



Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2009

Gennaio 2009

L'annus horribilis dei mercati azionari

I cinque peggiori anni delle borse dal 1970 al 2008 (*)

(dati in valuta locale per gl'indici nazionali, in dollari per l'MSCI Mondo e l'MSCI Mercati Emergenti)

MSCI Francia	Anno	2008	2002	1974	1987	1990
	Perdita	-42,1%	-34,0%	-33,6%	-29,3%	-25,2%
MSCI Germania	Anno	2008	2002	1987	1970	1973
	Perdita	-44,5%	-44,0%	-39,7%	-26,7%	-22,4%
MSCI Gran Bretagna	Anno	1974	2008	1973	2002	2001
	Perdita	-54,8%	-31,6%	-28,2%	-25,7%	-13,9%
MSCI Italia	Anno	2008	1987	1974	1990	2001
	Perdita	-49,6%	-33,0%	-31,2%	-29,4%	-24,0%
MSCI Spagna	Anno	2008	1976	2002	1977	1990
	Perdita	-40,0%	-30,5%	-29,5%	-28,0%	-27,6%
MSCI Stati Uniti	Anno	2008	1974	2002	1973	2000
	Perdita	-38,6%	-30,9%	-24,0%	-18,7%	-13,6%
MSCI Giappone	Anno	2008	1990	1973	1992	2000
	Perdita	-43,6%	-39,9%	-27,4%	-22,2%	-20,3%
MSCI Mondo	Anno	2008	1974	2002	1990	2001
	Perdita	-42,1%	-27,8%	-21,1%	-18,7%	-17,8%
MSCI Mercati Emergenti	Anno	2008	2000	1998	1990	1997
	Perdita	-54,5%	-31,8%	-27,5%	-13,8%	-13,4%

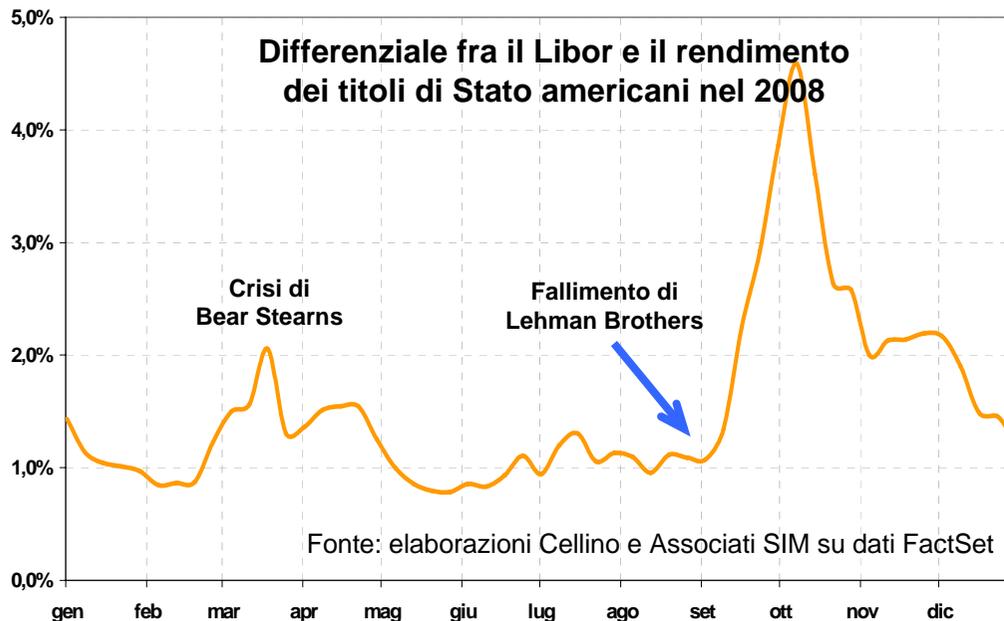
Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Fra i principali listini azionari internazionali, con la sola eccezione della Gran Bretagna, non si trovano anni peggiori del 2008, anche tornando indietro sino al 1970 (1988 per i mercati emergenti).

I settori più colpiti sono stati il bancario, sull'onda della crisi dei mutui sub-prime, e quello delle materie prime, i cui prezzi sono letteralmente crollati nel corso dell'anno, ciò spiega come mai i due indici peggiori siano stati quello dei paesi emergenti, per l'elevata quota di titoli delle materie prime, e quello italiano, in cui figurano molti titoli bancari.

(*) Per l'indice MSCI Mercati Emergenti i dati sono riferiti al periodo 1988-2008

