

Editoriale

COGLIERE IL MOMENTO.

Quella di gettare uno sguardo sui mesi a venire, per fornire un'interpretazione degli sviluppi dello scenario economico, è ormai una tradizione consolidata di "Note di Symphonia". E anche in questo numero - con l'aiuto di Guido Crivellaro, responsabile sala gestioni di Symphonia Sgr - abbiamo voluto tracciare un sintetico profilo del panorama che si presenta da qui al prossimo autunno. Senza avere la pretesa di formulare previsioni certe, la situazione che si delinea in questa fase è caratterizzata da due elementi molto peculiari: una

diffusa sensazione di "scampato pericolo" e la prospettiva di una "finestra" di vantaggiose opportunità per l'investitore. Molti elementi concorrono a definire il primo aspetto: il ridimensionarsi del prezzo del petrolio, l'assenza di traumi derivanti dalla crescita dei tassi di interesse americani, una rinnovata fiducia nelle potenzialità di crescita della "locomotiva" cinese. Dal secondo punto di vista, i mercati sembrano in grado di offrire all'investitore interessanti prospettive, a condizione però che ci si limiti a considerare un

orizzonte di brevissimo termine. Proiettandosi qualche mese più avanti, si evidenziano infatti vari elementi di preoccupazione, primi tra tutti i provvedimenti restrittivi USA in ambito monetario e fiscale previsti per il dopo-elezioni. Timori che non investono però la situazione immediata, e che rendono il momento attuale un'occasione da cogliere, in attesa delle novità del prossimo autunno.

Pag. 2

Mercati:

scenari macroeconomici, azioni, obbligazioni.

Pag. 5

Primo Piano: hedge fund, strumento da conoscere.

Pag. 7

Commenti:

puntare sui prossimi mesi

Pag. 9

News da Symphonia: novità, eventi, incontri.

Pag. 11

Secondo trimestre 2004: prodotti e performance.

MACROECONOMIA

TASSI SOTTO CONTROLLO.

AUMENTI GRADUALI DELLA FED; STABILITA' IN EUROPA

Dopo le indicazioni contrastanti dei primi mesi dell'anno, nel secondo trimestre si sono rafforzati i segnali di recupero congiunturale, soprattutto nell'economia americana. Un segnale importante è giunto dal mercato del lavoro, che più di altri aveva alimentato i residui dubbi sulla sostenibilità della ripresa nei mesi precedenti. Sul fronte occupazionale, l'ottimo dato di marzo è stato infatti seguito da rilevazioni ancora positive nei mesi successivi (in aprile 288 mila nuovi occupati non agricoli contro un'attesa di 170 mila, maggio +248 mila a fronte di una aspettativa di 225 mila), anche se giugno è poi risultato inferiore alle previsioni (112.000 contro 250.000).

Anche le altre rilevazioni hanno sostanzialmente confermato la robustezza del quadro congiunturale. La produzione industriale, dopo un calo in marzo, ha fatto poi registrare indicazioni decisamente positive: +0,8% in aprile e +1,1% in maggio. Il dato definitivo relativo al Pil nel primo trimestre si è collocato a +3,9%, rivisto leggermente al ribasso rispetto al dato preliminare di +4,2%: si tratta di una rilevazione che in ogni caso conferma una crescita decisamente sostenuta. Segnali positivi sono giunti anche dai cosiddetti indicatori anticipatori. Sia la fiducia dei consumatori che l'indice ISM si sono mantenuti su livelli elevati per l'intero trimestre.

Va peraltro evidenziato che questi positivi segnali sul fronte della

crescita sono stati accompagnati dalle prime indicazioni di peggioramento dello scenario inflazionistico, alimentato dalle tensioni che si sono venute a creare sui prezzi delle materie prime e dal notevole balzo che ha interessato il prezzo del greggio. In questo scenario la Fed ha avviato la fase di rialzo del costo del denaro, incrementando il tasso sui Fed Funds di 25 punti base; rialzo ampiamente atteso e destinato ad essere seguito da ulteriori incrementi, seppure il ritmo non dovrebbe essere superiore a 25 punti base per intervento. La situazione dell'economia USA appare quindi piuttosto confortevole, anche se permane l'elevato deficit commerciale.

Seppure in misura più contenuta, anche dalla congiuntura europea sono giunti segnali di miglioramento. La crescita del Pil nel primo trimestre si è collocata a +0,6%, un dato superiore alle aspettative, trainato da una discreta ripresa dei consumi, mentre le esportazioni continuano a risentire della dinamica valutaria. Si è mantenuta su livelli di sviluppo piuttosto sostenuti la Francia, con un incremento del Pil dello 0,8%. Indicazioni di miglioramento sono giunte anche dalla Germania, che ha registrato una crescita del Pil dello 0,4%.

Per contro è peggiorato lo scenario sul fronte inflazionistico, anche se questo dovrebbe essere un effetto prevalentemente temporaneo, dettato dall'impatto

della componente energetica.

In questa situazione è venuta meno qualsiasi prospettiva di riduzione dei tassi di interesse da parte della BCE; anzi, il mercato ha iniziato a puntare su un prossimo rialzo del costo del denaro anche nel Vecchio Continente.

In realtà, dato il ritmo poco sostenuto della ripresa e le aspettative di rientro dei segnali inflazionistici, è probabile che i tassi di interesse europei rimangano ancora invariati per diversi mesi. L'Italia ha evidenziato un andamento in linea con gli altri Paesi europei: il primo trimestre ha evidenziato una buona crescita, soprattutto per effetto della domanda interna (debole invece l'effetto della domanda internazionale). E' però probabile che tale crescita sia un effetto temporaneo dovuto ad un rimbalzo dei consumi dai depressi livelli di fine 2003; è pertanto difficile attendersi il mantenimento di questo ritmo nel resto dell'anno.

Indice dei prezzi al consumo.

Variazioni %
maggio 2004/maggio 2003

USA	0,6
GIAPPONE	-0,2
GERMANIA*	0,2
FRANCIA*	0,4
GB*	0,4
ITALIA*	0,2

*prezzi armonizzati EU
Fonte: Bloomberg

AZIONARI INTERNAZIONALI

QUOTAZIONI IN RECUPERO.

ANDAMENTI POSITIVI NELLA SECONDA PARTE DEL TRIMESTRE

In quest'ultimo trimestre i mercati azionari hanno evidenziato performance nell'insieme positive, seppure abbastanza contenute (soprattutto per quanto riguarda il mercato americano). Per comprendere l'andamento va tenuto presente che sui fondamentali i mercati non sono "cari" (soprattutto se si tiene in considerazione il livello dei tassi di interesse), ma allo stesso tempo non esprimono una sottovallutazione così evidente. Allo stesso tempo va tenuto presente che sull'andamento di questi ultimi mesi ha pesato il forte rialzo del greggio e i timori circa la possibilità che la Fed potesse optare per una brusca inversione della politica monetaria.

I mercati Usa hanno evidenziato una significativa correzione nella prima metà del trimestre, salvo poi recuperare nella restante parte del periodo. La miglior performance è stata evidenziata dal Nasdaq (+2,7%), mentre hanno registrato rialzi più contenuti lo Standard & Poors (+1,3%) e soprattutto il Dow Jones (+0,75%). Dall'inizio dell'anno presentano performance simili il Nasdaq e lo Standard & Poors (rispettivamente +2,2% e +2,6%), mentre risulta leggermente negativa la performance del Dow Jones

(-0,2%). Sul fronte settoriale il mercato americano ha confermato alcune tendenze che erano già emerse nella prima parte dell'anno: sono rimasti ampiamente positivi tutti i comparti correlati al petrolio; i segmenti relativi ad Internet hanno evidenziato la miglior performance; sono infine rimasti piuttosto deboli i settori legati al mercato dei semiconduttori.

La dinamica dei mercati azionari europei è stata simile a quella degli indici americani, con una prima

parte del trimestre più debole ed un significativo allungo nella seconda parte. Le Borse europee si sono però distinte per una migliore performance: in particolare si è messo in evidenza il mercato tedesco con un rialzo del 5,1% nel trimestre, che ha parzialmente colmato il gap che lo separava dalla Borsa di Parigi (+3,0%) dopo la debole performance della prima parte dell'anno. Va comunque sottolineato che dall'inizio dell'anno l'indice Cac mantiene una performance positiva più che doppia (+5,8%) rispetto al Dax (+2,2%).

