rapidamente per limitare i danni.

## 2008: l'annus horribilis delle banche

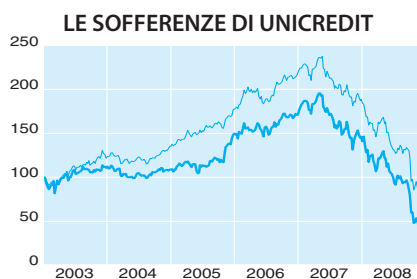
La crisi che quest'anno ha travolto il sistema finanziario mondiale non ha precedenti. Mai in passato si è assistito a un simile sconvolgimento dei mercati, del settore bancario e di quello assicurativo. Innescata dai mutui subprime, la crisi è culminata con una serie di fallimenti di istituti bancari, tra i quali *Lehman brothers* ha rappresentato il caso più eclatante. In Borsa i titoli son crollati creando occasioni di acquisto. I dubbi ancora da risolvere e le sfide da affrontare sono però ancora molti e ci sembra presto per consigliarvi di tornare a comprare i titoli di questo settore.

### Effetto domino

- È cominciata quasi in sordina qualche anno fa la crisi dei mutui subprime, con qualche abitante di uno sperduto villaggio negli Usa che, troppo indebitato, non è riuscito a pagare il mutuo contratto per comprare la propria casa o per finanziare l'acquisto di un immobile più grande, per poi propagarsi a macchia d'olio e con grande violenza sia negli Usa, sia in Europa.
- La crisi, che non si è ancora risolta e che si prevede ancora lunga, ha toccato il suo apice lo scorso settembre con la vicenda *Lehman brothers*. La storica banca d'affari statunitense, molto esposta sul mercato dei *cds - credit default swaps*, contratti che permettono di proteggersi dal rischio che chi ha avuto credito poi non lo ripaghi - ha chiesto l'ammissione al *Chapter 11*, l'anticamera del fallimento, provocando così un maremoto nei mercati.
- Nonostante gli interventi straordinari messi in campo dalla *Federal reserve*, la Banca centrale statunitense, che ha cercato di salvare più istituti di credito, banche d'affari e assicurazioni possibile - per esempio *Aig*, *Washington mutual* o il matrimonio tra *Merrill Lynch* e *Bank of America* - una fortissima crisi di fiducia ha travolto le Borse mondiali e i risparmiatori.
- Prendiamo il caso di *Northern rock*, banca inglese specializzata nell'erogazione di mutui. Dopo che i suoi correntisti, preoccupati per le

voci di possibili fallimenti della banca, si sono presentati agli sportelli per ritirare i propri risparmi, è stata nazionalizzata dal governo inglese, diventando così il simbolo del crollo di fiducia nei confronti del settore finanziario e dei suoi operatori. Anche altri intermediari in Europa sono stati toccati dalla crisi. *Fortis* e *Dexia* in Belgio, *Bradford & Bingleys* (B&B) sempre in Gran Bretagna, *Hypo real estate* in Germania e *Unicredit* in Italia hanno vissuto momenti difficili nel 2008.

- Il titolo *Unicredit* ha sofferto molto lo scorso aprile in Borsa quando alcune voci incontrollate, che davano la banca in difficoltà, hanno affossato il titolo. Dopo alcuni mesi in cui si sono rincorse smentite e conferme sulla solidità della banca, lo scorso ottobre *Unicredit* ha annunciato un aumento di capitale. La misura, che comprende il pagamento del dividendo 2008 in azioni anziché in denaro e l'emissione di un'obbligazione convertibile in azioni, aveva lo scopo di permettere alla banca di raggiungere un livello di capitalizzazione sufficiente per rispettare gli impegni presi in precedenza - rapporto tra patrimonio e rischi pari al 6,2%.
- *Dexia* a causa della crisi finanziaria ha avuto nel 2008 risultati poco brillanti - ha, per esempio, chiuso il terzo trimestre con una pesante perdita: 0,85 euro per azione. I governi belga, francese e lussemburghese hanno assunto l'impegno di garantire fino al 31 ottobre 2009 con denaro pubblico le obbligazioni *Dexia*, mentre i vertici della società hanno annunciato la vendita dell'attività assicurazioni della controllata americana *Fsa*, all'origine dei problemi di *Dexia*, già più volte ricapitalizzata proprio per arginarne le perdite dovute ai mutui subprime.



Nel 2008 *Unicredit* (grassetto base 100) ha patito più del settore bancario italiano (linea sottile).

- *Fortis*, come l'inglese *Northern rock*, è stata nazionalizzata per volere del governo belga e, nonostante le continue smentite sui problemi di liquidità, dovrà essere ricapitalizzata, oltre a doversi liberare delle attività di *Abn Amro*, acquisite nella seconda metà del 2007. Lo "smembramento" del gruppo è stato di recente bloccato dalla *Corte d'appello di Bruxelles* per dare la possibilità agli azionisti di pronunciarsi sul piano di salvataggio.
- Come *Unicredit*, anche *Barclays bank* ha giocato la carta dell'aumento di capitale riservato a grandi investitori per rafforzare la propria posizione finanziaria. L'intervento era necessario per finanziare l'acquisto di alcune attività di *Lehman brothers*, tra l'altro comprate a prezzi di saldo, che le permetteranno di rafforzare la propria posizione nell'attività di banca d'affari.
- *Lloyds TBS* e *Royal bank of Scotland* hanno invece fatto ricorso agli aiuti pubblici per rafforzare la loro struttura. *Lloyds*, che ha sempre attuato una politica di investimento molto prudente, deve sobbarcarsi anche i costi derivanti dall'acquisizione di *Hbos*, leader inglese nel settore mutui. Diversa la situazione di *Royal bank of Scotland*, seconda beneficiaria degli aiuti di Stato, che ha incassato pesanti perdite derivanti dai mutui subprime.
- Nel 2008 la sfiducia ha regnato anche tra le stesse banche. Per via dell'epidemia di intermediari in condizioni critiche per l'esposizione in subprime, ai prodotti finanziari spazzatura e ai crediti verso banche travolte dalla crisi, impossibilitate o in difficoltà nel restituire il denaro prestato, le banche non si prestavano più denaro vicendevolmente facendo così esplodere il costo del denaro.
- Anche il settore delle assicurazioni, che si è a lungo illuso di essere immune dalla crisi, ha dovuto affrontare le sue difficoltà. Nonostante le entrate di molte società assicurative, come *Axa* o *Aviva*, provengano in gran parte da contratti di lunga durata che non corrono grossi rischi di disdetta nei prossimi mesi, innescando così carenze di liquidità, il 2008 è stato difficile anche per le compagnie di assicurazioni.

## IL SETTORE FINANZIARIO SEMPRE PIÙ IN BASSO



Banche e assicurazioni di tutto il mondo (linea in grassetto base 100) hanno vissuto uno degli anni peggiori della loro storia perdendo più delle Borse mondiali nel loro complesso (linea sottile).

- La presenza in portafoglio di molte obbligazioni, anche rischiose, come quelle associate ai mutui *subprime*, ha procurato loro pesanti perdite. *Aegon*, per esempio, aveva investito molto denaro anche in obbligazioni che hanno perso, in parte o del tutto, il loro valore, come quelle emesse da *Lehman brothers*, *Washington mutual* o *Aig*. E come se ciò non bastasse, la crisi economica ha fatto diminuire in modo cospicuo la raccolta nel ramo vita, con ripercussioni negative sugli utili.

- Certo la situazione degli assicuratori resta meno critica di quella delle banche, ma anche la loro capitalizzazione è sotto pressione. Non per nulla anche *Aegon* e *Ing* hanno dovuto far ricorso ad aiuti statali per ritrovare la solidità finanziaria e nuovi annunci di ricapitalizzazione sono attesi da altre società assicurative, mentre per ora si allontanano i progetti di concentrazione nel settore con acquisizioni e fusioni.