L'annus horribilis dei mercati azionari

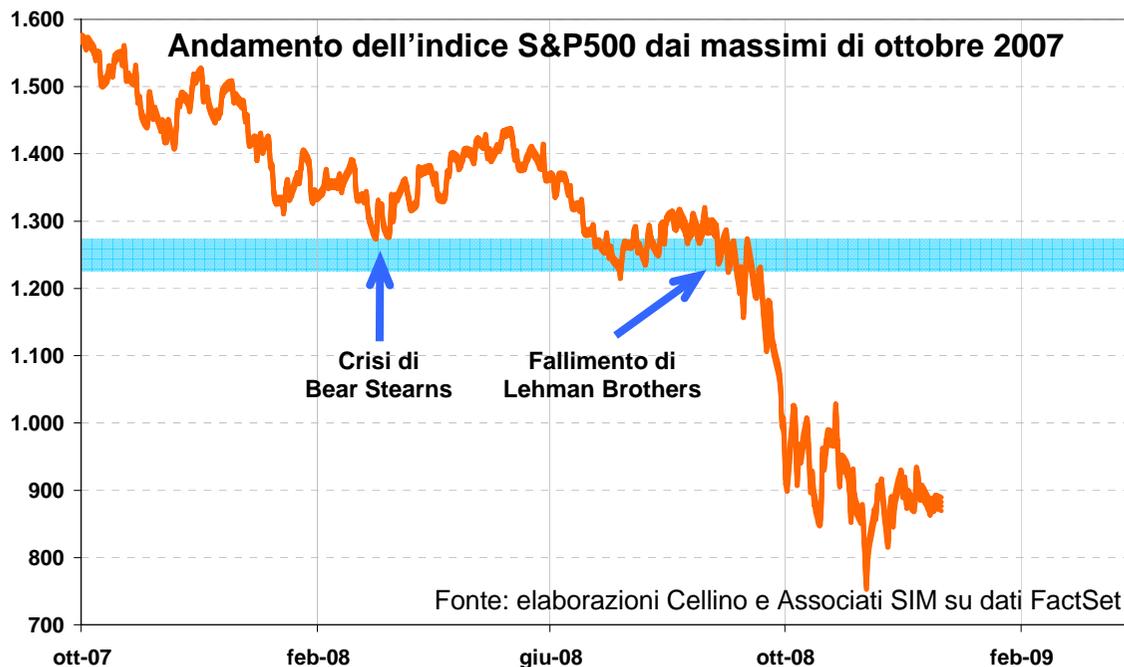


Il grafico rappresenta la differenza fra il tasso Libor a tre mesi ed il rendimento dei titoli di Stato americani di pari scadenza: questo differenziale misura il “premio” pagato dalle banche rispetto al tasso privo di rischio per ricevere prestiti sul mercato interbancario e il suo andamento costituisce, a nostro giudizio, la miglior chiave di lettura degli eventi che si sono succeduti nel corso del 2008. Il differenziale tradisce già ad inizio anno un certo nervosismo, conseguenza della crisi dei mutui sub-prime (la sua media, prima della crisi, era inferiore allo 0,5%). Nei primi mesi del 2008 la differenza fra i due tassi cresce rapidamente, sino a superare il 2% in corrispondenza del temuto fallimento di Bear Stearns, evento poi evitato grazie all'intervento della FED.

A partire dallo scongiurato dissesto il differenziale manifesta una marcata tendenza al ridimensionamento: i successivi salvataggi di Freddie Mac e di Fannie Mae avevano infatti dato l'illusione che la crisi fosse sotto controllo e che le autorità politiche e monetarie avessero intenzione di evitare fallimenti fra le grandi istituzioni finanziarie. L'impennata della curva nel mese di settembre, in corrispondenza del fallimento di Lehman Brothers, testimonia quanto il mercato sia stato sorpreso da tale evento e quanto questo si sia rivelato devastante per la fiducia nel sistema bancario.

Da quel momento la crisi assume una nuova veste: al nervosismo si sostituisce il panico, il mercato interbancario si blocca ponendo i presupposti per un credit-crunch disastroso con conseguenze drammatiche per l'economia reale; gli interventi delle autorità, che sino a quel momento erano stati capaci di tranquillizzare i mercati, appaiono improvvisamente inefficaci, come dimostrato dalla disastrosa accoglienza riservata al piano elaborato dal Segretario al Tesoro americano per il salvataggio del sistema bancario USA. Per riportare un po' di calma sui mercati si renderanno necessari ulteriori massicci interventi delle banche centrali che, oltre a ridurre drasticamente il costo del denaro (in USA sino allo 0%) di fatto si sostituiscono al mercato interbancario. A questo si aggiunge la decisione dei governi di garantire le transazioni su tale mercato, la nazionalizzazione di numerose banche e la garanzia statale più o meno esplicita posta sulle emissioni obbligazionarie degli istituti di credito di mezzo mondo. A partire dal tardo autunno l'enorme arsenale messo in campo dai governi e dalle banche centrali inizia a dare i propri frutti e, lentamente, il mercato interbancario si incammina sul sentiero della normalizzazione.

L'annus horribilis dei mercati azionari



Gli stessi eventi che hanno influenzato il mercato interbancario giustificano i momenti di maggiore tensione vissuti dai mercati azionari, in questo caso rappresentati dall'indice S&P500 della borsa americana: al temuto fallimento dei Bear Stearns, infatti, corrispondono i minimi di marzo, cui segue una fase di assestamento, in concomitanza con il "periodo dei salvataggi", durante il quale, come detto, il mercato vive nell'illusione che la crisi sia sotto controllo e che nessuna grande istituzione finanziaria verrà lasciata fallire. Durante questa fase, sviluppatasi fra la primavera e l'estate, l'indice raggiunge, senza violarlo, il livello (1.200/1.300) da noi indicato come coerente con una recessione: tanto ritenevamo potesse valere l'indice in caso di una "normale" recessione, valutazione che peraltro continuiamo a