Con riferimento all'andamento settoriale di questi ultimi tre mesi va evidenziato: il forte recupero che ha interessato il settore dell'auto dopo il debole andamento che lo aveva carat-

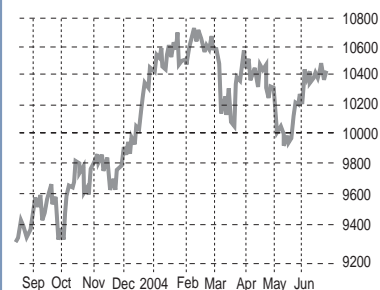
terizzato nel trimestre precedente; l'andamento piuttosto debole che ha caratterizzato il comparto delle telecomunicazioni; la forte correzione registrata dal settore del Telecom Equipment, che per contro aveva evidenziato una performance ampiamente positiva nel primo trimestre dell'anno (su quest'ultima ha pesato in maniera considerevole il ribasso di Nokia conseguente ai negativi dati sulle quote di mercato).

Per quanto riguarda il mercato azionario giapponese, l'andamento incerto delle prime settimane del trimestre ha lasciato spazio ad una profonda correzione nella parte centrale (con un movimento al ribasso che ha praticamente annullato il significativo allungo di inizio anno). Per contro, la seconda parte del trimestre è stata caratterizzata da un nuovo importante rialzo: il trimestre è stato così archiviato con una performance piuttosto contenuta (+1,2%), mentre resta considerevole il rialzo dall'inizio dell'anno (+11%).

"Buona performance per il Nasdaq, che aveva chiuso in ribasso il primo trimestre"

INDICE DOW JONES

SETTEMBRE '03 - GIUGNO '04



Fonte: STB, elab. Symphonia

AZIONARIO ITALIA

PERFORMANCE POSITIVA.

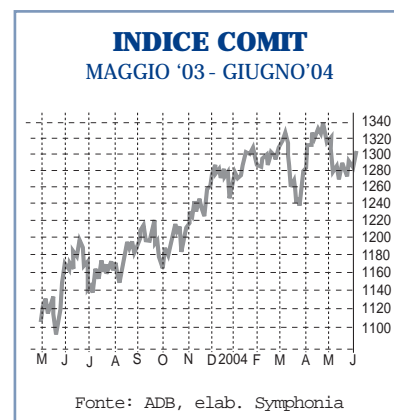
IN CRESCITA BANCARI E ASSICURATIVI, DELUDENTI I TELEFONICI

In quest'ultimo trimestre Piazza Affari ha evidenziato una dinamica simile alle altre principali Borse europee, con una performance intermedia rispetto a quella evidenziata da Francoforte e Parigi. Sul trimestre è stata leggermente migliore la performance del Mibtel (+3,7%) rispetto al Mib30 (+3,2%) e questo trova conferma nell'andamento da inizio anno (+6,0% contro +5,5%).

Con riferimento all'andamento settoriale, il trimestre è stato caratterizzato dal deciso rimbalzo del settore bancario (il rialzo ha sfiorato gli 8 punti percentuali), che era stato fortemente penalizzato nei primi mesi dell'anno. Sempre tra i finanziari, ancora positiva, ma più contenuta

(+3%), la performance del comparto assicurativo, che ha comunque sovraperformato il settore a livello europeo. Nell'ultimo mese e mezzo si è ottimamente comportato il titolo Fiat, che è arrivato a far segnare i nuovi massimi dell'anno (il movimento ha preso il via con il ricambio ai vertici del gruppo).

Particolare attenzione è stata rivolta anche alle holding che si collocano al vertice della catena di controllo del gruppo. Hanno ancora evidenziato una buona performance Eni, per effetto degli elevati prezzi del greggio, ed Enel, sull'attesa della generosa politica di dividendi. Da evidenziare anche il significativo movimento che ha interessato Rcs Mediagroup, conseguen-



za del riassetto azionario che ha visto l'uscita di Gemina e del ricambio ai vertici. Dopo il buon comportamento registrato nei primi mesi dell'anno, in quest'ultimo trimestre è risultato invece un po' deludente l'andamento dei titoli telefonici, in particolare di Telecom Italia, sebbene allineato a quello evidenziato dal settore a livello europeo.

MERCATO OBBLIGAZIONARIO

PRIMI INTERVENTI DALLA FED.

Dopo l'allungo che aveva caratterizzato buona parte del primo trimestre, nel mese di aprile il T-Bond è stato caratterizzato da una profonda correzione. Il movimento è stata la conseguenza delle indicazioni di miglioramento giunte dall'economia, con particolare riferimento al mercato del lavoro, e dei primi segnali inflazionistici, fattori che hanno avvicinato i tempi di un intervento restrittivo di politica monetaria da parte della Fed. Il movimento è continuato per l'intero trimestre sulle scadenze più brevi, mentre il T-Bond a 5 e 10 anni da metà maggio ha assunto un andamento laterale, con una discreta volatilità.

Il mercato obbligazionario europeo ha avuto una dinamica simile a quella del T-Bond, seppure ovviamente il rialzo sia stato di minore intensità, soprattutto sulle scadenze brevi. Da segnalare che, dopo il movimento di questo trimestre, i rendimenti del mercato obbligazionario americano hanno superato i rendimenti di quello europeo. D'altronde i tempi per un intervento della BCE non sono ancora maturi, anzi non è da escludere che i tassi di interesse europei restino invariati sino a fine anno.

INVESTIMENTI ALTERNATIVI

HEDGE FUND, STRUMENTO DA CONOSCERE.

OPPORTUNITA' E RISCHI DEI FONDI SPECULATIVI

Gli investimenti alternativi stanno riscuotendo un interesse sempre maggiore. Gli elementi principali di questo complesso e variegato panorama sono presentati da Luca Ferraris, Responsabile Investimenti di BIM Alternative Investments SGR.

Partiamo da una domanda solo apparentemente banale: che cosa, sono, in pratica, gli hedge fund? Quali sono le principali caratteristiche distintive di questi strumenti finanziari? Può essere utile una breve premessa "storica": gli hedge fund o "fondi speculativi" (questo il loro nome italiano, derivante da una malriuscita traduzione del termine inglese) sono nati negli USA intorno agli anni '50 come strumento per la copertura dalle oscillazioni dei mercati finanziari; uno strumento che concedeva al gestore un mandato molto flessibile e consentiva a quest'ultimo un tipo di operatività molto più ampia di quella concessa dai tradizionali fondi d'investimento. Nel corso del tempo il mercato si è evoluto e l'offerta si è sempre più articolata, cosicché ora, all'interno dell'universo degli hedge fund, esistono prodotti caratterizzati dalle più diverse strategie, di tipo conservativo o speculativo. Quello che è bene chiarire, però, è che – a dispetto del nome – la finalità principale degli hedge fund non è quella speculativa: lo scopo primario è piuttosto quello di offrire all'investitore stabilità e indipendenza dai mercati finanziari.

Si tratta quindi di una categoria da un certo punto di vista molto generica: possono esistere hedge fund molto differenti tra loro...

Certamente sì: dire "hedge fund" è come dire "fondo comune", basti considerare che nel mondo esistono circa 8000 fondi speculativi, caratterizzati da una ventina di diverse strategie. Per questo è indispensabile che la società che offre questo tipo di prodotti sia in grado

di individuare correttamente le caratteristiche dei singoli hedge fund così come quelle dei vari gestori: solo in questo modo è possibile offrire all'investitore un portafoglio ben strutturato.

E' comunque possibile definire una serie di elementi comuni e caratterizzanti?

Sicuramente; possiamo partire dalla definizione tecnica degli hedge fund – definiti "fondi che adottano tecniche di copertura" – per identificare alcuni elementi che fanno di questo tipo di prodotti uno strumento del tutto peculiare.

In primo luogo, il gestore di hedge fund ha come obiettivo la ricerca della performance assoluta e non, come avviene per i fondi tradizionali, l'ottenimento di un rendimento relativo, misurato in relazione a un benchmark di riferimento. Ciò

CHI E' LUCA FERRARIS

Giovane (è nato nel 1972) ma già dotato di una vasta e solida esperienza in campo finanziario, Luca Ferraris è attualmente il Responsabile Investimenti di BIM Alternative Investments SGR, di cui è anche membro del Comitato di Gestione.