### Un futuro ancora grigio

- Il 2009 sarà l'anno della riscossa per le banche e le assicurazioni, che torneranno ai fasti degli scorsi anni? Le banche e le società del settore finanziario patiscono ancora le conseguenze della crisi e ci saranno ripercussioni, anche nel 2009, sui risultati e sul livello dell'indebitamento degli intermediari.

- La fase di recessione che sta attraversando l'economia mondiale provocherà una diminuzione dei rimborsi dei crediti concessi dalle banche negli ultimi anni. Ci aspettiamo un ulteriore aumento dei costi associati ai maggiori accantonamenti, impiegati per coprire i mancati rimborsi nel 2009, soprattutto per il credito al consumo.

- Anche per quanto riguarda i ricavi le prospettive delle banche non sono rosee. La maggiore selettività degli intermediari nel concedere prestiti limita proprio la crescita dei ricavi, a causa del ridursi degli interessi incassati, mentre i risultati delle attività di banca d'investimento sono ai minimi. Il calo delle Borse e la loro attuale volatilità poi, oltre a obbligare le banche a contabilizzare nuovi accantonamenti per farvi fronte, le privano di una importante fonte di entrate, le commissioni su compravendite di titoli e quelle di gestione (fondi comuni...).

- Negli Usa, la situazione resta critica sia per quanto riguarda il settore immobiliare, sia per quanto riguarda il settore del credito al consumo. Il crescente numero delle famiglie americane, finora risparmiate dalla crisi, che comincia ad avere difficoltà a rimborsare i propri mutui, unito agli effetti della recessione, che sta causando e causerà la perdita di molti posti di lavoro, potrà far scoppiare la bolla del credito al consumo. Secondo dati recenti la massa dei debiti contratti attraverso carte di credito negli Usa si aggira sui 950 miliardi di dollari e rappresenta un'ulteriore minaccia per i conti delle banche. Finora circa 95 miliardi di dollari non sono stati rimborsati (10% del montante totale), una cifra limitata rispetto a quella dei *subprime*, ma che aggiungendosi al resto rischia di avere comunque gravi effetti. *Bank of America* è una delle più vulnerabili in questo campo: anche se poco esposta nei mutui *subprime*, deve ancora affrontare i problemi e i costi dell'integrazione di *Merrill Lynch*.

- La crisi ha messo in luce gli eccessi commessi da un buon numero di istituti finanziari alla disperata ricerca di profitti, finanziando la crescita con debiti a breve termine, fenomeno quadruplicato negli ultimi dieci anni. Data la diffidenza che regna oggi sui mercati, i costi di questi finanziamenti a breve termine hanno spiccato il volo, rendendo sempre più fragili le finanze delle banche. Data la loro dipendenza dai mercati del rifinanziamento del credito, *Société générale*, *Deutsche bank* o *Ubs* si ritrovano ora con una fragile struttura di bilancio e dovranno faticare non poco per risanare i propri conti. Per convincere gli investitori che il peggio è ormai dietro le spalle, le

banche dovranno ritrovare un equilibrio tra rischi assunti (prestiti, investimenti in prodotti strutturati) e risorse (capitale proprio, debiti).

- Non ci sorprenderemmo, quindi, se le banche più fragili – come *Bnp Paribas*, *Ubs*, *Société générale*, *Deutsche bank* e *Barclays* – varassero degli aumenti di capitale per aumentare la loro solidità. La recente modifica delle norme contabili per la svalutazione di alcuni attivi finanziari, di cui *Deutsche bank* e *Ubs* hanno già usufruito nel terzo trimestre 2008 e *Crédit agricole* e *Bnp Paribas* nel quarto, allontana la prospettiva di una loro immediata ricapitalizzazione, ma non la esclude per il futuro. Non è nemmeno possibile escludere tagli ai dividendi o l'emissione di azioni a prezzi ridotti, come già hanno fatto *Barclays* e *Royal bank of Scotland*.

### Un panorama che si rimodella

Nel 2009 si consoliderà la tendenza, già manifestatasi nel 2009, del ritorno alla banca al dettaglio, specializzata nelle attività tradizionali dedicate alla clientela *retail*, che guadagna terreno rispetto alle grandi banche d'affari, soprattutto americane (*Goldman Sachs*...). Anche le banche cosiddette universali, presenti cioè in tutti i segmenti dell'attività stanno tornando verso la banca al dettaglio (*Bnp Paribas*, *Barclays*, *Nordea*...). Un modello che dovrebbe affermarsi anche nei prossimi anni visto che le banche hanno sempre più necessità di poter contare su liquidità senza dover ricorrere ai mercati finanziari. In più, le banche d'investimento che sono sopravvissute alla crisi rispondono a norme più rigorose e hanno ritrovato delle dimensioni più adeguate, anche attraverso numerose acquisizioni: nel Regno Unito, ad esempio, *Hbos* è stata acquisita da *Lloyds Tsb*; in Germania il 29,7% di *Postbank* è passato nelle mani di *Deutsche bank*; negli Usa *Merrill Lynch* è stata acquisita da *Bank of America*; in Belgio *Fortis* è stata acquisita, in parte, da *Bnp Paribas*.

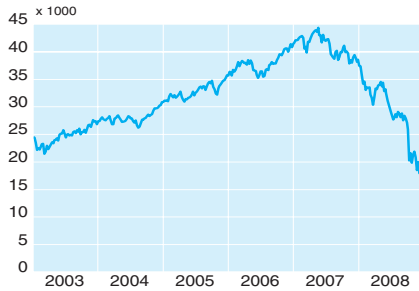
### Variatione nei consigli

| Titolo     | Prezzo (23/12) | Consiglio |         |
|------------|----------------|-----------|---------|
|            |                | Prima     | Dopo    |
| IT Holding | 0,18 EUR       | Mantenere | Vendere |

## Milano (S&P Mib)

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

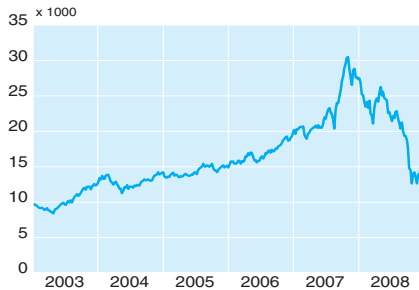
Nel 2008 Piazza Affari ha annullato la crescita del quinquennio precedente, descrivendo da vicino la situazione di crisi del nostro Paese, tra i primi dell'Ue a entrare tecnicamente in recessione (la nostra economia si è contratta sia nel secondo, sia nel terzo trimestre dell'anno). Dopo questi cali è comunque una Borsa *conveniente*.



## HONG KONG (Hang Seng)

[www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk)

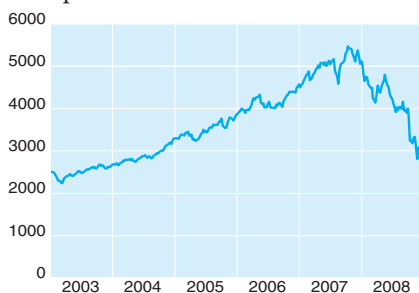
La crisi non ha risparmiato neppure la Cina che, integrata nei commerci internazionali, subisce le difficoltà dei suoi mercati di sbocco. Hong Kong ha perso, quindi, non solo quanto accumulato in un 2007 di eccessiva euforia, ma anche negli anni precedenti. Mantenete comunque gli acquisti speculativi fatti su questo mercato.