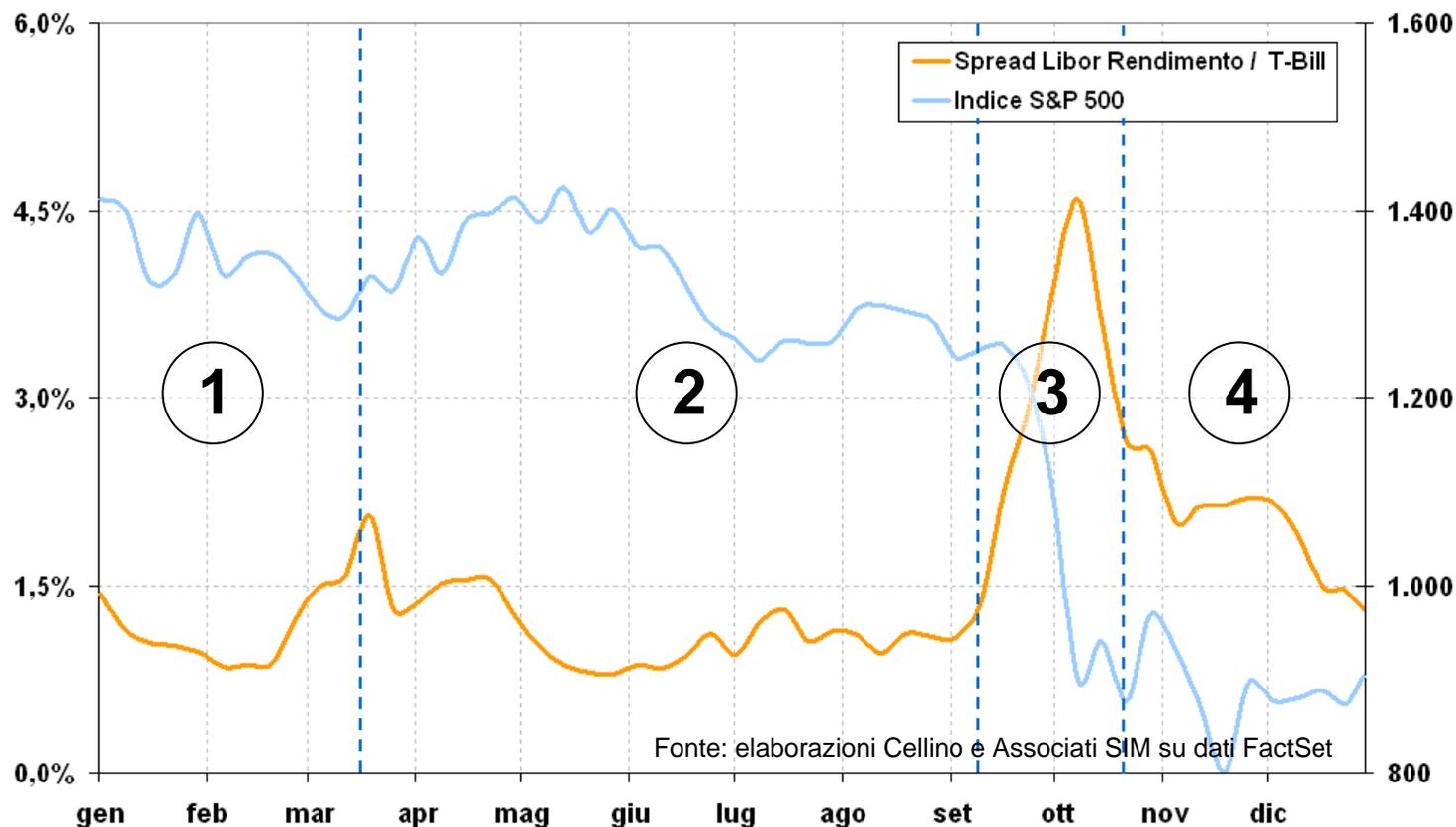
considerare valida.

Verso la fine di giugno, dopo un calo di circa il 20% dai massimi dell'ottobre 2007, il mercato raggiunge tale livello e vi si mantiene sino a metà settembre, quando, per effetto del fallimento di Lehman Brothers, la percezione da parte degli investitori della crisi bancaria e della conseguente recessione cambia radicalmente: il mercato interbancario si blocca e le dimensioni del credit-crunch generano il timore che la recessione possa tramutarsi in una vera e propria depressione. Si nota come l'accelerazione al ribasso del mercato azionario avviene contemporaneamente all'ascesa del tasso Libor rappresentato nel grafico precedente.

Il panico diffuso fra tutti gli operatori manda a picco il mercato azionario, penalizzato anche dal fatto che, per molti giorni, a causa dell'enorme allargamento degli spread sui corporate bonds, questo rappresenta l'unico mercato liquido, in grado di assorbire le massicce ondate di vendite provenienti da ogni dove: piccoli risparmiatori in fuga, hedge funds sovrastati dalle richieste di riscatto e banche in crisi di liquidità.

Il risultato finale è che oggi l'indice americano (come anche quello europeo) si colloca su livelli coerenti con uno scenario depressivo, in linea dunque con le più fosche attese scatenate dal default di Lehman.

L'annus horribilis dei mercati azionari



Riepilogando, si possono distinguere 4 fasi nel 2008:

1 Nella prima parte dell'anno il nervosismo è in crescendo: si teme il fallimento di una grossa banca o di un hedge fund. La tensione si stempera con il salvataggio di Bear Stearns, in corrispondenza del quale si osservano, contemporaneamente, un minimo del mercato azionario ed un massimo dello spread.

2 Segue una lunga fase di calma: dopo quello di Bear Stearns, i salvataggi delle due agenzie

americane specializzate in prestiti ipotecari (Fannie Mae e Freddie Mac) e di AIG inducono a confidare nella "gestibilità" della crisi: il mercato azionario si stabilizza sui livelli raggiunti a marzo, mentre sull'interbancario lo spread cala sensibilmente.

3 L'inatteso fallimento di Lehman Brothers determina un vero e proprio terremoto su entrambi i mercati: lo spread sull'interbancario esplose, mentre il mercato azionario crolla.

4 Solo dopo alcune settimane i massicci interventi dei governi e delle banche centrali ottengono l'effetto di riportare un po' di calma sul mercato interbancario, mentre quello azionario inizia una fase di consolidamento su livelli oramai coerenti con una vera e propria depressione, ossia una recessione di durata ed impatto straordinariamente superiori alla media.

Dopo l'annus horribilis dei mercati azionari, quello dell'economia reale

Se, come talvolta accade, il futuro della congiuntura è stato anticipato dai listini azionari, il 2009 sarà, dopo quello delle borse, l'annus horribilis dell'economia reale. Prima del fallimento di Lehman Brothers infatti lo S&P500 sembrava avere trovato un certo supporto a quota 1250 punti, livello che da tempo indicavamo come coerente con una normale recessione, ma l'acuirsi della stretta creditizia che è seguito al fallimento della banca d'affari ha fatto precipitare le quotazioni azionarie su livelli adeguati ad anticipare una vera e propria depressione, ossia una recessione di durata e impatto straordinariamente superiori alla media. Il crollo degli utili aziendali che giustifica le attuali quotazioni di tutti i principali listini è infatti coerente con uno scenario di tale tipo.

Che valore attribuire alle attese scontate nei prezzi di borsa e, più in generale, alle previsioni che vengono formulate in questi giorni da economisti ed istituzioni?