Laureato in Economia Politica all'Università L.

Bocconi di Milano, Ferraris ha successivamente collaborato con il Centro Alti Studi della Difesa – Centro Militare di Studi Strategici, dove si è occupato di ricerche di carattere psicometrico sul personale dell'Esercito Italiano, in collaborazione con la Facoltà di Economia dell'Università di Bologna. Nel giugno del 1998 è entrato in Accenture (allora Andersen Consulting) come consulente della divisione strategic services. Dal gennaio 2001 è in Banca Intermobiliare, in cui da subito si è occupato dello startup di BIM Alternative Investments SGR.



significa che il gestore dell'hedge fund ricerca in ogni caso un ritorno positivo dall'investimento, indipendentemente dall'andamento dei mercati finanziari. Questo ci porta al secondo punto: mentre i fondi tradizionali tendono a riflettere abbastanza fedelmente l'andamento dei mercati, le performance degli hedge fund mostrano un grado medio-basso di correlazione con i movimenti dei mercati finanziari. Terzo elemento: in genere gli interessi del gestore di hedge fund risultano molto più allineati agli interessi dell'investitore, rispetto ai fondi tradizionali. Questo per un duplice ordine di motivi: in primo luogo perché, di norma, è lo stesso gestore a investire in prima persona il proprio capitale nell'hedge fund; in secondo luogo perché lo schema commissionale previsto è legato molto strettamente alle commissioni di performance, commisurate, come si è visto, non a un benchmark, ma alla stabilità dei rendimenti nel tempo. Un ultimo punto riguarda poi la flessibilità del mandato, molto più ampia di quella consentita ad altri tipi di gestione: per esempio, in un hedge fund azionario il gestore ha la possibilità di effettuare vendite allo scoperto, così come di utilizzare la leva finanzia-

ria... tutti strumenti che sono invece impediti al gestore tradizionale. Il risultato è quello di una gestione molto più dinamica ed efficiente.

Uno strumento che offre molti vantaggi: perché allora limitarsi ad utilizzarlo come formula di investimento "alternativa"?

Si tratta di uno strumento che, sotto molti aspetti, presenta un maggiore profilo di rischio: in generale gli hedge fund operano in un contesto poco regolamentato, in cui non esistono né obblighi di reportistica né una specifica vigilanza; e la stessa flessibilità del mandato, che rappresenta una tipicità di questi prodotti, rende potenzialmente più rischiosa la loro gestione. Si tratta, insomma, di uno strumento che va compreso in ogni suo aspetto, per effettuare scelte oculate: proprio per la sua grande flessibilità, quelle stesse strategie che in passato hanno generato interessanti rendimenti, in differenti situazioni di mercato possono rivelarsi perdenti.

Per questo motivo è importante diversificare il portafoglio, selezionando – con l'aiuto di specialisti – diverse strategie e diversi gestori e riducendo così in misura rilevante il grado di rischio complessivo.

CARTA D'IDENTITÀ

SPECIALISTI IN HEDGE FUND.

BIM Alternative Investments Società di Gestione del Risparmio pA è l'Asset Management Company del Gruppo BIM – Banca Intermobiliare, operativa in via esclusiva nel settore degli investimenti alternativi. Autorizzata dalla Banca d'Italia con provvedimento del 30 gennaio 2001 allo svolgimento dell'attività di gestione di Fondi Speculativi, la società è guidata da Carlo De Benedetti (Presidente), Pietro D'Agui e Vittorio Moscatelli (Amministratori Delegati); completano il consiglio di amministrazione Vittorio Bennani, Franca Bruna Segre e Massimo Segre, mentre gli stessi D'Agui e Moscatelli, insieme a Luca Ferraris, costituiscono il Comitato di Gestione.

La missione di BIM Alternative Investments SGR è quella di offrire alla clientela più esclusiva strumenti innovativi per la diversificazione di portafoglio basati su strategie d'investimento alternative; la società si avvale dell'esperienza ventennale del Gruppo BIM nel private banking e nella gestione sul proprietary desk di strategie di investimento di absolute return analoghe a quelle adottate dai gestori di hedge fund.

Per la gestione dei fondi alternativi BIM Alternative Investments SGR si avvale inoltre della consulenza di Goldman Sachs Princeton LLC, divisione dell'investment bank statunitense specializzata negli hedge fund: tale accordo permette l'accesso alle risorse globali, alle competenze e al network di una delle prime cinque investment bank del mondo. Il panorama dei consulenti è completato dalla partnership con CDB Web Tech SpA, investment company specializzata nei settori dell'alta tecnologia a livello mondiale. Altre informazioni su BIM Alternative Investments SGR sono disponibili sul sito internet www.bimalternativesgr.it.

INTERVISTA A GUIDO CRIVELLARO

PUNTARE SUI PROSSIMI MESI

OPPORTUNITA' E PROSPETTIVE POSITIVE PRIMA DELLE ELEZIONI USA

Come si caratterizzano i prossimi mesi, per quanto riguarda l'andamento dei mercati finanziari internazionali? Con l'aiuto di Guido Crivellaro, responsabile sala gestioni di Symphonia Sgr, "Note di Symphonia" ha voluto analizzare gli scenari che si aprono all'investitore nei mesi a venire.

Quali elementi, dunque, costituiscono una chiave di lettura per il prossimo futuro? Ci sono fattori che lasciano presagire una fase positiva per le Borse?

Tra l'inizio dell'estate e il prossimo autunno si sta aprendo una "finestra" sicuramente positiva; anche se, come sempre, è molto difficile prevedere con precisione la portata e la durata temporale di questa fase. In ogni caso, gli elementi di ottimismo si basano sul fatto che siamo ormai usciti da un periodo estremamente complesso: il prezzo del petrolio ai massimi, le aspettative su un ciclo di rialzi dei tassi di interesse USA, le previsioni di rallentamento dell'economia cinese a seguito delle politiche restrittive delle autorità locali, la situazione geopolitica densa di tensioni e di incognite... tutti fattori che non hanno certo contribuito, fino a poche settimane fa, a sostenere i corsi.

Il mercato, però, ha mostrato di aver "digerito" questo momento, creando così le premesse per l'apertura di un periodo di rilancio. Una visione sostenuta dai fatti: il petrolio è tornato a quotazioni più contenute, le preoccupazioni sulla Cina sono in buona parte rientrate, è stato ormai assimilato il concetto che i tassi statunitensi, seppure destinati a salire, si muoveranno probabilmente in modo graduale, senza causare particolari choc ai



Guido Crivellaro

mercati; e anche sul fronte microeconomico, le notizie sono positive, con aziende in crescita dal punto di vista della redditività.

Tradotto in cifre, cosa può significare un panorama come quello appena descritto?

Le prospettive sono buone da un duplice punto di vista: per quanto riguarda i fondamentali e per quanto riguarda l'andamento degli utili (accompagnato dalla considerazione che i prezzi sono ancora su livelli abbastanza contenuti).

Una situazione che permetterebbe di ipotizzare, da qui alle elezioni presidenziali USA di novembre, una "high digit performance" nell'ordine dell'8-9%. Se queste sono le potenzialità, d'altro

"Il ridimensionamento del prezzo del petrolio, le minori preoccupazioni sull'economia cinese, la gradualità del rialzo dei tassi di interesse USA consentono un cauto ottimismo"

canto è bene sottolineare che l'effettivo realizzarsi di questa ipotesi va preso con estrema cautela, dato che in ogni momento nuovi scenari possono delinearsi e che già il 2003 è stato un anno "buono".

Quali sono gli ostacoli principali che possono indebolire o addirittura annullare le prospettive positive dei mercati?

I rischi possono derivare da due ordini di motivi. In primo luogo, c'è il pericolo che l'in-

flazione si riveli molto più alta delle attese e che i tassi di interesse statunitensi, nel periodo immediatamente successivo alle elezioni, subiscano una crescita molto maggiore del previsto; l'effetto combinato di questi fattori creerebbe sicuramente un forte trauma al mercato. In secondo luogo, esiste la possibilità che la crescita economica si smorzi drasticamente; questo renderebbe meno pesante il "rischio tassi in crescita", ma al tempo stesso metterebbe in evidenza il fatto che il ciclo positivo si è ormai sostanzialmente concluso. Da qualsiasi parte si guardi, insomma, insieme alle opportunità si creano anche una serie di rischi; l'unico scenario assolutamente positivo sarebbe quello di una crescita forte e senza inflazione: ma si tratta di una situazione ideale, che è ben difficile pretendere dalla realtà.