## Sidney (S&P/ASX 100)

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

Crisi economica significa minor bisogno di materie prime e questo ha pesato sull'Australia che ne è un forte produttore. La Borsa di Sidney, dopo 5 anni di crescita inarrestabile ha invertito la rotta bruciando molto del terreno guadagnato ed è tornata oggi ad essere una Piazza *conveniente* in attesa che passino i tempi difficili.



## Eurozona (Dj Eurostoxx 50)

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

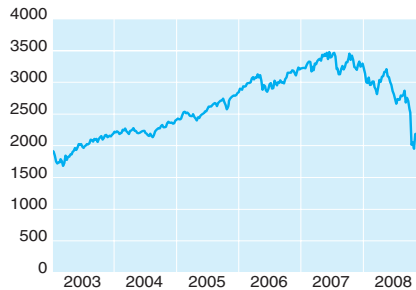
La crisi economica dell'ultimo anno è nata negli Stati Uniti, ma i suoi effetti non sono rimasti affatto confinati al solo Nuovo continente. Anzi, l'Europa si è dimostrata ancora una volta non immune dal contagio e le Piazze europee, prese nel loro insieme, hanno subito il colpo sull'economia. Dopo il calo sono *correttamente valutate*.



## Londra (FTSE All Share)

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

La crisi *subprime* ha colpito molto duramente la Gran Bretagna dove il governo è stato costretto al salvataggio di molte banche nel corso dell'anno. Piazza finanziaria per eccellenza Londra ha visto appannare in parte la sua immagine. Tuttavia anche se il 2009 si presenta come una sfida per il Paese la Borsa di Londra risulta *conveniente*.



## Tokio (Nikkei 225)

[www.tse.or.jp/english/](http://www.tse.or.jp/english/)

Il Giappone resta la terza economia mondiale, ma non è mai uscito del tutto dalla stagnazione degli anni Novanta. Oggi il Nikkei 225 è abissalmente lontano dai picchi (quasi quota 39.000) del dicembre '89 ed è stato uno degli indici che hanno declinato con più forza nell'ultimo anno e mezzo. In più è una Borsa ancora *cara*.



## FRANCOFORTE (Dax 30)

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

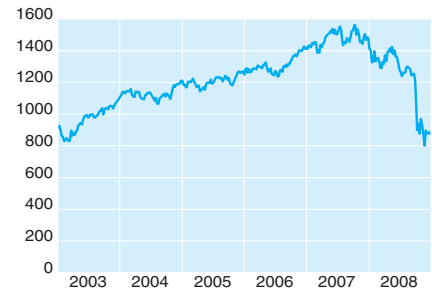
2008 di ristrettezze anche per la Germania che, con l'Italia, è stata tra i primi Paesi a entrare in recessione. Tuttavia la Borsa di Francoforte è stata penalizzata meno che da noi, vista anche la maggiore disponibilità di cassa del governo tedesco che emetterà titoli di Stato per sostenere le imprese. Oggi questa Borsa è *cara*.



## New York (S&P 500)

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

Tutto è iniziato qui oramai quasi un anno e mezzo fa, prima in sordina e poi giù a capitolare dopo il fallimento di *Lehman Brothers* che ha dato il via al peggio della crisi. Tuttavia l'investitore europeo ha potuto limitare un po' le perdite grazie ai guadagni sul dollaro. New York è una Piazza valutata tra il *conveniente* e il *corretto*.



## Toronto (S&P/TSX)

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

Anche il Canada, come l'Australia, spicca tra i produttori di materie prime e la Borsa di Toronto non poteva non subire in modo devastante la crisi mondiale. Oggi questa Piazza risulta valutata tra il *conveniente* e il *corretto* e attende che nel corso del 2009 si schiariscano le nubi e si inizi, finalmente, a intravedere la ripresa.



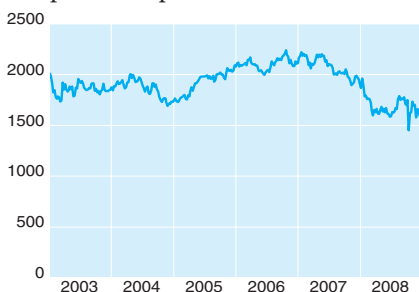
## ALTA TECNOLOGIA

Il settore ha perso molto soprattutto nel corso del 2008. Ha pesato la contrazione dell'economia mondiale, con un calo nella domanda sia nei beni di consumo, sia nei servizi informatici (a causa della flessione della domanda delle aziende). In contrazione anche i servizi per le telecom, soprattutto per il rallentamento dei consumi registrato nei Paesi emergenti.



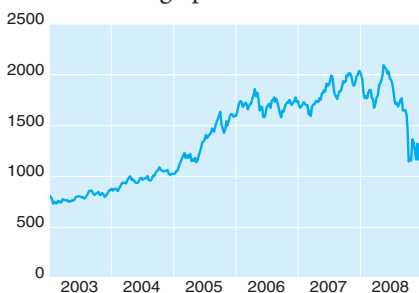
## FARMACEUTICO

Il settore farmaceutico ha continuato a perdere terreno come aveva già iniziato a fare durante lo scorso anno. Sui risultati del settore hanno pesato l'intensificarsi della concorrenza dei farmaci generici, le norme più stringenti in tema di effetti secondari e la maggiore complessità della ricerca in campo scientifico, sempre più costosa e, per ora, sempre meno produttiva.



## PETROLIO E GAS

Dopo la fiammata dei prezzi del petrolio nei primi mesi del 2008, il settore ha conosciuto un calo delle quotazioni. La liquidità accumulata negli ultimi anni, però, ha consentito alle società di non tagliare i dividendi. L'aumento dei livelli di produzione e le oscillazioni dei prezzi del petrolio sono, comunque, un fattore importante di crescita per il settore nel lungo periodo.



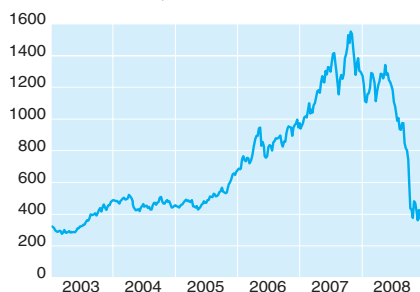
## BANCHE E ASSICURAZIONI

Il 2008 ha proseguito il calo iniziato l'anno precedente sulla scia della crisi dei mutui *subprime*, ma il tracollo per il settore è arrivato con il fallimento di *Lehman Brothers*. Molte sono state le banche esposte, le cui difficoltà hanno richiesto l'intervento statale o possibili aumenti di capitale. Anche le assicurazioni hanno risentito della crisi, seppur meno rispetto alle banche.



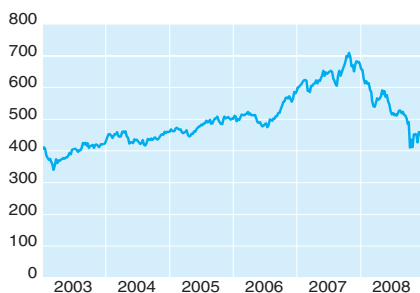
## MATERIE PRIME

Il settore ha perso moltissimo nel 2008, risentendo del calo del prezzo delle materie prime, dovuto sia al recupero del dollaro sull'euro, sia al calo della domanda di questi beni per via del rallentamento economico globale e della conseguente diminuzione dell'utilizzo dei minerali (rame, zinco...) nei diversi settori produttivi (siderurgia, edilizia, auto, telefonia).



## TELECOMUNICAZIONI

Il settore non è sfuggito al netto deterioramento dell'economia e alla crisi del credito che hanno segnato il 2008. Tuttavia, le sue qualità difensive gli hanno permesso di resistere meglio della media. Relativamente poco sensibili alla situazione economica, i risultati degli operatori telecom sono fino ad oggi rimasti solidi tanto in termini di fatturato che di redditività.