Riteniamo che in questo momento l'attendibilità di qualsiasi previsione sia molto modesta: si consideri infatti che la grande incertezza che caratterizza il sistema economico e finanziario in questi mesi fa sì che le previsioni possano rapidamente perdere di valore a causa all'instabilità dello scenario in cui vengono formulate.

Oltre ad uno scenario straordinariamente instabile gli economisti e gli analisti si trovano oggi di fronte ad eventi di portata eccezionale: la crisi bancaria è pressoché globale e nessuno è veramente in grado di stimare l'impatto sulla crescita mondiale della diminuita capacità del sistema bancario di supportare i consumi e gli investimenti. Non sono solo le dimensioni del problema, però, ad essere eccezionali, lo sono anche le contromisure: si pensi allo straordinario piano di spesa della Cina, determinata a difendere ad ogni costo il ruolo di potenza economica da poco raggiunto. Anche il Giappone ha deliberato un piano di rilancio di considerevoli dimensioni, non meno straordinari saranno poi gli interventi che varerà Obama negli USA mentre, sia pure in tono minore, anche l'Europa è stata capace di dare risposte credibili.

Tutto questo senza tenere conto dell'arsenale schierato dalle banche centrali per arginare la stretta creditizia, composto da una molteplicità di strumenti tradizionali e innovativi, fra i quali ricordiamo: una politica monetaria fortemente espansiva (negli USA si è addirittura giunti al tasso 0), gli acquisti di titoli del debito pubblico a lunga scadenza per controllare, oltre ai tassi a breve, anche quelli a lunga, l'acquisto dei titoli derivanti dalle cartolarizzazioni, l'acquisto di commercial paper e l'inclusione, fra i titoli accettati in garanzia dei prestiti concessi alle banche, di ogni sorta di strumento finanziario.

Dopo l'annus horribilis dei mercati azionari, quello dell'economia reale

Il tasso di crescita del PIL secondo le stime e le previsioni del Fondo Monetario Internazionale

	Area Euro	USA	Gran Bretagna	Giappone	Paesi Emergenti	Mondo
Media 1998-2007	2,2%	2,9%	2,9%	1,2%	5,7%	3,9%
2008	1,2%	1,4%	0,8%	0,5%	6,6%	3,7%
2009	-0,5%	-0,7%	-1,3%	-0,2%	5,1%	2,2%

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FMI

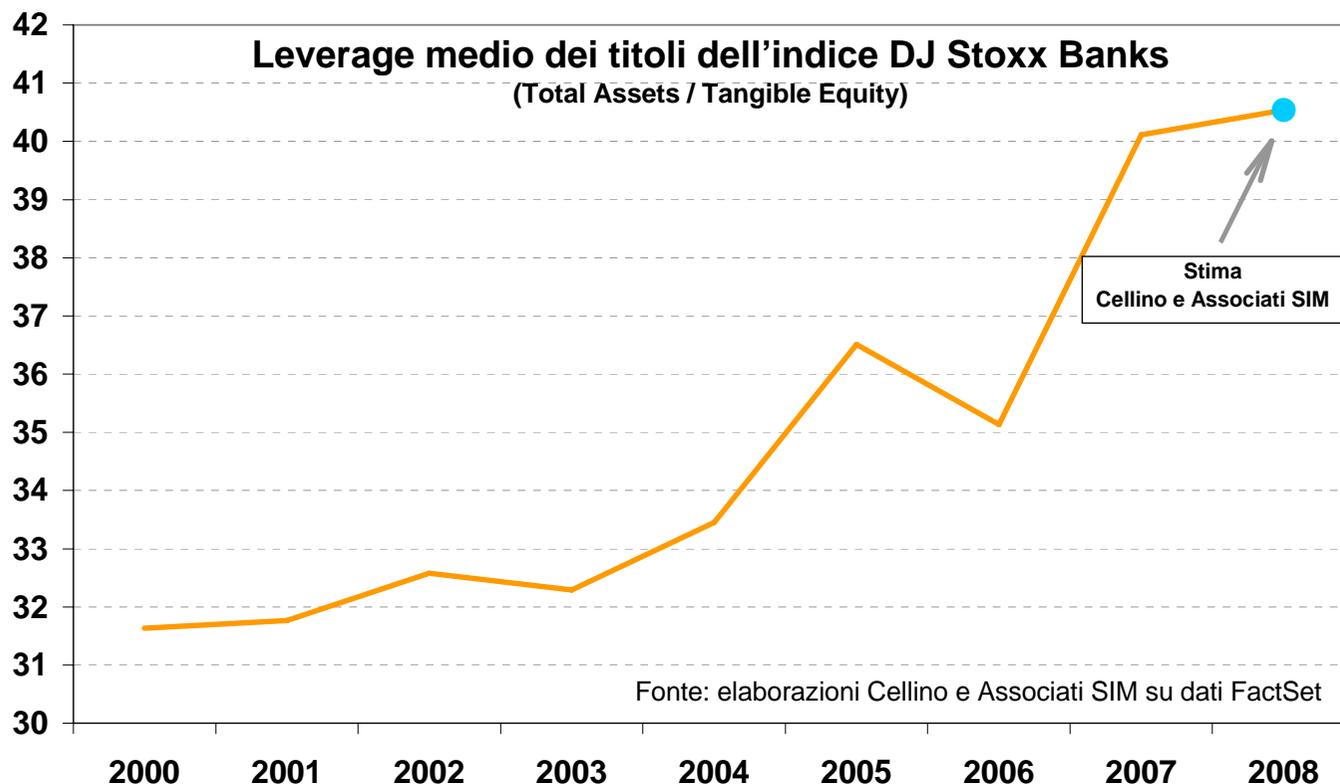
Quale sarà dunque il saldo fra una crisi terribile e le formidabili difese che ad essa si contrappongono?

Come detto il mercato azionario ha già risposto: le difese saranno rapidamente sbaragliate l'economia globale cadrà in depressione.