E per quanto riguarda le elezioni presidenziali americane? Come potranno influire sullo scenario generale e sui mercati?

Ovviamente, bisognerà vedere quale candidato risulterà vincente. Ma sia nel caso in cui Bush ricevesse una riconferma, sia in quello in cui lo sfidante Kerry riuscisse a prevalere, c'è comunque da aspettarsi un brusco mutamento di prospettiva: da una lunga fase di politica monetaria e fiscale espansiva, a un periodo di provvedimenti restrittivi in entrambi gli ambiti; tutt'al più, la politica fiscale potrà mantenersi neutrale, ma certo l'approccio generale è destinato a mutare radicalmente. Insomma, se c'è un momento per l'investitore in cui ha senso prendersi qualche rischio, probabilmente è proprio quello che stiamo vivendo, da qui al prossimo novembre: una fase in cui, salvo fattori imprevisti e clamorosi di natura geopolitica, dovrebbero prevalere gli elementi di positività e di stabilità.

Parliamo anche di Europa e di Italia: qui la situazione sembra un po' meno incoraggiante...

L'Europa – e il nostro Paese in particolare – presenta in effetti una serie di fattori di debo-

lezza rispetto al resto del mondo. Si tratta soprattutto di elementi di tipo strutturale, che "imbrigliano" il mercato e che portano all'impossibilità di mettere in piedi politiche fiscali e monetarie forti, in grado di incidere significativamente sulla situazione in atto. La situazione è tale che sarei addirittura propenso a ipotizzare che i tassi di interesse europei nel prossimo futuro siano destinati a scendere ulteriormente, piuttosto che a salire. Una situazione che a prima vista può apparire eclatante, ma che potrebbe invece manifestarsi, se l'Europa mancherà il trend di crescita attualmente in corso. E anche se le stime

indicano che l'Unione Europea parteciperà a questa tendenza positiva, la sensazione di molti osservatori è che si tratti invece di un obiettivo molto difficile (e tanto più impegnativo per l'Italia).

Attenzione, però, a non trarre da questo conseguenze affrettate per quanto riguarda l'andamento della Borsa: in Europa in generale, e in Italia in particolare, un'alta percentuale del listino è composta da aziende ben poco esposte all'andamento del ciclo economico, come energy, telecom e utilities (che in Italia, per l'appunto, coprono circa il 40% del totale).

Si tratta di aziende che, in genere, sono caratterizzate da alti dividendi, elevati flussi di cassa e valutazioni interessanti: questo significa

che si tratta di società in grado di fornire buone performance nonostante i problemi appena descritti. Di conseguenza, tenuto conto della composizione degli indici, ci sono buone probabilità che l'andamento della Borsa risulti differente da quello del contesto, offrendo risultati positivi. Parlando di settori, una notevole incognita è invece rappresentata dal bancario: gli istituti di credito recepiscono indirettamente gli andamenti delle aziende e tendono ad amplificarne i movimenti, sovraperformando nelle fasi positive e sottoperformando in quelle negative. In altri termini, un settore molto volatile, da approcciare con grande prudenza e attenzione.

“Qualunque sia il risultato delle elezioni presidenziali statunitensi, è logico attendersi un periodo di maggiore severità tanto nella politica monetaria quanto in quella fiscale”

ASSETTO SOCIETARIO

GRUPPO FORTIS ENTRA IN BIM.

E' stato siglato lo scorso 29 giugno l'accordo strategico tra Banca Intermobiliare e Fortis, gruppo finanziario integrato belga-olandese attivo nei servizi bancari e assicurativi che, con una capitalizzazione di mercato di circa 22,6 miliardi di euro (al 31/5/04) e con circa 53000 dipendenti, si pone tra le 20 maggiori istituzioni finanziarie d'Europa. Grazie a questa acquisizione, Fortis diventa così il partner preferenziale di Banca Intermobiliare nonché il secondo azionista della Banca, con il 10% del capitale.

L'accordo è finalizzato a sostenere e favorire la forte crescita del Gruppo Banca Intermobiliare in una fase di vivace evoluzione del settore del private banking in Italia; d'altra parte, il Gruppo Fortis rafforza la propria presenza in Italia, Paese importante sia per l'attività di private banking e trust (svolta con il brand MeesPierson) sia per le altre attività paneuropee: commercial banking, asset management, information banking e global market. Le due istituzioni svilupperanno congiuntamente progetti e nuove iniziative sul mercato italiano, sia nel private banking che nei servizi di investimento dedicati alle istituzioni.

Nell'immediato, la collaborazione tra i due gruppi si concretizzerà nella realizzazione e vendita in Italia di una serie di prodotti e servizi rivolti alla clientela privata e istituzionale. Banca Intermobiliare potrà così beneficiare dell'esperienza e della competenza di un'istituzione di alto standing internazionale, integrando e completando la gamma di soluzioni offerte ai propri clienti, specialmente nel settore dei servizi finanziari internazionali e dei servizi bancari tradizionali. In particolare, Banca Intermobiliare metterà a disposizione dei propri clienti: le soluzioni MeesPierson nel segmento dei servizi di private banking internazionali (quali strutturazione e protezione dei patrimoni, servizi fiduciari internazionali, consulenza nella fiscalità internazionale ecc.); le soluzioni di investimento di MeesPierson in asset alternativi e non tradizionali; le soluzioni di finanziamento per imprese e privati (leasing, mutui, strutturazione di emissioni riservate). Banca Intermobiliare sarà controparte preferenziale del Gruppo Fortis sui mercati finanziari italiani, sia per la negoziazione che per ciò che concerne i servizi e i prodotti gestiti di diritto italiano, tradizionali e alternativi. A conferma dell'interesse e dell'impegno allo sviluppo di questo progetto, CoFiTo ed altri soci di Banca Intermobiliare hanno favorito l'ingresso di Fortis nella compagine azionaria dell'Istituto. Al comple-

tamento dell'operazione, CoFiTo mantiene la maggioranza assoluta della società (50,4%). E' inoltre previsto che un rappresentante del Gruppo Fortis entri a far parte del Consiglio di Amministrazione di Banca Intermobiliare.

"Siamo molto soddisfatti dell'accordo. - ha dichiarato Franca Bruna Segre, Presidente del Consiglio di Amministrazione di Banca Intermobiliare - Guardiamo con fiducia al futuro di Banca Intermobiliare nel quale il Gruppo Fortis si inserisce quale catalizzatore della crescita, grazie alla sua identità di grande gruppo internazionale dalla rilevante tradizione nei settori di banca privata e tradizionale; questo accordo tra il nostro Istituto (locale, dinamico e specializzato) ed il Gruppo Fortis (di presenza globale e di reputazione e qualità eccellenti) ci permette di completare la gamma di servizi offerti alla clientela, mantenendo le tradizionali caratteristiche di autonomia e indipendenza decisionale così importanti per mercato, clienti e management".

NUOVA FILIALE

UNA RETE SEMPRE PIU' VASTA.

Dal primo luglio 2004 è operativa la nuova filiale aperta da Banca Intermobiliare a Pesaro, in via Giusti 6. La filiale rappresenta la prima sede che BIM apre nelle Marche, nell'ottica di una strategia di rafforzamento della presenza sull'intero territorio italiano. In essa opererà un team di relationship Manager, figure professionali con qualificata e consolidata esperienza nell'ambito della finanza e specializzati nella consulenza e nell'asset allocation dei grandi portafogli, che sotto la guida del Responsabile di Filiale Maurizio Del Chierico (già promotore di Symphonia SGR) si dedicheranno alla clientela privata.



Maurizio Del Chierico

Con la nuova apertura i clienti di BIM e di Symphonia, oltre al servizio di consulenza finanziaria, potranno usufruire di tutti i servizi bancari e del servizio di raccolta ordini e negoziazione in tempo reale su tutti i mercati regolamentati.