## DISTRIBUZIONE

La crisi finanziaria e economica negli Stati Uniti si è fatta sentire anche sulle abitudini dei consumatori americani, riflettendosi in risultati in calo anche per i colossi della grande distribuzione. Anche al di fuori del continente americano le cose non sono andate meglio, con le vendite al dettaglio in calo a causa della contrazione dei consumi a livello mondiale.



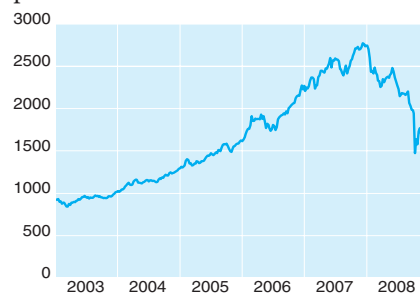
## MEDIA

Nel 2008 il settore ha perso talmente tanto da arrivare a livelli inferiori a quelli di 5 anni fa. Il deterioramento dell'economia ha comportato un calo degli investimenti pubblicitari delle aziende e un calo della spesa da parte dei consumatori. La crescita di internet ha sottratto altre quote di mercato e pubblicitarie. Il risultato sono stati utili in forte calo per tutto il settore.



## UTILITY

Dopo 5 anni di crescita consecutiva anche il settore dei servizi alla collettività ha dovuto accusare una battuta d'arresto. Nonostante le sue innegabili qualità difensive, il settore ha risentito della crisi globale, di una maggiore concorrenza e una regolamentazione sempre più severa. Le società, in genere, rispondono senza intaccare la loro generosa politica dei dividendi.



## A2A (EX AEM) (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 1.25 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.09 | 0.09 | 0.09 |
| UT/AZ | 0.14 | 0.13 | 0.13 |
| P/E   | 8.93 | 9.62 | 9.62 |



Proseguono gli scontri tra gli organi di gestione del gruppo, che nel 2008 ha continuato a crescere acquistando attività di Endesa Italia.

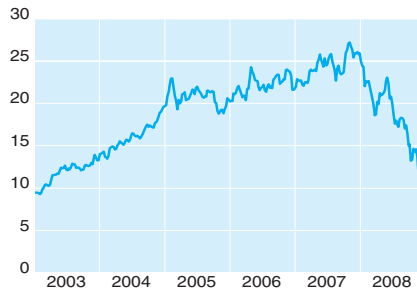
## ATLANTIA (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 12.74 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.71 | 0.71 | 0.72 |
| UT/AZ | 1.38 | 1.38 | 1.41 |
| P/E   | 9.23 | 9.23 | 9.04 |



Fatta chiarezza sulle norme di concessione, Atlantia ha di fronte un'altra minaccia: il rallentamento del traffico per la crisi economica.

## AUTOGRILL (in EUR)

Alimentari e bevande

Borsa di Milano • 5.34 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.25  | 0.25  | 0.25  |
| UT/AZ | 0.43  | 0.43  | 0.45  |
| P/E   | 12.42 | 12.42 | 11.87 |



Le importanti acquisizioni perfezionate negli ultimi anni pesano sul debito della società che soffre particolarmente la crisi economica.

## B. POP. MILANO (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 4.18 EUR

Rischio: ④ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.20 | 0.25 | 0.25 |
| UT/AZ | 0.46 | 0.47 | 0.47 |
| P/E   | 9.09 | 8.89 | 8.89 |



Il 2008 si chiude per Bpm con l'Opa su Anima e con la riforma dello statuto, ma su quest'ultimo aspetto c'è ancora molto da lavorare.

## BENETTON (in EUR)

Beni di consumo

Borsa di Milano • 6.10 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.41 | 0.41 | 0.44 |
| UT/AZ | 0.85 | 0.87 | 0.91 |
| P/E   | 7.18 | 7.01 | 6.70 |



Subisce, come molte società del settore, gli alti e bassi di un contesto difficile, ma resta il più importante tra gli operatori italiani.

## BENI STABILI (in EUR)

Costruzioni e immobili

Borsa di Milano • 0.46 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.03 | 0.03 | 0.03 |
| UT/AZ | 0.10 | 0.09 | 0.09 |
| P/E   | 4.73 | 5.01 | 5.03 |



Il settore immobiliare ha sofferto, nella seconda parte del 2008, per effetto della crisi economica e Beni Stabili non ha fatto eccezione.

## BULGARI (in EUR)

Beni di consumo

Borsa di Milano • 4.35 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010 |
|-------|-------|-------|------|
| Div.  | 0.23  | 0.23  | 0.30 |
| UT/AZ | 0.38  | 0.36  | 0.48 |
| P/E   | 11.45 | 12.08 | 9.06 |



La crisi economica ha iniziato a picchiare duro sul settore lusso e Bulgari ne ha risentito. I suoi conti restano tuttavia sani.

## BUZZI UNICEM (in EUR)

Costruzioni e immobili

Borsa di Milano • 11.72 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.40 | 0.40 | 0.40 |
| UT/AZ | 1.67 | 2.06 | 2.09 |
| P/E   | 7.01 | 5.68 | 5.62 |



Rallenta il mercato immobiliare mondiale e Buzzi Unicem paga in Borsa la contrazione delle vendite di calcestruzzo e cemento.

## CAMPARI (in EUR)

Alimentari e bevande

Borsa di Milano • 4.85 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.09  | 0.09  | 0.09  |
| UT/AZ | 0.38  | 0.45  | 0.46  |
| P/E   | 12.63 | 10.85 | 10.50 |



Nel 2008 Campari ha visto scendere le vendite e gli utili, che hanno risentito sia del dollaro debole, sia della diminuzione dei consumi.

## CIR (in EUR)

Industrie e servizi vari

Borsa di Milano • 0.74 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.05 | 0.06 | 0.06 |
| UT/AZ | 0.16 | 0.11 | 0.12 |
| P/E   | 4.63 | 6.73 | 6.17 |



I risultati di Cir hanno risentito del calo degli utili delle società del gruppo. L'unica a registrare utili in crescita è stata Hss.

## EDISON (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 0.90 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.05  | 0.05  | 0.05  |
| UT/AZ | 0.07  | 0.07  | 0.08  |
| P/E   | 12.86 | 12.86 | 11.25 |



Importante acquisizione di Edison in Egitto, che incentra il suo nuovo piano strategico sulla crescita della produzione di idrocarburi.

## ENEL (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 4.43 EUR

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.49 | 0.49 | 0.49 |
| UT/AZ | 0.65 | 0.58 | 0.54 |
| P/E   | 6.82 | 7.64 | 8.20 |



Il titolo è stato eccessivamente punito: crediamo che Enel farà fronte agli impegni sul debito senza variare la sua politica di dividendi.

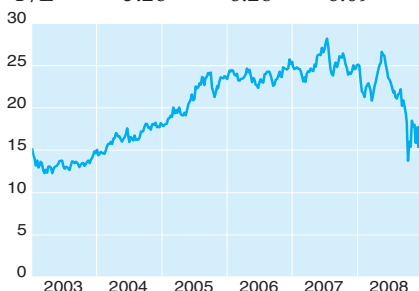
## ENI (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 16.21 EUR

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 1.40 | 1.40 | 1.40 |
| UT/AZ | 3.08 | 2.58 | 2.66 |
| P/E   | 5.26 | 6.28 | 6.09 |



Eni paga il minor prezzo del greggio: è però tra le poche società del settore con prospettive di crescita della produzione di idrocarburi.

## FIAT (in EUR)

Settore automobilistico

Borsa di Milano • 4.56 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.40 | 0.30 | 0.30 |
| UT/AZ | 1.70 | 1.50 | 1.59 |
| P/E   | 2.68 | 3.04 | 2.87 |



Il tracollo del settore auto travolge anche Fiat, il cui titolo, nonostante le rassicurazioni sulla solidità della società, ha perso molto.