Presso le grandi istituzioni regna invece, come sempre, la prudenza e il 2009 è visto come un anno duro, ma non straordinario: le previsioni elaborate dal Fondo Monetario Internazionale, ad esempio, immaginano contrazioni del PIL severe, ma non drammatiche per le economie sviluppate, mentre il tasso di crescita dei Paesi Emergenti, pur subendo una consistente riduzione rispetto a quello stimato per il 2008, dovrebbe comunque rimanere piuttosto sostenuto e superiore ai livelli toccati in corrispondenza delle precedenti fasi di rallentamento.

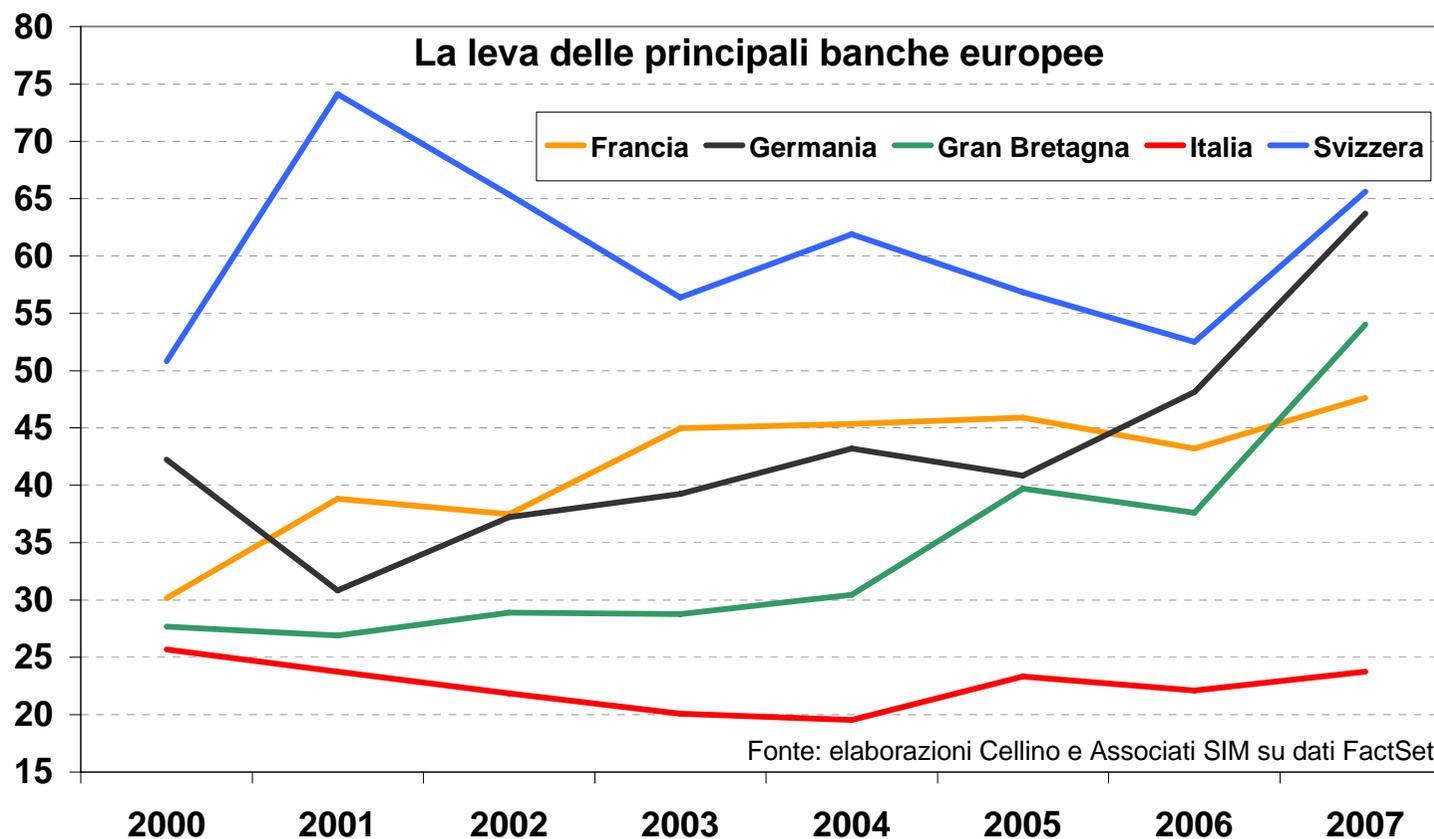
Le grandi paure

il “delevereging”