ARTE E FINANZA

CAPOLAVORI RESTAURATI.

E' stato presentato al Museo di Palazzo Venezia, a Roma, il progetto di restauro del dipinto del Giorgione "Doppio Ritratto" promosso da Banca Intermobiliare. L'iniziativa - che testimonia l'attenzione della società per la valorizzazione dei patrimoni non solo privati, ma anche culturali ed artistici - prevede il finanziamento del restauro integrale dell'opera: un capolavoro artistico nazionale realizzato dal grande pittore veneto nel XVI secolo e considerato uno dei suoi più importanti lavori. Grazie al supporto finanziario di BIM ed alla collaborazione del Polo Museale Romano e della Direzione del Museo di Palazzo Venezia, l'ope-



ra sarà oggetto di un duplice intervento volto ad effettuare il restauro conservativo sulla superficie pittorica del dipinto e ad effettuare uno studio approfondito dell'opera e delle tecniche operative del Giorgione.

La presentazione del progetto è stata occasione per un evento sociale che ha visto anche la partecipazione della Maison di alta moda Michele Miglionico (con una sfilata di quaranta modelli haute couture ispirati a una delle icone più amate del ventesimo secolo, Jacqueline Kennedy Onassis) e del noto chef Antonello Colonna, che ha curato la cena di gala che ha seguito la manifestazione.

SPAZIO SYMPHONIA

CITAZIONI CONTEMPORANEE

Con la mostra dedicata a Chiara, in cartellone fino alla fine di settembre, si conclude il ricco calendario 2003/2004 di Symphonia Arte Contemporanea. Nei locali di Spazio Symphonia, al pianterreno della sede milanese di Symphonia in corso Matteotti, è così possibile ammirare le opere della giovanissima artista varesina (Chiara, al secolo Chiara Carocci, è nata nel 1976), già ampiamente apprezzata in ambito nazionale ed internazionale; il "personaggio Chiara",

che l'autrice ha costruito ed interpreta, si nutre di comunicazione pubblicitaria e degli stereotipi legati al linguaggio di massa. Una sorta di locandina pubblicitaria reinventata in cui l'artista inserisce la sua immagine, reclamizzando un prodotto immaginario.

Dopo la sua prima personale, svoltasi a Roma nel 1999, Chiara ha partecipato a importanti collettive a Milano, Udine e Santiago del Cile. Nel 2002 ha vinto il "Premio New York" e, dopo un soggiorno di quattro mesi presso l'Italian

Academy di New York ha realizzato nella metropoli statunitense la mostra "New York by Chiara - A Work in Progress". Nel 2003 ha partecipato a Anteprema Italian Factory all'interno delle mostre Extra 50 della 50° Biennale di Venezia. Al momento è presente nel festival di arte digitale "Bananaram".

Il nuovo programma di Symphonia Arte Contemporanea per la prossima stagione 2004/ 2005 inizierà il 29 settembre con una mostra dedicata ad Anton Corbijn, artista olandese specializzato nel ritrarre (in personalissime interpretazioni) le più popolari icone dello star system e attivo in molti diversi ambiti espressivi: fotografia, cover di album musicali, video musicali, film e stage design.



ANTON CORBIJN

Bryan Ferry, Paris 1982 - b/w photograph
Edition of 10 - cm 145 x 100 © Anton Corbijn / Courtesy LipanjePuntin - Trieste

SYMPHONIA SICAV - ANDAMENTO DEI COMPARTI

Nelle pagine che seguono sono analizzati, sia graficamente che in cifre, gli andamenti dei diversi comparti di Symphonia Sicav; i rendimenti ottenuti sono inoltre confrontati con il benchmark di riferimento e con la media dei prodotti concorrenti.

AZIONARIO ITALIA SMALL CAP

E' partito lunedì 15 marzo 2004 il nuovo comparto SICAV denominato Azionario Italia Small Cap gestito da Symphonia SGR come deliberato dall'assemblea straordinaria del 20/02/03.

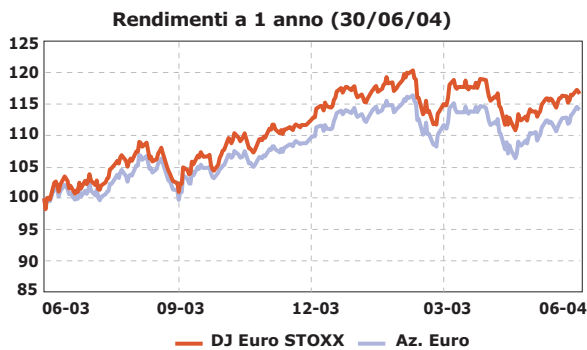
Modificato nella politica d'investimento, nel benchmark di riferimento e nei costi di commissione il nuovo comparto SICAV Azionario Italia Small Cap, sostituisce - a decorrere dal 12 marzo 2004 - il preesistente comparto SICAV Azionario Euro Nuovi Mercati, già presente nell'offerta di Symphonia SGR.

La valutazione dell'investimento avviene attraverso il confronto tra il rendimento del comparto e l'andamento di un benchmark composto per l'80% sull'indice MIBEX e per il restante 20% sul MTS BOT, mentre la commissione annua di gestione è pari a 1,5% (la precedente era di 1,80%).

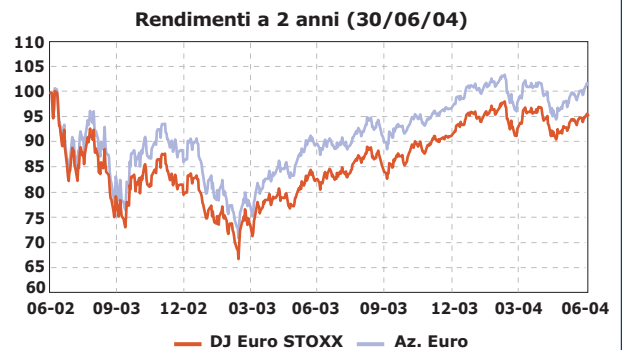
A seguito della modifica della politica di investimento e del benchmark non si riporta il grafico rappresentante l'andamento del comparto di provenienza Euro Nuovi Mercati in quanto non confrontabile con l'attuale prodotto (profilo di investimento).

Al momento della variazione della denominazione e della politica di investimento il NAV della quota era pari a Euro 3,698.

AZIONARIO EURO



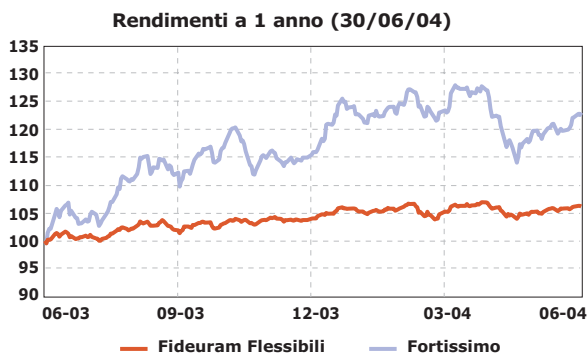
La performance del prodotto	14,11%
Dow Jones Euro STOXX	16,65%
Fideuram Az Area Euro	14,18%



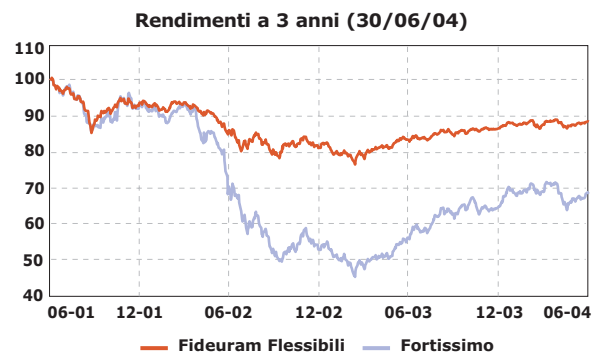
La performance del prodotto	0,73%
Dow Jones Euro STOXX	-2,77%
Fideuram Az Area Euro	-2,54%

Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

FORTISSIMO



La performance del prodotto	23,01%
Fideuram Fondi Flessibili	6,19%



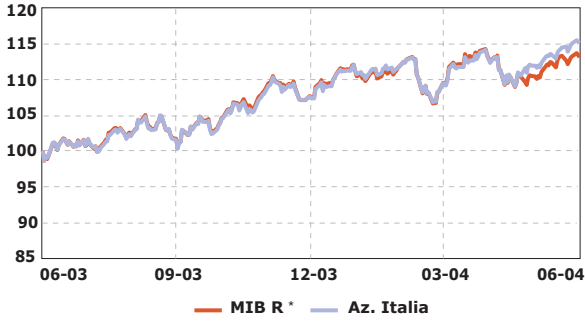
La performance del prodotto	-11,62%
Fideuram Fondi Flessibili	-3,98%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

IL BENCHMARK È AL NETTO DEGLI ONERI FISCALI. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI.