## FINMECCANICA (in EUR)

Industrie e servizi vari

Borsa di Milano • 10.62 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.37 | 0.40 | 0.43 |
| UT/AZ | 1.48 | 1.35 | 1.57 |
| P/E   | 7.18 | 7.87 | 6.76 |



Finmeccanica ha completato con successo l'aumento di capitale relativo all'acquisizione dell'americana Drs: è stata una buona operazione.

## FONDIARIA - SAI (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 12.97 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.90 | 1.10 | 1.15 |
| UT/AZ | 2.48 | 2.47 | 2.69 |
| P/E   | 5.23 | 5.25 | 4.82 |



Le operazioni straordinarie, tra cui la vendita di una parte della quota detenuta in Generali, non salvano il gruppo da un 2008 difficile.

## GENERALI (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 19.16 EUR

Rischio: ① ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.90  | 0.90  | 0.90  |
| UT/AZ | 1.67  | 1.58  | 1.58  |
| P/E   | 11.47 | 12.13 | 12.13 |



Ha tra i punti di forza la disponibilità di capitale, le dimensioni e la presenza all'estero, ma ha comunque invertito la rotta in Borsa.

## INTESA SANPAOLO (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 2.50 EUR

Rischio: ④ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.00 | 0.32 | 0.32 |
| UT/AZ | 0.35 | 0.33 | 0.40 |
| P/E   | 7.14 | 7.58 | 6.25 |



Niente dividendo in contanti, e a fine anno arriva il cambiamento nei vertici che mette fine alle tensioni. Un 2008 decisamente critico.

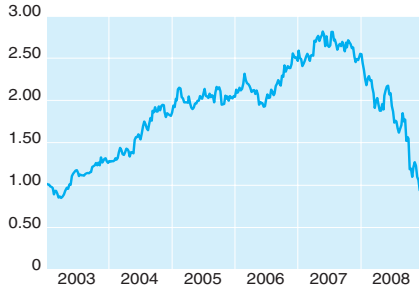
## IRIDE (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 0.93 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.09 | 0.08 | 0.08 |
| UT/AZ | 0.14 | 0.12 | 0.12 |
| P/E   | 6.64 | 7.75 | 7.75 |



Iride vuol continuare a crescere: pur con qualche ritardo il 2009 dovrebbe vedere il perfezionamento della fusione con l'emiliana Enia.

## ITALCEMENTI (in EUR)

Costruzioni e immobili

Borsa di Milano • 9.11 EUR

Rischio: ① ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.36 | 0.36 | 0.36 |
| UT/AZ | 1.56 | 2.14 | 2.17 |
| P/E   | 5.84 | 4.26 | 4.20 |



La conferma degli obiettivi del piano industriale per il 2008 non è bastata a salvare il titolo Italcementi dalla bufera dei mercati.

## LUXOTTICA (in EUR)

Salute e farmacia

Borsa di Milano • 12.67 EUR

Rischio: ② ➤ VENDERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.49  | 0.49  | 0.49  |
| UT/AZ | 0.93  | 1.00  | 1.18  |
| P/E   | 13.62 | 12.67 | 10.74 |



Pur con il rallentamento economico e il calo degli utili, la società è stata comunque capace di aumentare le vendite e la quota di mercato.

## MEDIASET (in EUR)

Media e tempo libero

Borsa di Milano • 4.09 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009  | 2010 |
|-------|------|-------|------|
| Div.  | 0.43 | 0.43  | 0.43 |
| UT/AZ | 0.43 | 0.39  | 0.41 |
| P/E   | 9.51 | 10.49 | 9.98 |



Unica nel settore dei media che è riuscita a aumentare i ricavi pubblicitari, facendo meglio del mercato. Gli utili sono comunque in calo.

## MEDIOBANCA (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 7.23 EUR

Rischio: ④ ➤ MANTENERE

|       | 2008-09 | 2009-10 | 2010-11 |
|-------|---------|---------|---------|
| Div.  | 0.65    | 0.65    | 0.00    |
| UT/AZ | 1.06    | 1.06    | 0.00    |
| P/E   | 6.82    | 6.82    | 0.00    |



Davanti alla crisi dell'investment banking punta sempre più sulla banca al dettaglio, ma il titolo torna ai livelli di alcuni anni fa.

## MONDADORI (in EUR)

Media e tempo libero

Borsa di Milano • 3.41 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009  | 2010  |
|-------|------|-------|-------|
| Div.  | 0.35 | 0.28  | 0.30  |
| UT/AZ | 0.37 | 0.30  | 0.31  |
| P/E   | 9.22 | 11.37 | 11.00 |



Malgrado gli sforzi per ridurre i costi, gli utili hanno risentito della contrazione della raccolta pubblicitaria e dei ricavi editoriali.

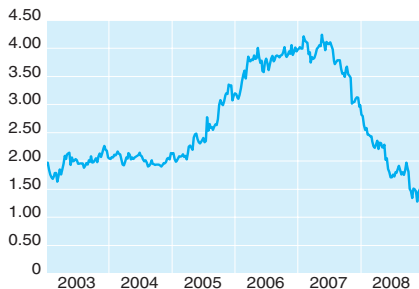
## MONTE PASCHI (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 1.56 EUR

Rischio: ④ ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.12  | 0.12  | 0.13  |
| UT/AZ | 0.12  | 0.12  | 0.13  |
| P/E   | 13.00 | 13.00 | 12.00 |



L'acquisto di Antonveneta, avvenuto prima del crollo delle Borse, si è rivelato oltremodo costoso e il titolo Mps ne paga le conseguenze.

## PARMALAT (in EUR)

Alimentari e bevande

Borsa di Milano • 1.20 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009  | 2010  |
|-------|------|-------|-------|
| Div.  | 0.19 | 0.03  | 0.04  |
| UT/AZ | 0.38 | 0.07  | 0.08  |
| P/E   | 3.16 | 17.14 | 15.00 |



Man mano che si esauriscono le cause legate alla vecchia gestione il suo andamento diventa sempre più legato a quello del mercato del latte.

## PIRELLI & C. (in EUR)

Industrie e servizi vari

Borsa di Milano • 0.27 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.00  | 0.00  | 0.01  |
| UT/AZ | -0.01 | 0.01  | 0.02  |
| P/E   | 0.00  | 22.50 | 16.88 |



Il titolo ha accusato il calo degli utili causato dalla crisi del settore auto e dalla conseguente contrazione della domanda di pneumatici.

## RCS MEDIAGROUP (in EUR)

Media e tempo libero

Borsa di Milano • 0.97 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.02  | 0.02  | 0.02  |
| UT/AZ | 0.08  | 0.07  | 0.08  |
| P/E   | 12.13 | 13.86 | 12.13 |



È stata la più colpita in termini di calo degli utili nel settore dell'editoria. Per il 2009 la società punta sull'attività digitale.

## SEAT PG (in EUR)

Media e tempo libero

Borsa di Milano • 0.06 EUR

Rischio: ④ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009  | 2010 |
|-------|------|-------|------|
| Div.  | 0.00 | 0.00  | 0.00 |
| UT/AZ | 0.01 | 0.01  | 0.01 |
| P/E   | 8.57 | 10.00 | 6.67 |



L'elevato indebitamento ha ulteriormente aggravato la contrazione dei ricavi editoriali, portando gli utili a scendere vorticosamente.

## TISCALI (in EUR)

Alta tecnologia

Borsa di Milano • 0.72 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| UT/AZ | -0.20 | -0.06 | 0.06  |
| P/E   | 0.00  | 0.00  | 12.00 |



L'indebitamento e le perdite accusate hanno portato la società a considerare una possibile cessione delle proprie attività inglesi a Sky.