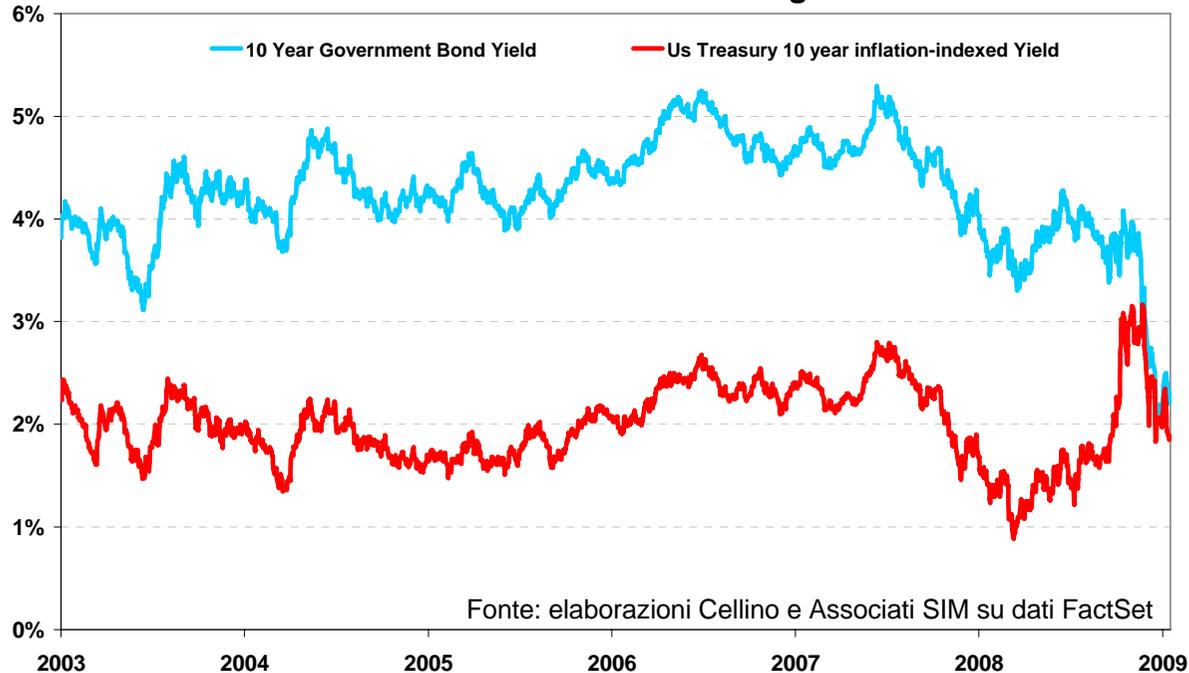
Nel corso del 2008 si è “scoperto” che il sistema bancario internazionale era eccessivamente esposto al rischio: negli USA a causa del deterioramento della qualità degli attivi, in Europa a causa di un eccezionale aumento della leva, ossia una crescita del volume degli attivi non accompagnata da un’adeguata crescita dei mezzi propri. L’aumento del levereging degli istituti europei si è potuto realizzare poiché la leva, così come l’abbiamo definita, non è tra i parametri rispetto ai quali tali banche vengono controllate. I ratios cui queste devono prestare attenzione sono quelli definiti dall’accordo di Basilea, che agli attivi totali sostituisce gli attivi ponderati per il rischio: ne è derivato quindi che, in certi casi, la leva è potuta crescere enormemente e la banca rimanere “virtuosa” secondo gli standard dettati da Basilea.

Per questo motivo si rende ora necessario un processo di “delevereging”, cioè di riduzione della leva da parte delle banche, necessario a ripristinare la fiducia fra gli operatori. Questo processo però non sembra ancora iniziato: stando infatti ai dati di consenso, gli attivi totali degli istituti europei nel corso del 2008 non si sono ridotti ma, semplicemente, hanno smesso di crescere, mentre i robusti aumenti di capitale realizzati nel corso dell’anno sono serviti appena a controbilanciare le perdite realizzate, non determinando significativi incrementi nei mezzi propri delle banche. Ne deriva che al momento la crescita della leva si è praticamente arrestata, ma non è ancora iniziata la sua riduzione. Considerato che per ridurre gli attivi bancari occorrono una riduzione del credito e la cessione di attività finanziarie, ne deriva che ciò avrebbe effetti molto gravi sulla già debole congiuntura economica e sui mercati finanziari. L’unica via percorribile per ridimensionare la leva è quindi ancora quella degli aumenti di capitale, la cui stagione, dunque, potrebbe non essersi ancora conclusa.



Come si può osservare il sistema bancario italiano appare estraneo al problema dell'eccessiva leva. Sembrerebbe quindi confermata la tanto evocata maggior solidità delle nostre banche, dimostrata peraltro anche dal fatto che, sino ad oggi, queste hanno retto senza la necessità di ricorrere agli imponenti aumenti di capitale o ai veri e propri salvataggi cui sono ricorse molte banche estere.

Rendimenti reali e nominali negli USA



La deflazione è una diminuzione del livello generale dei prezzi, ossia l'opposto dell'inflazione, che invece ne rappresenta un aumento. Ragionare di deflazione è un po' come compiere semplici movimenti davanti ad uno specchio: improvvisamente ciò che sembrava banale diventa complicato. Al pari delle immagini riflesse, la deflazione è il rovesciamento del mondo così come noi lo conosciamo. Il problema nasce dal fatto che la condizione normale dell'economia è quella inflazionistica, ed è quindi in uno scenario di prezzi in aumento in cui tutti noi siamo abituati ad effettuare i nostri calcoli di convenienza. Conoscere a priori il rendimento reale di un investimento è piuttosto confortante per il risparmiatore che potrà così dormire sonni tranquilli,

sapendo che il proprio capitale, oltre a mantenere intatto il potere di acquisto iniziale, gli offrirà un ulteriore reddito. Diversamente, conoscere a priori il rendimento nominale del proprio investimento è meno rassicurante, poiché si vivrà nel timore che questo non basti a controbilanciare l'inflazione e che il proprio capitale ne venga eroso. Questo in presenza di inflazione: se invece si inizia a temere la deflazione tutto si inverte. La deflazione rassicura i possessori di attività nominali, il cui potere di acquisto cresce grazie alla discesa dei prezzi, mentre detenere attività reali diviene estremamente pericoloso, poiché queste tenderanno a perdere valore. Ecco perché i timori di deflazione hanno annullato il differenziale fra tassi reali e nominali negli USA, come documentato dal grafico. In tempi normali, uno dei principali vantaggi dell'investimento azionario ed il vero motivo per cui ogni investitore dovrebbe detenere, entro i limiti imposti dal proprio profilo di rischio e dal proprio orizzonte temporale, una quota di azioni nel proprio portafoglio è che queste, a differenza delle obbligazioni, offrono rendimenti reali. Ciò che normalmente rende appetibili le azioni, cioè il loro essere attività reali, diviene, in caso di deflazione, un elemento fortemente negativo. A questo punto dovrebbe risultare chiaro perché i timori di deflazione stiano incidendo così pesantemente sul mercato azionario.

Performance dei principali indici MSCI del mercato azionario giapponese nel periodo della deflazione

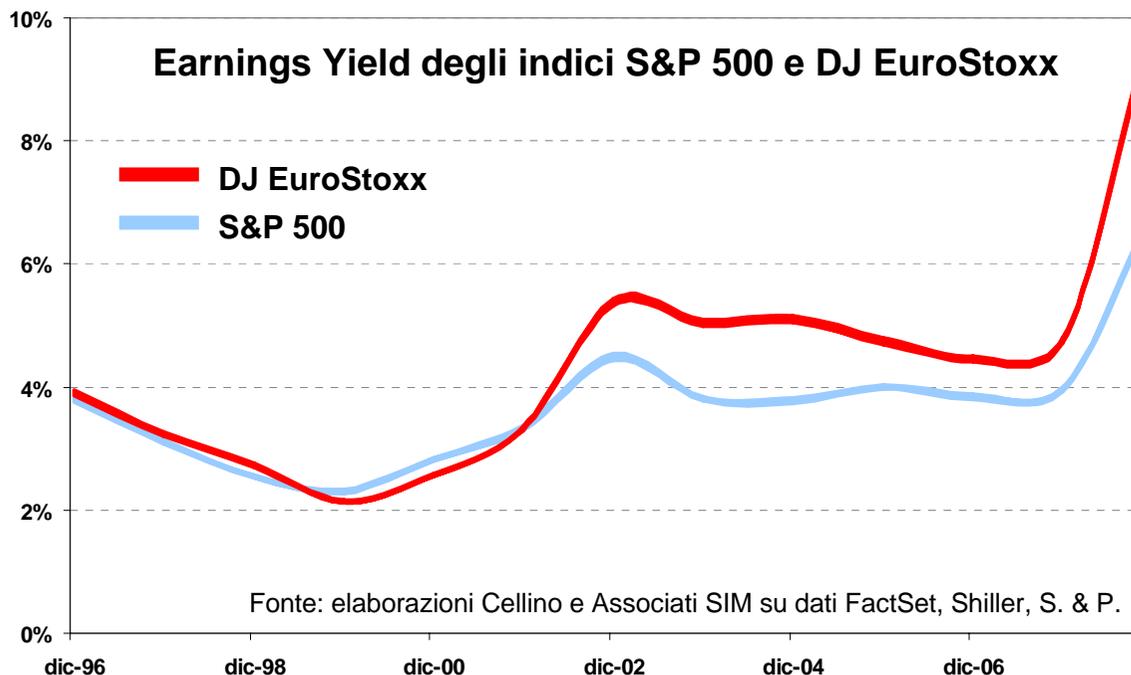
Indice	Performance 1995-2007
Generale	1,5%
Consumi non ciclici	55,4%
Consumi ciclici	7,5%
Energia	-7,9%
Finanziario	-48,2%
Salute	153,6%
Industriale	9,5%
Information Technology	60,7%
Materie Prime	19,7%
Servizi di pubblica utilità	11,2%
Growth	-26,9%
Value	36,0%
Small Cap	-30,5%

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Anche se sta irrobustendosi la schiera di coloro che la prevedono, attualmente l'ipotesi di una deflazione globale imminente non è condivisa da tutti gli economisti. Che tutte le principali aree del pianeta possano simultaneamente sperimentare una prolungata fase di riduzione dei prezzi appare del resto piuttosto difficile da immaginare, in un mondo il cui sistema produttivo si fonda sul petrolio: una risorsa scarsa della quale, fino a pochi mesi fa, il più o meno imminente esaurimento costituiva il principale problema in luogo della deflazione. Non solo, il processo di industrializzazione avviatosi negli ultimi anni in molti paesi emergenti sembra oramai irreversibile e l'affacciarsi sulla scena di centinaia di milioni di nuovi consumatori rende improbabile la deflazione. Un fenomeno così complesso come la deflazione, inoltre, difficilmente può presentarsi in contemporanea in sistemi economici tanto diversi gli uni dagli altri, caratterizzati da differenti gradi di rigidità del mercato del lavoro, da diverse valute e da differenti psicologie dei consumatori: non dimentichiamo infatti che un elemento importante per la genesi di una spirale deflazionistica risiede proprio nella formazione di aspettative in tal senso. Per quanto si possa considerare improbabile l'ipotesi deflazionistica, si deve però tenere conto del fatto che la grande incertezza che caratterizza in questo periodo il sistema economico e finanziario fa sì che qualsiasi previsione debba rapidamente adattarsi all'instabilità dello scenario in cui viene formulata.

Alcune osservazioni che abbiamo compiuto sul mercato azionario del Giappone, la cui economia è stata vittima recentemente di una prolungata deflazione, ci hanno permesso di individuare alcuni comparti azionari che si sono rivelati difensivi: i consumi non ciclici, l'health care, i titoli value e le large cap hanno infatti sovraperformato l'indice generale.

Occasioni epocali o la fine di un'epoca?



I rendimenti attesi dall'investimento azionario, rappresentati dagli Earnings Yield degli indici, hanno raggiunto livelli eccezionalmente elevati nel corso del 2008. Il rapporto Price Earnings (PE) dell'indice S&P 500, calcolato secondo le modalità proposte da Cambell e Shiller, è sceso, per la prima volta da 20 anni, al di sotto della propria media storica, evidenziando una condizione estremamente propizia per l'investitore di lungo termine. Anche in Europa, ancor più che negli USA, le condizioni del mercato azionario appaiono attraenti per l'investimento azionario.

Ci troviamo dunque di fronte ad un'occasione epocale di investimento?

La risposta più probabile a nostro giudizio è affermativa, ma alla luce di quanto

abbiamo presentato in questa analisi è doveroso approfondire il senso dei bassissimi multipli (ed elevati rendimenti attesi) con cui oggi quotano i listini internazionali. Se quella che ci attende sarà una recessione o, peggio, una depressione, riteniamo che le azioni, i cui prezzi incorporano ampiamente tali scenari, potranno mantenere nel lungo termine le promesse di elevati rendimenti che oggi si osservano nei bassi multipli con cui quotano. Se l'economia globale dovesse invece piombare nella deflazione, questi elevati ritorni probabilmente non si realizzeranno. I rendimenti attesi azionari potrebbero continuare a crescere per molto tempo, mossi dalla caduta dei prezzi delle azioni, senza mai concretizzarsi. I rendimenti reali (tipicamente quelli azionari e immobiliari) durante le fasi deflazionistiche tendono a crescere per effetto della caduta dei prezzi delle attività che li producono. Alla stregua dei prezzi dei titoli a tasso fisso che, a causa dei timori di inflazione, possono decrescere per lunghi periodi, i prezzi delle azioni potrebbero subire negativamente l'effetto della deflazione, forse non scendendo ulteriormente, ma certamente non risalendo la china, in una lunga fase di apatia e disinteresse per il mercato azionario.