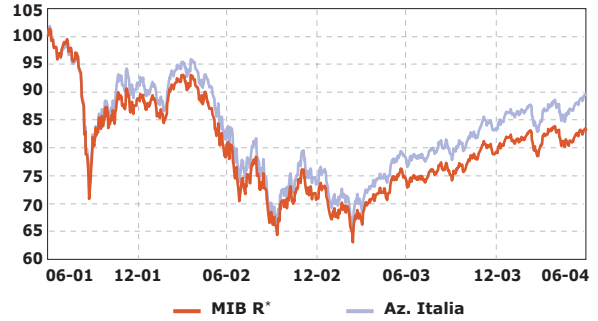
AZIONARIO ITALIA

Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	15,13%
MIB R*	13,10%
Fideuram Az Italia	14,35%

Rendimenti a 3 anni (30/06/04)

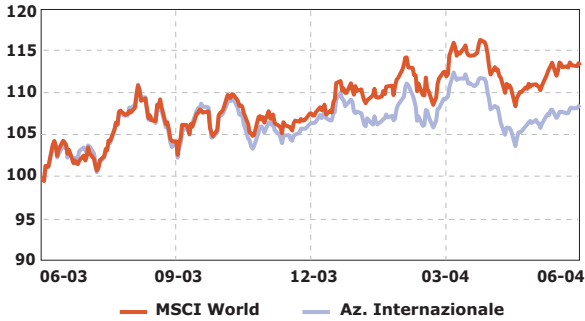


La performance del prodotto	-3,67%
MIB R*	-6,91%
Fideuram Az Italia	-3,86%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.
*Comit Globale fino all'anno 2000.

AZIONARIO INTERNAZIONALE

Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	8,56%
MSCI WORLD in Euro	13,24%
Fideuram Az. Internazionali	11,81%

Rendimenti a 3 anni (30/06/04)

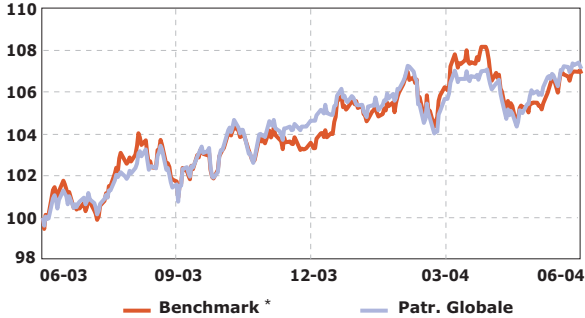


La performance del prodotto	-13,21%
MSCI WORLD in Euro	-12,00%
Fideuram Az. Internazionali	-10,55%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

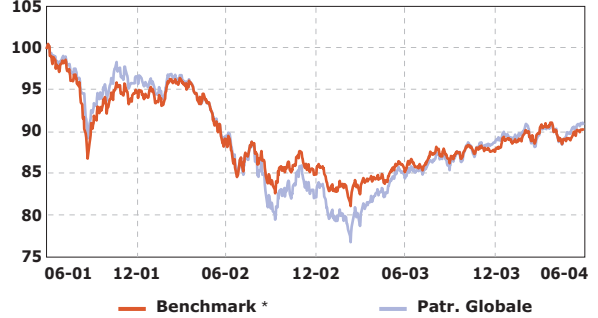
PATRIMONIO GLOBALE

Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	7,14%
Benchmark*	6,91%
Fideuram Bilanciati	6,40%

Rendimenti a 3 anni (30/06/04)



La performance del prodotto	-3,12%
Benchmark*	-3,78%
Fideuram Bilanciati	-3,56%

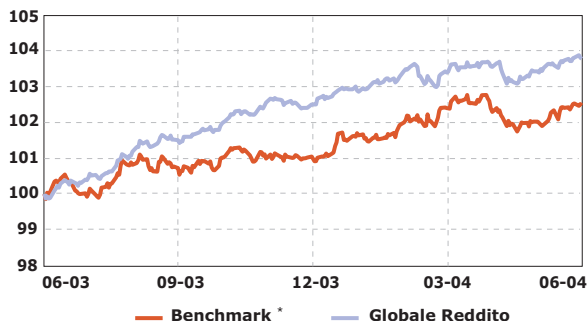
Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

*Composizione: 25% indice JP MORGAN GLOBALE in Euro, 25% indice MIB R della Borsa di Milano, 25% indice Morgan Stanley Capital International World in Euro, 25% indice MTS SPA BOT.

IL BENCHMARK È AL NETTO DEGLI ONERI FISCALI. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI.

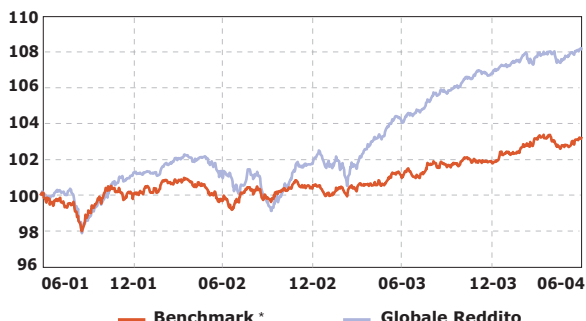
PATRIMONIO GLOBALE REDDITO

Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	3,79%
Benchmark*	2,48%
Fideuram Obbl. Misti	1,97%

Rendimenti a 3 anni (30/06/04)



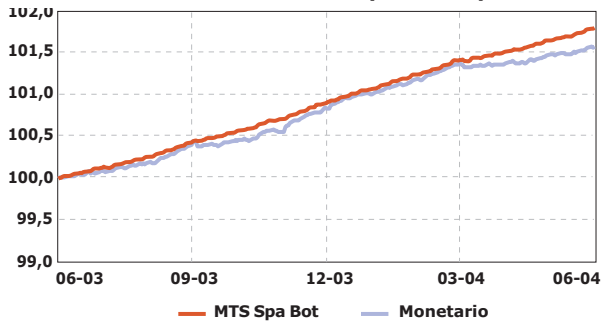
La performance del prodotto	2,66%
Benchmark*	1,21%
Fideuram Obbl. Misti	1,32%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

*Composizione: 20% indice JP MORGAN GLOBALE in Euro, 5% indice MIB R della Borsa di Milano, 5% indice Morgan Stanley Capital International World in Euro, 70% indice MTS SPA BOT.

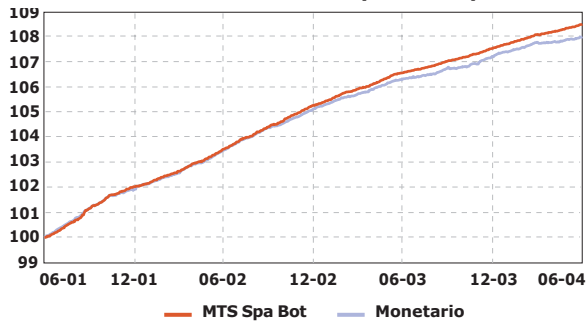
MONETARIO

Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	1,58%
MTS SPA BOT	1,80%
Fideuram Liquidità	1,21%

Rendimenti a 3 anni (30/06/04)

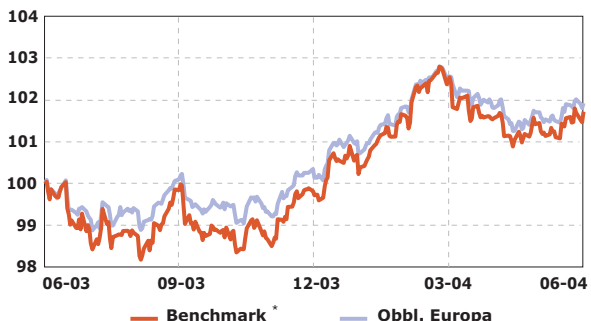


La performance del prodotto	2,59%
MTS SPA BOT	3,13%
Fideuram Liquidità	2,11%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

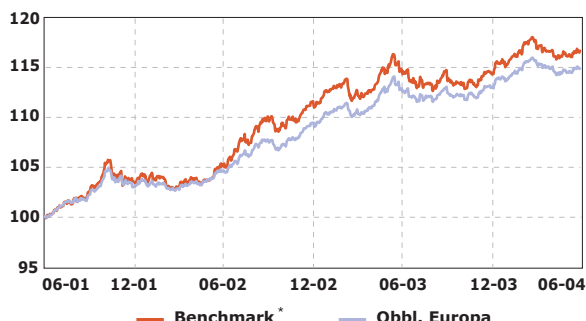
OBBLIGAZIONARIO AREA EUROPA

Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	1,93%
Benchmark*	1,72%
Fideuram	0,77%

Rendimenti a 3 anni (30/06/04)



La performance del prodotto	4,76%
Benchmark*	6,02%
Fideuram	2,89%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

Il fondo ha cambiato politica di investimento dall'ottobre 1999.