## RECORDATI (in EUR)

Salute e farmacia

Borsa di Milano • 4.11 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.22 | 0.22 | 0.22 |
| UT/AZ | 0.48 | 0.51 | 0.47 |
| P/E   | 8.56 | 8.06 | 8.74 |



Ha resistito alla crisi registrando ricavi e utili in crescita. La società ha anche effettuato acquisizioni e lanciato nuovi prodotti.

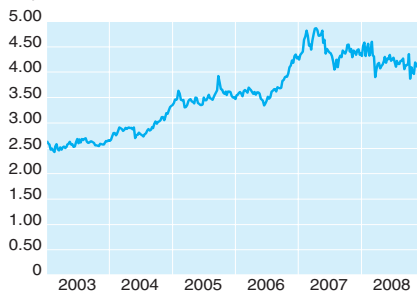
## SNAM RETE GAS (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 3.92 EUR

Rischio: ② ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.23  | 0.24  | 0.25  |
| UT/AZ | 0.28  | 0.29  | 0.30  |
| P/E   | 14.00 | 13.52 | 13.07 |



La stabilità dell'attività di Snam, regolata da norme di legge, è riflessa nell'andamento del titolo che ha poco sofferto dei cali di Borsa.

## UNICREDIT (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 1.66 EUR

Rischio: ⑤ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.00 | 0.15 | 0.15 |
| UT/AZ | 0.30 | 0.37 | 0.40 |
| P/E   | 5.53 | 4.49 | 4.15 |



Il 2008 è stato il peggior anno della storia di Unicredit, con la soppressione del dividendo in contanti e la ricerca di nuovi capitali.

## SAIPEM (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Milano • 11.72 EUR

Rischio: ③ ➤ VENDERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.56 | 0.61 | 0.65 |
| UT/AZ | 2.02 | 1.75 | 1.86 |
| P/E   | 5.80 | 6.70 | 6.30 |



Saipem segue abbastanza da vicino l'andamento del prezzo del greggio: paga ora il suo calo e il rischio di una riduzione delle commesse.

## TELECOM ITALIA (in EUR)

Telecomunicazioni

Borsa di Milano • 1.15 EUR

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

|       | 2008  | 2009  | 2010 |
|-------|-------|-------|------|
| Div.  | 0.08  | 0.09  | 0.10 |
| UT/AZ | 0.11  | 0.11  | 0.12 |
| P/E   | 10.45 | 10.45 | 9.58 |



Il 2008 si chiude con l'approvazione dell'aumento del canone di telefonia fissa. Dopo un anno difficile, il titolo ha iniziato la ripresa.

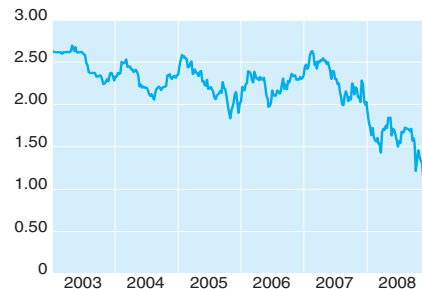
## UNIPOL (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Milano • 1.13 EUR

Rischio: ④ ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009 | 2010 |
|-------|-------|------|------|
| Div.  | 0.06  | 0.08 | 0.10 |
| UT/AZ | 0.09  | 0.12 | 0.15 |
| P/E   | 12.56 | 9.42 | 7.53 |



Nonostante i costi legati al crack Lehman la solidità patrimoniale non appare messa a rischio grazie alla tenuta dell'attività tradizionale.

### AB INBEV (in EUR)

Alimentari e bevande

Borsa di Bruxelles • 16.09 EUR

Rischio: 4 ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009  | 2010 |
|-------|------|-------|------|
| Div.  | 0.25 | 0.30  | 0.32 |
| UT/AZ | 2.90 | 1.55  | 1.63 |
| P/E   | 5.55 | 10.38 | 9.87 |



Gli utili sotto pressione e l'aumento dell'indebitamento per l'acquisizione della concorrente americana hanno allontanato gli investitori.

### ALCATEL-LUCENT (in EUR)

Alta tecnologia

Borsa di Parigi • 1.52 EUR

Rischio: 4 ➤ VENDERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| UT/AZ | -0.23 | -0.35 | -0.28 |
| P/E   | 0.00  | 0.00  | 0.00  |



La fusione si è rivelata sempre più problematica e il nuovo management faticcherà a risollevarlo da questo periodo di crisi.

### ARCELORMITTAL (in EUR)

Siderurgia

Borsa di Amsterdam • 16.64 EUR

Rischio: 3 ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 1.00 | 1.16 | 1.15 |
| UT/AZ | 7.33 | 2.27 | 2.26 |
| P/E   | 2.27 | 7.33 | 7.36 |



Dopo l'impennata degli ultimi anni, il titolo ha subito il contraccolpo del calo dei prezzi dell'acciaio in seguito alla crisi economica.

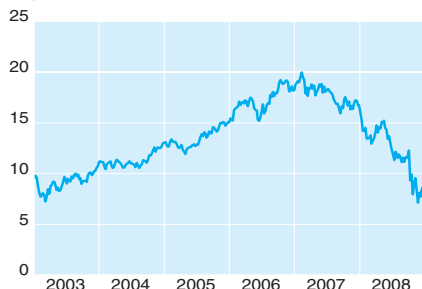
### BBVA (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Madrid • 8.55 EUR

Rischio: 4 ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.73 | 0.75 | 0.90 |
| UT/AZ | 1.65 | 1.70 | 1.85 |
| P/E   | 5.18 | 5.03 | 4.62 |



BBVA continuerà a risentire della congiuntura negativa in Spagna e in America latina, preferiamo perciò restare prudenti sul titolo.

### BELGACOM (in EUR)

Telecomunicazioni

Borsa di Bruxelles • 28.00 EUR

Rischio: 2 ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 1.64  | 1.64  | 1.64  |
| UT/AZ | 2.60  | 2.35  | 2.35  |
| P/E   | 10.77 | 11.91 | 11.91 |



Il titolo ha resistito bene nel 2008, beneficiando dell'indebitamento limitato e della posizione di forza sul mercato belga.

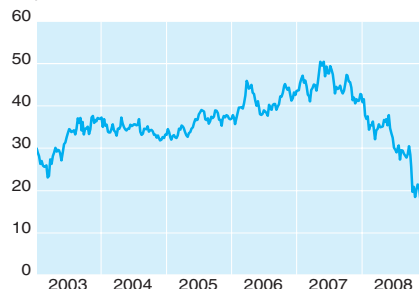
### BMW (in EUR)

Settore automobilistico

Borsa di Francoforte • 21.29 EUR

Rischio: 2 ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 1.10 | 1.10 | 1.10 |
| UT/AZ | 3.90 | 3.00 | 3.30 |
| P/E   | 5.46 | 7.10 | 6.45 |



Le svalutazioni delle scorte in seguito al tracollo del mercato auto USA, dove BMW è molto esposta, hanno fatto crollare il titolo.

### COCA - COLA (in USD)

Alimentari e bevande

Borsa di New York • 44.58 USD

Rischio: 3 ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 1.52  | 1.60  | 1.68  |
| UT/AZ | 3.00  | 3.00  | 3.30  |
| P/E   | 14.86 | 14.86 | 13.51 |



La crisi minaccia, a medio termine, gli obiettivi di utili e lo sviluppo del gigante americano, che però ha i mezzi per superare la prova.

### GAS NATURAL (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Madrid • 18.96 EUR

Rischio: 1 ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 1.30 | 1.45 | 1.60 |
| UT/AZ | 2.38 | 2.59 | 2.79 |
| P/E   | 7.98 | 7.33 | 6.80 |



Neppure un'attività con tariffe prefissate ha potuto evitare il crollo del titolo, ma l'acquisizione di Union Fenosa potrebbe rilanciarlo.

### GDF SUEZ (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Parigi • 32.79 EUR

Rischio: 3 ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 2.00  | 1.50  | 1.50  |
| UT/AZ | 2.62  | 2.72  | 2.80  |
| P/E   | 12.52 | 12.06 | 11.71 |



Il calo dei prezzi del petrolio e le minacce dell'intervento degli Stati nel fissarne i prezzi hanno fatto crollare il titolo GDF Suez.

## GENERAL ELECTR. (in USD)

Industrie e servizi vari

Borsa di New York • 15.97 USD

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009  | 2010  |
|-------|------|-------|-------|
| Div.  | 1.24 | 1.24  | 1.24  |
| UT/AZ | 1.95 | 1.30  | 1.30  |
| P/E   | 8.19 | 12.28 | 12.28 |



Il crollo dei risultati delle sue importanti attività finanziarie obbliga il gruppo a rivedere la sua politica di generosi dividendi.

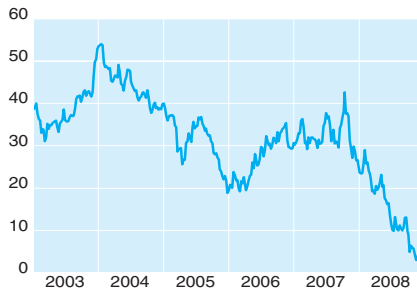
## GENERAL MOTORS (in USD)

Settore automobilistico

Borsa di New York • 3.66 USD

Rischio: ⑤ ➤ VENDERE

|       | 2008  | 2009    | 2010   |
|-------|-------|---------|--------|
| Div.  | 0.50  | 0.00    | 0.00   |
| UT/AZ | 23.00 | - 10.00 | - 5.00 |
| P/E   | 0.00  | 0.00    | 0.00   |



Fragile sul piano finanziario, il gruppo non è riuscito a evitare quella crisi di liquidità che ne minaccia ormai la sopravvivenza.

## INDITEX (in EUR)

Beni di consumo

Borsa di Madrid • 31.43 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008-09 | 2009-10 | 2010-11 |
|-------|---------|---------|---------|
| Div.  | 1.10    | 1.05    | 1.20    |
| UT/AZ | 2.00    | 2.10    | 2.40    |
| P/E   | 15.72   | 14.97   | 13.10   |



Il suo modello di attività ci sembra positivo, ma il calo dei consumi non risparmia il settore dell'abbigliamento e il titolo ne soffre.

## INTEL (in USD)

Alta tecnologia

Borsa di Nasdaq • 14.18 USD

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.55  | 0.56  | 0.56  |
| UT/AZ | 1.10  | 0.75  | 0.85  |
| P/E   | 12.89 | 18.91 | 16.68 |



Barometro del settore tecnologico, Intel ha subito appieno gli effetti della crisi e il titolo è sceso ad ogni allarme sui risultati.

## KRAFT FOODS (in USD)

Alimentari e bevande

Borsa di New York • 26.64 USD

Rischio: ① ➤ ACQUISTARE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 1.12  | 1.18  | 1.25  |
| UT/AZ | 1.60  | 1.70  | 1.85  |
| P/E   | 16.65 | 15.67 | 14.40 |



Il carattere difensivo dell'attività e la stabilità del dividendo hanno fatto sì che il titolo sia tra quelli che sono scesi meno nel 2008.

## NATIONAL GRID (in p.)

Energia e servizi

Borsa di Londra • 670.00 p.

Rischio: ① ➤ ACQUISTARE

|       | 2008-09 | 2009-10 | 2010-11 |
|-------|---------|---------|---------|
| Div.  | 33.00   | 33.00   | 33.00   |
| UT/AZ | 68.40   | 57.00   | 82.00   |
| P/E   | 9.80    | 11.75   | 8.17    |



Negli ultimi anni la capacità di generare utili ha alimentato la salita del titolo, che dovrebbe resistere bene anche alla crisi economica.

## NESTLÉ (in CHF)

Alimentari e bevande

Borsa di Zurigo • 40.76 CHF

Rischio: ② ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 1.40  | 1.50  | 1.60  |
| UT/AZ | 3.00  | 3.15  | 3.50  |
| P/E   | 13.59 | 12.94 | 11.65 |



Malgrado la buona gestione e la capacità di alzare i prezzi anche in tempi difficili Nestlé non è al riparo da un peggioramento della crisi.

## PEARSON (in p.)

Media e tempo libero

Borsa di Londra • 643.00 p.

Rischio: ② ➤ ACQUISTARE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 33.50 | 35.50 | 37.00 |
| UT/AZ | 45.00 | 48.00 | 50.00 |
| P/E   | 14.29 | 13.40 | 12.86 |



La rifocalizzazione sull'editoria scolastica, settore poco soggetto ai cicli economici, ha consentito al titolo di difendersi dalla crisi.

## PFIZER (in USD)

Salute e farmacia

Borsa di New York • 17.10 USD

Rischio: ③ ➤ ACQUISTARE

|       | 2008  | 2009 | 2010 |
|-------|-------|------|------|
| Div.  | 1.28  | 1.28 | 1.32 |
| UT/AZ | 1.70  | 2.20 | 2.35 |
| P/E   | 10.06 | 7.77 | 7.28 |



Pfizer, il cui fatturato ristagna, punta sulla riorganizzazione della ricerca e sui tagli ai costi, contando sui frutti a lungo termine.

### REPSOL YPF (in EUR)

Energia e servizi

Borsa di Madrid • 14.60 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 1.05 | 1.05 | 1.05 |
| UT/AZ | 2.72 | 2.33 | 2.60 |
| P/E   | 5.37 | 6.27 | 5.62 |



Dopo la crescita degli ultimi anni il titolo ha accusato il calo del greggio e neppure le voci di acquisizione lo hanno sostenuto.

### SANTANDER (in EUR)

Settore finanziario

Borsa di Madrid • 6.68 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.72 | 0.66 | 0.73 |
| UT/AZ | 1.46 | 1.20 | 1.31 |
| P/E   | 4.58 | 5.57 | 5.10 |



Né la solidità finanziaria né gli utili in crescita sono riusciti a salvarla dalla tempesta del settore bancario; meglio restare prudenti.

### UBS (in CHF)

Settore finanziario

Borsa di Zurigo • 14.02 CHF

Rischio: ⑤ ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009 | 2010 |
|-------|-------|------|------|
| Div.  | 0.00  | 0.00 | 0.67 |
| UT/AZ | -6.00 | 2.60 | 2.90 |
| P/E   | 0.00  | 5.39 | 4.83 |



Con una forte esposizione ai titoli a rischio, UBS è la banca europea più colpita dalla crisi finanziaria e la ristrutturazione è lenta.

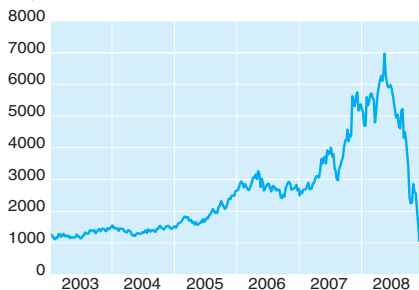
### RIO TINTO (in p.)

Siderurgia

Borsa di Londra • 1375.00 p.

Rischio: ④ ➤ MANTENERE

|       | 2008   | 2009   | 2010   |
|-------|--------|--------|--------|
| Div.  | 75.00  | 0.00   | 30.00  |
| UT/AZ | 480.00 | 350.00 | 340.00 |
| P/E   | 2.86   | 3.93   | 4.04   |



Il crollo dei prezzi delle materie prime, pesando sulla redditività del gruppo, sarebbe all'origine del ritiro dell'offerta di BHP Billiton.

### SOLVAY (in EUR)

Chimica

Borsa di Bruxelles • 51.45 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 2.20 | 2.20 | 2.20 |
| UT/AZ | 8.20 | 6.70 | 7.10 |
| P/E   | 6.27 | 7.68 | 7.25 |



La ripresa della farmacia non è riuscita a compensare il calo dei margini nella chimica e nelle plastiche e il titolo ne ha risentito.

### UCB (in EUR)

Salute e farmacia

Borsa di Bruxelles • 23.16 EUR

Rischio: ④ ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 0.69  | 0.69  | 0.69  |
| UT/AZ | 1.40  | 1.10  | 1.35  |
| P/E   | 16.54 | 21.05 | 17.16 |



Il gruppo belga si riorganizza per far fronte alla perdita di importanti brevetti (Zyrtec, Keppra...) e al ritiro temporaneo del Neupro.

### SACYR-VALLEHER. (in EUR)

Costruzioni e immobili

Borsa di Madrid • 6.65 EUR

Rischio: ④ ➤ VENDERE

|       | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|------|------|------|
| Div.  | 0.61 | 0.65 | 0.75 |
| UT/AZ | 1.38 | 1.85 | 2.12 |
| P/E   | 4.82 | 3.59 | 3.14 |



Tutto il settore immobiliare spagnolo è in crisi e il gruppo ha problemi finanziari da risolvere; il titolo è quindi molto rischioso.

### TELEFÓNICA (in EUR)

Telecomunicazioni

Borsa di Madrid • 15.78 EUR

Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|
| Div.  | 1.00  | 1.05  | 1.05  |
| UT/AZ | 1.56  | 1.50  | 1.55  |
| P/E   | 10.12 | 10.52 | 10.18 |



Il peggioramento delle prospettive in Spagna e America Latina ha pesato sul titolo, che pur ha beneficiato degli acquisti di azioni proprie.

### VODAFONE GROUP (in p.)

Telecomunicazioni

Borsa di Londra • 128.55 p.

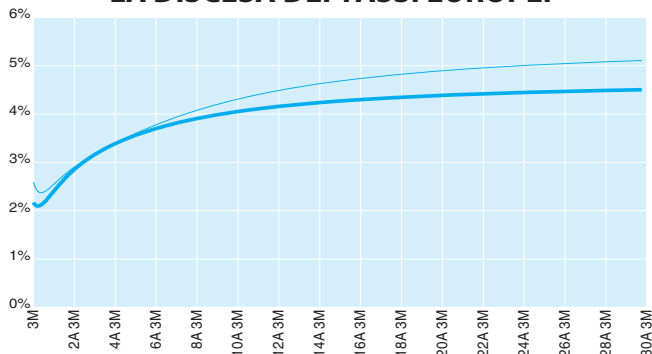
Rischio: ③ ➤ MANTENERE

|       | 2008-09 | 2009-10 | 2010-11 |
|-------|---------|---------|---------|
| Div.  | 7.60    | 7.80    | 8.00    |
| UT/AZ | 12.00   | 12.00   | 12.50   |
| P/E   | 10.71   | 10.71   | 10.28   |



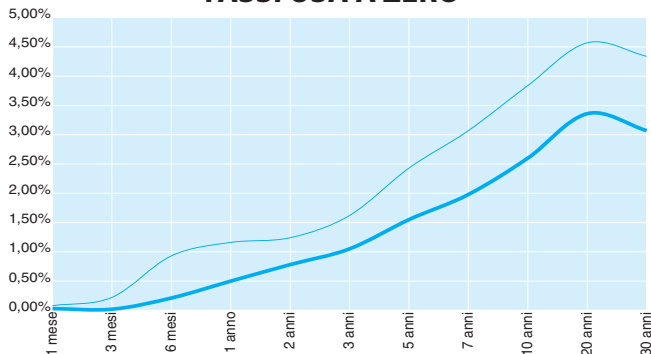
L'annuncio del gruppo a metà novembre di voler puntare sulla redditività e non più sull'espansione geografica ha frenato il calo del titolo.

## LA DISCESA DEI TASSI EUROPEI



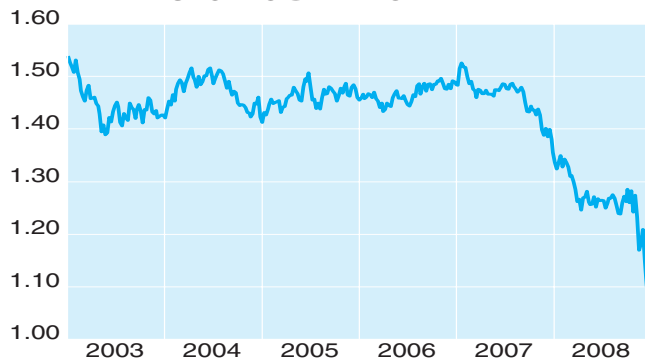
La Banca centrale europea, per fronteggiare la crisi dei mercati, nel 2008 ha tagliato per tre volte i tassi ufficiali; i tassi di mercato (in grassetto gli attuali, linea sottile un anno fa) sono scesi soprattutto sulle scadenze lunghe.

## TASSI USA A ZERO



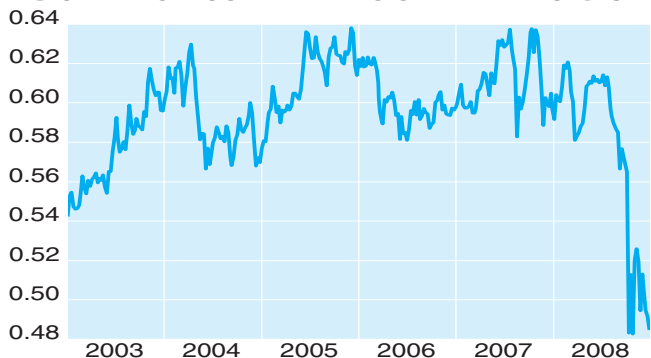
L'economia Usa ha attraversato un anno di crisi profonda, iniziata nel 2007 a causa dei subprime, e la Banca centrale è intervenuta sui tassi, che sono scesi per ogni scadenza (in grassetto quelli odierni, linea sottile un anno fa).

## IL CROLLO DELLA STERLINA



Il 2008 ha confermato la tendenza al ribasso iniziata già nella seconda parte del 2007: la moneta di Sua Maestà è letteralmente crollata negli ultimi 12 mesi, schiacciata dall'euro. Il cambio è crollato a 1,05 euro per una sterlina.

## DOLLARO AUSTRALIANO SEMPRE PIÙ GIÙ



Il 2008 ha segnato il tracollo anche del dollaro australiano. Il cambio con l'euro ha toccato il minimo assoluto da 5 anni a questa parte, arrivando a sfiorare la soglia di soli 0,48 euro per un dollaro australiano.

## L'INCERTA RIPRESA DEL DOLLARO USA



Dopo aver toccato il livello più basso dalla nascita dell'euro - nel 2009 fanno 10 anni - con un cambio che a metà 2008 è sceso sotto 0,65 euro per un dollaro, il biglietto verde si è ripreso chiudendo il 2008 a 0,71 euro.

## CORONA SVEDESE GELATA DALLA CRISI



Una caduta libera, così possiamo sintetizzare l'andamento della corona svedese nell'ultimo anno. La moneta nordica non è mai scesa così in basso negli ultimi 5 anni rispetto alla moneta comunitaria: oggi vale 0,09 euro.

### ©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: 247,60 €. 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:** Alberto Gascione: media, tecnologico, aziende industriali, 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, 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>.

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