Questo è a nostro giudizio quanto accadrebbe nel caso si realizzasse una spirale deflazionistica globale: circa l'improbabilità di tale ipotesi ci siamo già espressi nella sezione ad essa dedicata.

I mercati azionari internazionali che consideriamo più interessanti sono i seguenti: il francese, il tedesco e l'americano.

Come si è detto le opportunità più interessanti, sotto il mero profilo valutativo, si trovano in Europa, al cui interno suggeriamo Francia e Germania che sono, a nostro giudizio, i paesi meglio attrezzati per superare la crisi, grazie a bilanci pubblici in grado di sostenere rilevanti interventi di sostegno. La situazione è ben diversa in Italia dove le aziende, probabilmente, erano assai ben posizionate prima che la crisi si abbattesse sull'economia globale: si pensi al sistema bancario, rivelatosi a posteriori molto più sano di quello degli altri paesi, ma anche all'industria automobilistica, che si era resa protagonista di un recupero di immagine e di qualità senza precedenti. Oggi questi vantaggi rischiano di venire cancellati dalle ristrettezze del nostro bilancio pubblico.

A favore della scelta degli USA come terzo mercato azionario suggerito segnaliamo, oltre alle buone valutazioni, l'idea che questo potrebbe uscire più rapidamente dalla crisi in virtù della maggiore elasticità del sistema economico, del volume di risorse profuse per lenire gli effetti della crisi e per il probabile effetto positivo che avrà sulla popolazione il nuovo corso politico avviato dalla presidenza Obama.

Rimaniamo invece negativi sui mercati dei paesi emergenti, eccessivamente rischiosi in un mondo ancora attraversato da troppe ansie, mentre è neutrale il giudizio sul mercato giapponese.

Paese	Giudizio
Francia	Positivo
Germania	Positivo
Italia	Neutrale
USA	Positivo
Giappone	Neutrale
Paesi Emergenti	Negativo

A livello settoriale suggeriamo Materie Prime ed Energia: entrambe dovrebbero beneficiare della stabilizzazione e, in un secondo momento, di una ripresa dei relativi prezzi. I settori Costruzioni e Tecnologia sono invece interessanti in virtù del loro coinvolgimento nei piani di investimento in infrastrutture che dovrebbero venire varati a sostegno della crescita economica. Il comparto delle Utilities e l'Health Care sono fra quelli la cui crescita dovrebbe risentire meno degli effetti della crisi.

E' neutrale invece il giudizio sul settore Bancario, enormemente sottovalutato, ma sul quale gravano ancora timori di aumenti di capitale fortemente diluitivi. Giudizio neutrale anche sul settore Auto e sull'Assicurativo.

Negativo, infine, il giudizio su Media, Retail e Telecom.

Settore	Giudizio
Costruzioni	Positivo
Energia	Positivo
Health Care	Positivo
Materie Prime	Positivo
Tecnologia	Positivo
Utilities	Positivo
Assicurazioni	Neutrale
Auto	Neutrale
Banche	Neutrale
Media	Negativo
Retail	Negativo
Telecom	Negativo

Fra le azioni italiane restringiamo la rosa dei titoli suggeriti, eliminando alcune small e mid cap, rinunciando così agli elevati margini di rivalutazione che le caratterizzano, in cambio di una minore volatilità attesa. Nella costruzione di un portafoglio azionario prudente, i titoli a minor capitalizzazione indicati (Campari, Assicurazioni Milano, Italcementi, Unipol, Saras e Recordati) non dovrebbero, complessivamente, eccedere il 10/15%.

Titolo	Settore
Campari	Alimentari
Assicurazioni Milano	Assicurazioni
Unipol	Assicurazioni
FIAT	Auto
Intesa San Paolo	Banche
UBI Banca	Banche
Unicredito	Banche
Italcementi	Costruzioni
ENI	Energia
Saras	Energia
Recordati	Health Care
ENEL	Utilities

La presente pubblicazione è stata prodotta dall'Ufficio Studi della Cellino e Associati SIM S.p.A. nell'ambito della propria attività di ricerca in materia di investimenti, è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita a titolo meramente informativo. Essa non costituisce attività di consulenza da parte della Cellino e Associati SIM S.p.A. né, tantomeno, offerta o sollecitazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari. I dati utilizzati per l'elaborazione delle informazioni ivi riportate sono di pubblico dominio e sono considerati attendibili, tuttavia la Cellino e Associati SIM S.p.A. non è in grado di assicurarne l'esattezza. Tutte le informazioni riportate sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili, ma sono suscettibili di variazioni anche senza preavviso in qualsiasi momento dopo la pubblicazione. I dati per i quali non è indicata una fonte sono frutto di valutazioni effettuate dalla Cellino e Associati SIM S.p.A. Si declina ogni responsabilità per qualsivoglia informazione esposta in questa pubblicazione. Si invita a fare affidamento esclusivamente sulle proprie valutazioni delle condizioni di mercato nel decidere se effettuare un'operazione finanziaria e se essa soddisfa le proprie esigenze. La decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa. La Cellino e Associati SIM S.p.A., suoi soci, amministratori o dipendenti possono detenere ed intermediare titoli delle società menzionate e, più in generale, possono avere uno specifico interesse e/o un conflitto di interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto della pubblicazione.

La Cellino e Associati SIM S.p.A. è un soggetto autorizzato dalla Consob alla prestazione dei servizi di investimento di cui al Testo Unico della Finanza.