*Composizione: 80% SSBE WGBI in Euro, 20% Lehman Brothers Euro Corporate Aggregate.

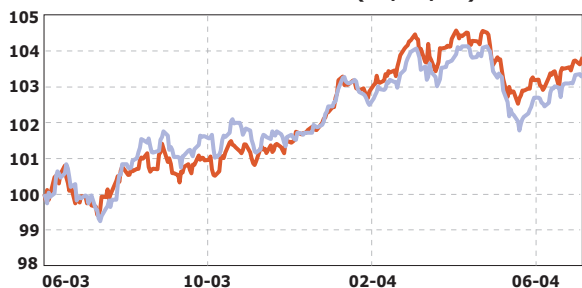
IL BENCHMARK È AL NETTO DEGLI ONERI FISCALI. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI.

SYMPHONIA MULTI SICAV-ANDAMENTO DEI COMPARTI

Una sintesi grafica e numerica dell'andamento di tutti i diversi comparti di Symphonia Multi Sicav (Adagio, Largo, Vivace, Azionario Europa, Azionario America, Azionario Asia e Azionario Paesi Emergenti), confrontati con il benchmark e con la media dei prodotti concorrenti.

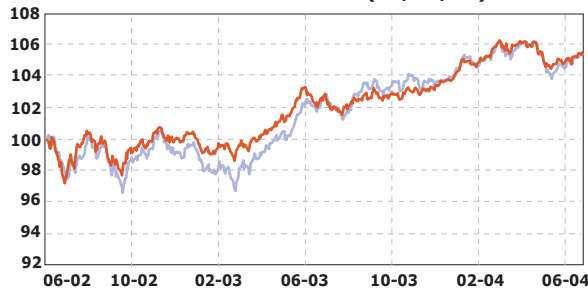
ADAGIO

Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	3,36%
Benchmark*	3,82%
Fideuram	3,16%

Rendimenti a 2 anni (30/06/04)



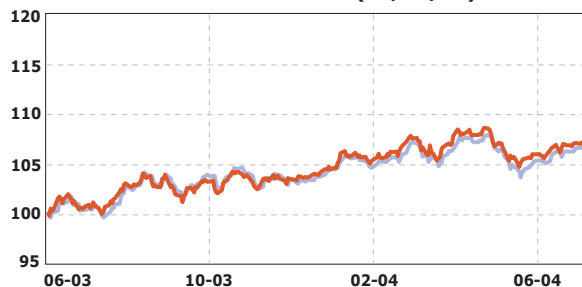
La performance del prodotto	2,68%
Benchmark*	2,75%
Fideuram	2,17%

Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

*Composizione: 15% MTS BOT, 60% SSB WGBI Euro Terms Hedged, 5% MIB R, 20% MSCI All Country World Free.

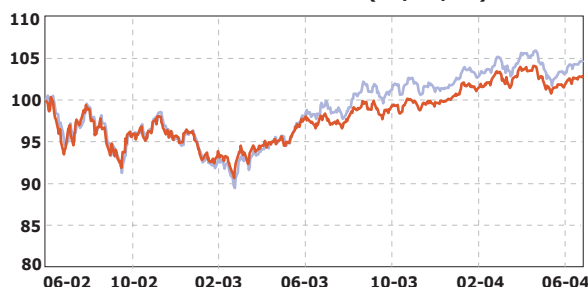
LARGO

Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	6,59%
Benchmark*	7,02%
Fideuram	6,39%

Rendimenti a 2 anni (30/06/04)



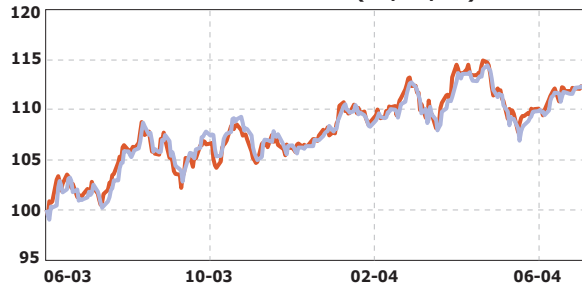
La performance del prodotto	2,36%
Benchmark*	1,43%
Fideuram	0,84%

Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

*Composizione: 10% MTS BOT, 40% SSB WGBI Euro Terms Hedged, 10% MIB R, 40% MSCI All Country World Free.

VIVACE

Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	12,43%
Benchmark*	12,12%
Fideuram	11,77%

Rendimenti a 2 anni (30/06/04)



La performance del prodotto	1,31%
Benchmark*	-0,77%
Fideuram	-2,50%

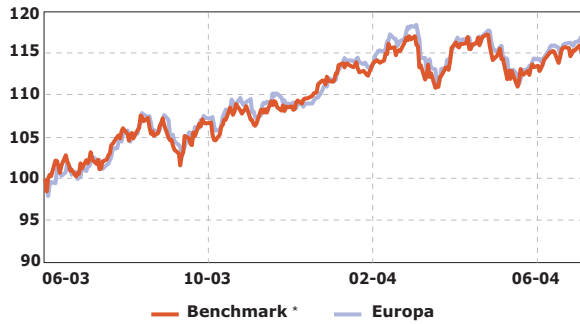
Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

*Composizione: 10% SSB WGBI Euro Terms Hedged, 15% MIB R, 75% MSCI All Country World Free.

IL BENCHMARK È AL NETTO DEGLI ONERI FISCALI. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI.

AZIONARIO EUROPA

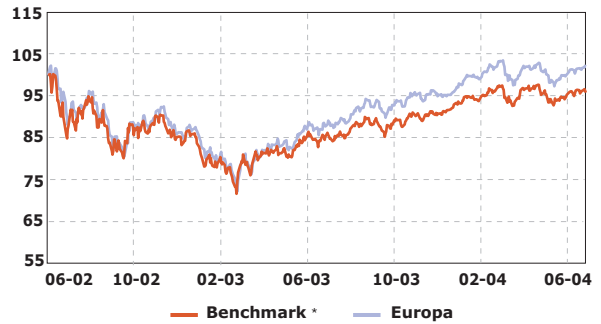
Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	16,71%
Benchmark*	14,81%
Fideuram	13,48%

* Composizione: 10% MTS BOT, 90% MSCI Europe.

Rendimenti a 2 anni (30/06/04)

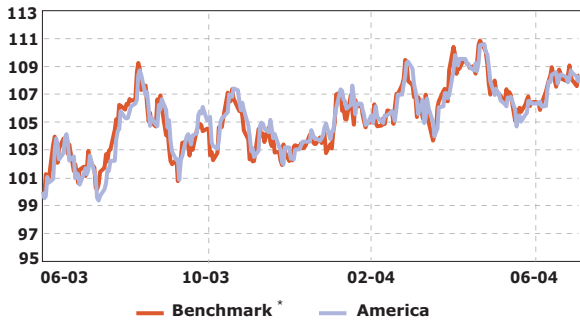


La performance del prodotto	1,03%
Benchmark*	-2,12%
Fideuram	-3,12%

Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

AZIONARIO AMERICA

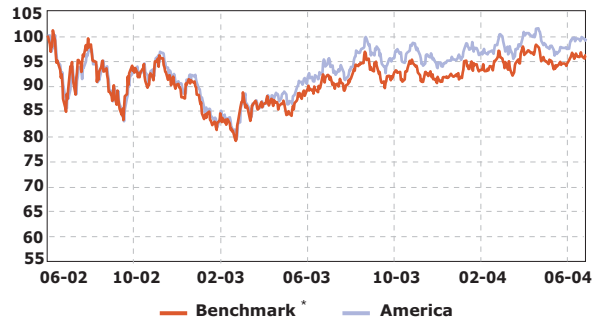
Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	8,38%
Benchmark*	8,38%
Fideuram Liquidità	7,87%

* Composizione: 10% MTS BOT, 90% MSCI North America.

Rendimenti a 2 anni (30/06/04)

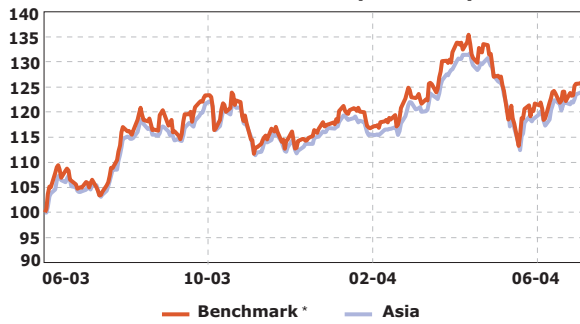


La performance del prodotto	-0,31%
Benchmark*	-2,00%
Fideuram Liquidità	-3,46%

Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

AZIONARIO ASIA

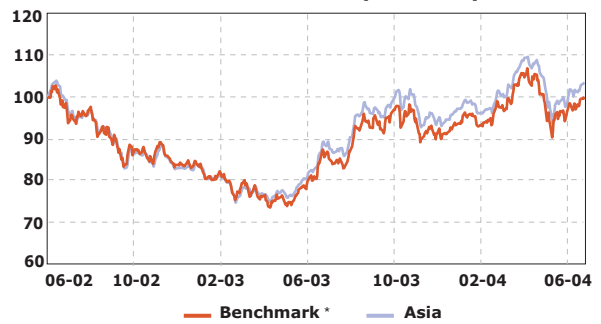
Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	24,32%
Benchmark*	25,36%
Fideuram	22,95%

* Composizione: 10% MTS BOT, 90% MSCI All Country Far East Free.

Rendimenti a 2 anni (30/06/04)



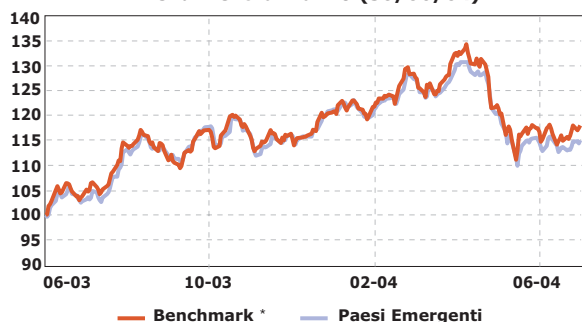
La performance del prodotto	1,73%
Benchmark*	-0,30%
Fideuram	0,14%

Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

IL BENCHMARK È AL NETTO DEGLI ONERI FISCALI. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI.

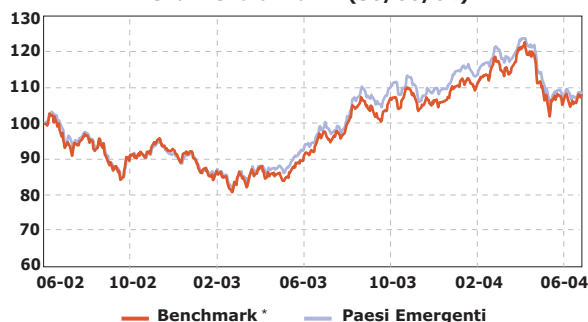
AZIONARIO PAESI EMERGENTI

Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



La performance del prodotto	15,06%
Benchmark*	17,99%
Fideuram	18,22%

Rendimenti a 2 anni (30/06/04)



La performance del prodotto	4,39%
Benchmark*	3,99%
Fideuram	4,43%

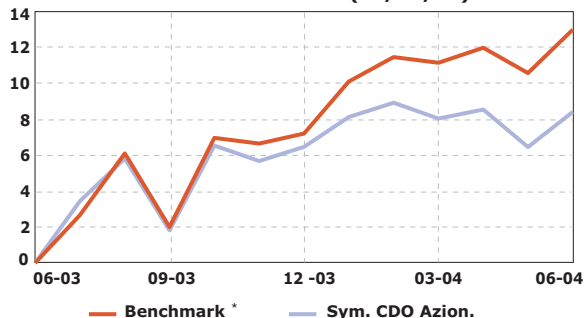
Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

*Composizione: 10% MTS BOT, 90% MSCI Emerging Market Free.

CDO FONDO PENSIONE APERTO

LINEA AZIONARIO GLOBALE

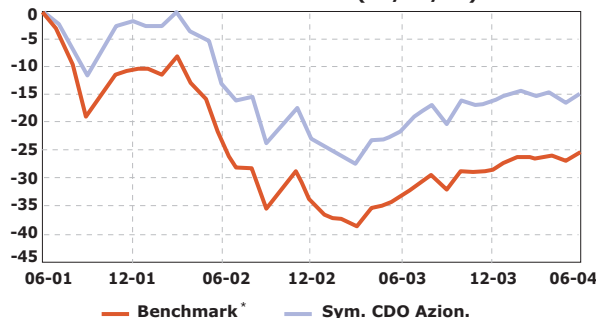
Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



CDO Azionario	8,42%
Benchmark*	13,00%
Fideuram	11,77%

*Composizione: 75% MSCI, 25% Comit.

Rendimenti a 3 anni (30/06/04)

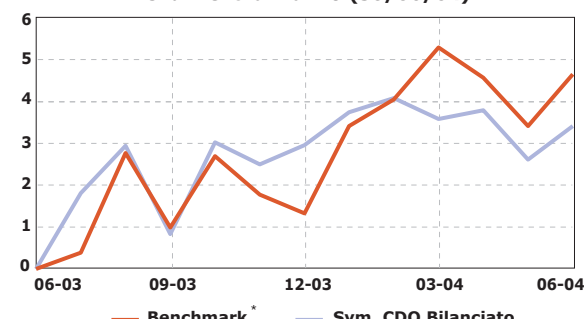


CDO Azionario	-14,94%
Benchmark*	-25,36%
Fideuram	-28,46%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

LINEA BILANCIATO GLOBALE

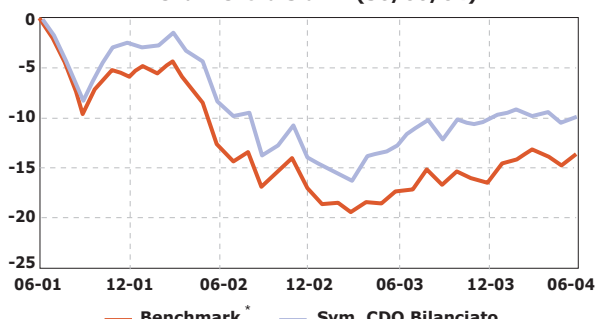
Rendimenti a 1 anno (30/06/04)



CDO Bilanciato	3,41%
Benchmark*	4,65%
Fideuram	5,44%

*Composizione: 50% JPM, 37,50% MSCI, 12,50% Comit.

Rendimenti a 3 anni (30/06/04)



CDO Bilanciato	-9,85%
Benchmark*	-13,77%
Fideuram	-8,87%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

Note di Symphonia è la newsletter trimestrale di Symphonia SGR rivolta a tutti i suoi interlocutori: clienti, promotori, operatori del mercato finanziario.

Per informazioni o richiesta copie aggiuntive, rivolgersi a:

Symphonia SGR - Corso Matteotti, 5 - 20121 Milano

Numero Verde 800-614-614 - email: info@symphonia.it - www.symphonia.it



**BIM - Direzione Generale - Via Gramsci, 7
10121 Torino - Tel. 011-5162411
www.bimbank.it**

IL BENCHMARK È AL NETTO DEGLI ONERI FISCALI. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI.