

Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2014

Indice

Il 2013 dei mercati finanziari

Un anno in linea con le previsioni

Il restringimento degli spread

Il riassorbimento dei mispricing

L'andamento dei principali mercati azionari ed obbligazionari

La congiuntura nel 2013 e le attese per il 2014

Le previsioni del FMI

I leading indicators dell'OCSE

Il 2014 dei mercati finanziari

Un consenso quasi unanime

Il punto di partenza dei mercati azionari

Mercati obbligazionari e tassi di cambio

I rischi

Suggerimenti di investimento

Asset Allocation azionaria internazionale

Asset Allocation azionaria europea

Asset Allocation azionaria Italia

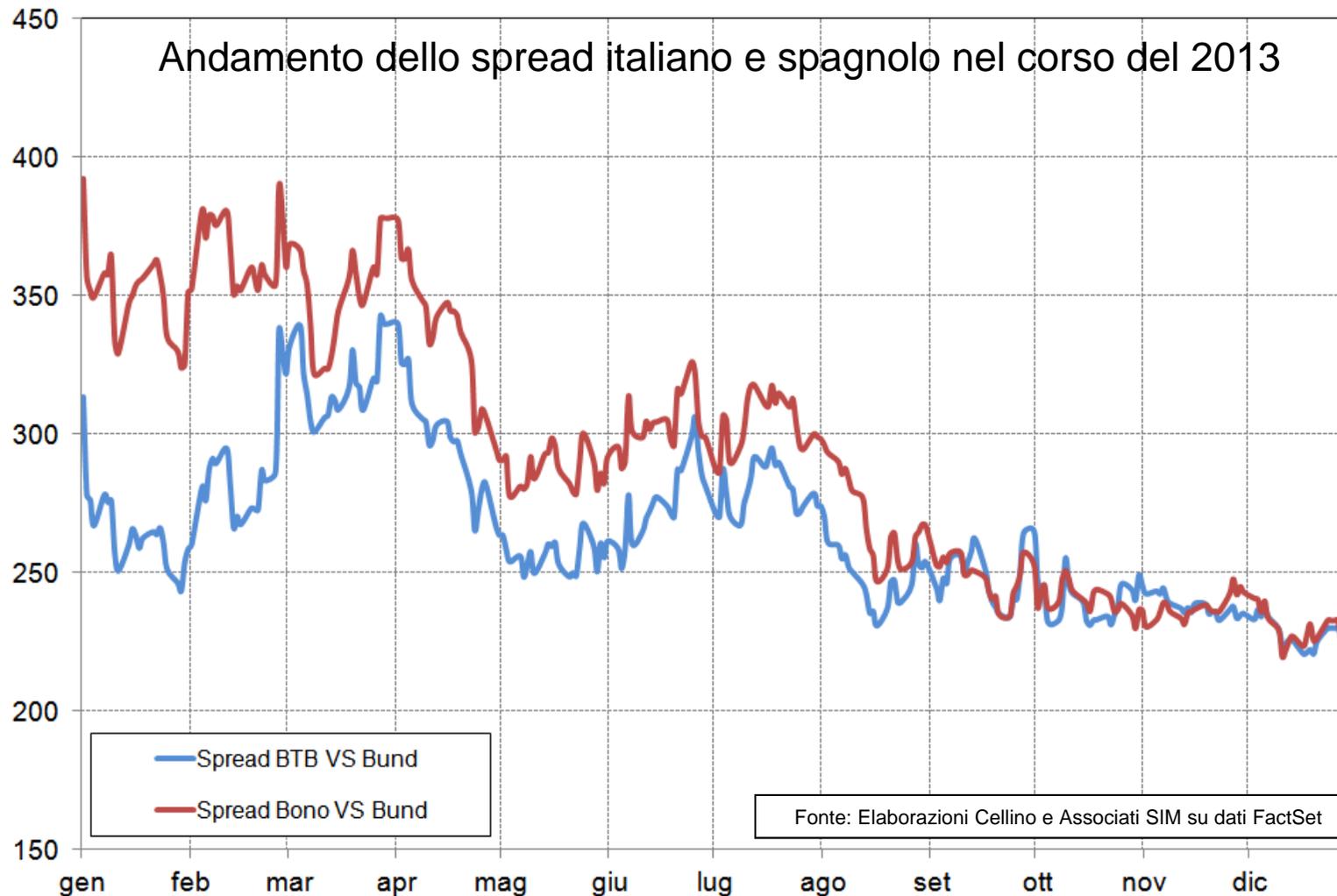
Un anno fa avevamo scritto che la *mean reversion*, ossia la tendenza di molte grandezze finanziarie ad oscillare attorno alla propria media di lungo termine, sarebbe stata la protagonista del 2013, poiché il lento ridimensionarsi della crisi del debito pubblico in Europa, al pari dell'acqua che si ritira dopo una mareggiata, stava svelando i disastri provocati dal passaggio della tempesta. Questa situazione disordinata che la crisi aveva diffuso sui mercati era riscontrabile in un significativo *misppricing* di numerose attività finanziarie, i cui prezzi continuavano ad incorporare timori che non avevano più ragione di essere. Dunque, i prezzi avrebbero dovuto muoversi nella direzione di rimuovere le anomalie, riconducendo verso la media i numerosi parametri che ancora segnalavano forti divergenze.

In particolare, si osservavano - e in parte si osservano ancora - valori anomali:

- nei rendimenti di alcuni titoli di Stato
- nei multipli di alcuni mercati azionari
- nel livello di alcuni tassi di cambio.

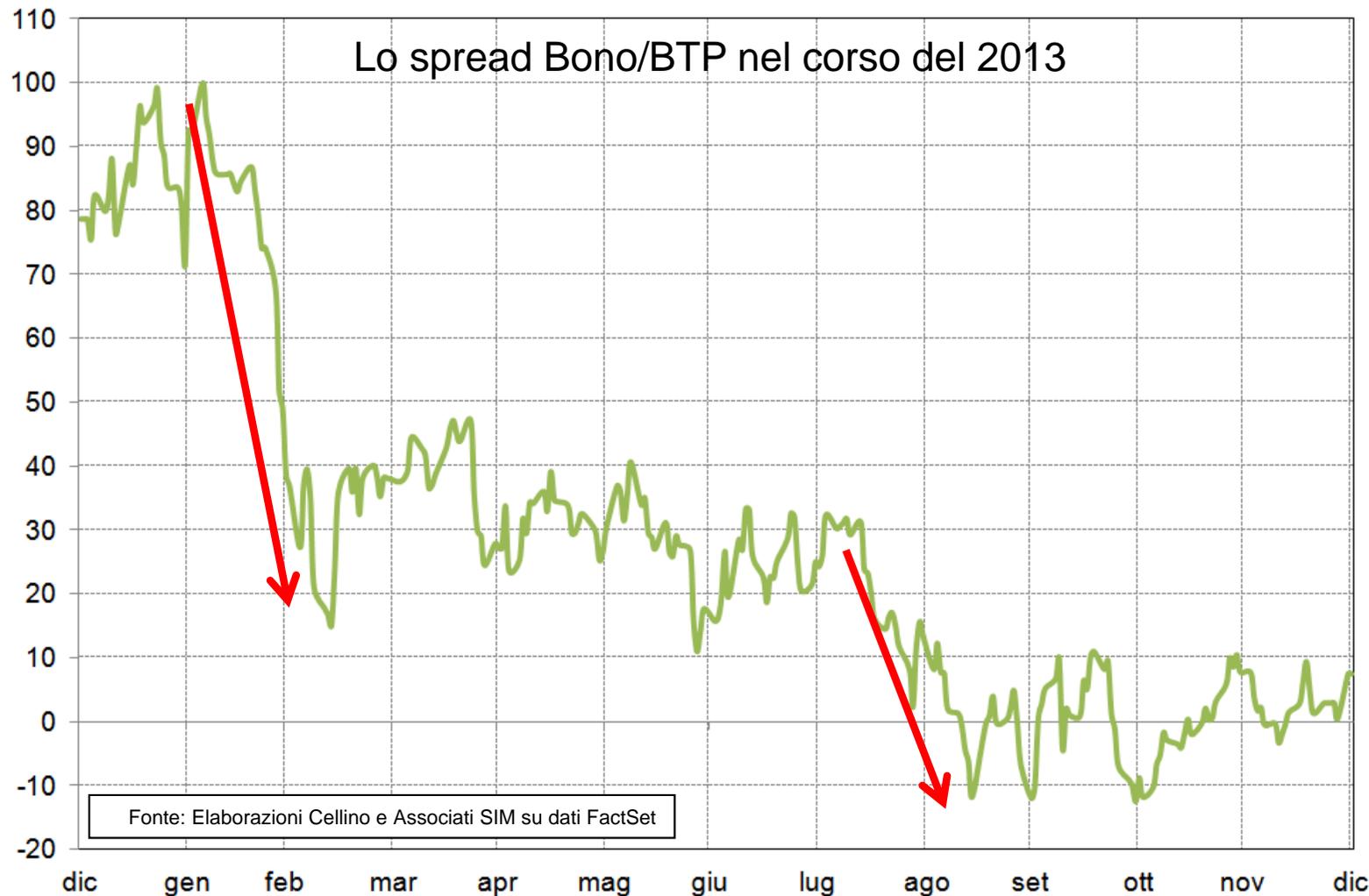
Osserveremo nelle prossime pagine il processo di aggiustamento che, nel corso del 2013, ha agito nel senso previsto – e auspicato – di eliminare le distorsioni indotte dalla crisi: l'analisi è utile poiché, in molti casi, il processo di aggiustamento è solo iniziato e ci si può dunque ragionevolmente attendere che possa proseguire anche nel corso del 2014.

Dedichiamo i primi due grafici di questa presentazione alla capostipite indiscussa di tutte le misure della tensione sui mercati finanziari legata alla crisi del debito pubblico in Europa: **lo spread**.



La figura è piuttosto eloquente nell'illustrare i due processi che hanno interessato gli spread dei paesi più osservati in Europa (Italia e Spagna). Innanzi tutto il differenziale di rendimento fra i titoli di Stato dei paesi periferici e quelli tedeschi si è ridotto, il che è evidenziato dall'andamento declinante delle due curve. In secondo luogo lo spread spagnolo, ad inizio anno significativamente maggiore di quello italiano, nel corso del 2013 si è progressivamente avvicinato a quest'ultimo, sino a raggiungere una sostanziale parità.

Se il processo di riduzione di entrambi gli spread è da ascrivere all'onda lunga delle parole rassicuranti pronunciate da Draghi nel luglio 2012 ed ai lenti progressi della politica, sia nazionale sia europea, quello di convergenza è invece imputabile all'inattesa instabilità politica che, dopo il sorprendente esito del voto di febbraio, caratterizza il Governo italiano.

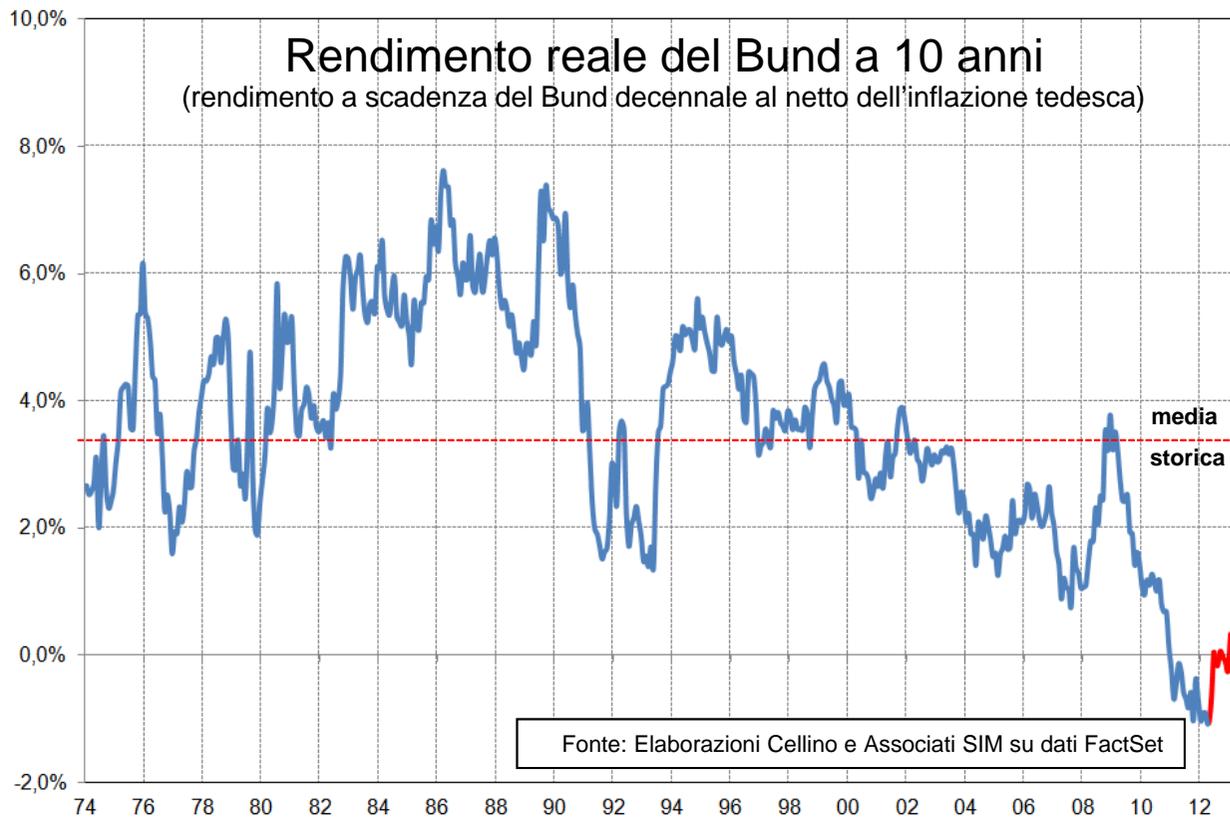


L'analisi approfondita del differenziale di rendimento fra il titolo decennale spagnolo e quello italiano consente di verificare che l'omologazione dei due rendimenti, ad inizio anno significativamente differenti, è riconducibile a cause eminentemente politiche.

Infatti, il differenziale di rendimento si azzerava scendendo due "scalini" molto evidenti nella figura qui riprodotta.

Il primo "scalino" si osserva nel corso del mese di febbraio, in conseguenza delle elezioni politiche italiane, il cui esito, come detto, pose seri dubbi sulla possibilità di formare un Governo.

Il secondo "scalino", nel mese di agosto, è conseguenza della sentenza della Corte di Cassazione che condurrà, come noto, alla scissione del PdL e alla decadenza da senatore di Berlusconi, mettendo in grave crisi il neonato Governo Letta.



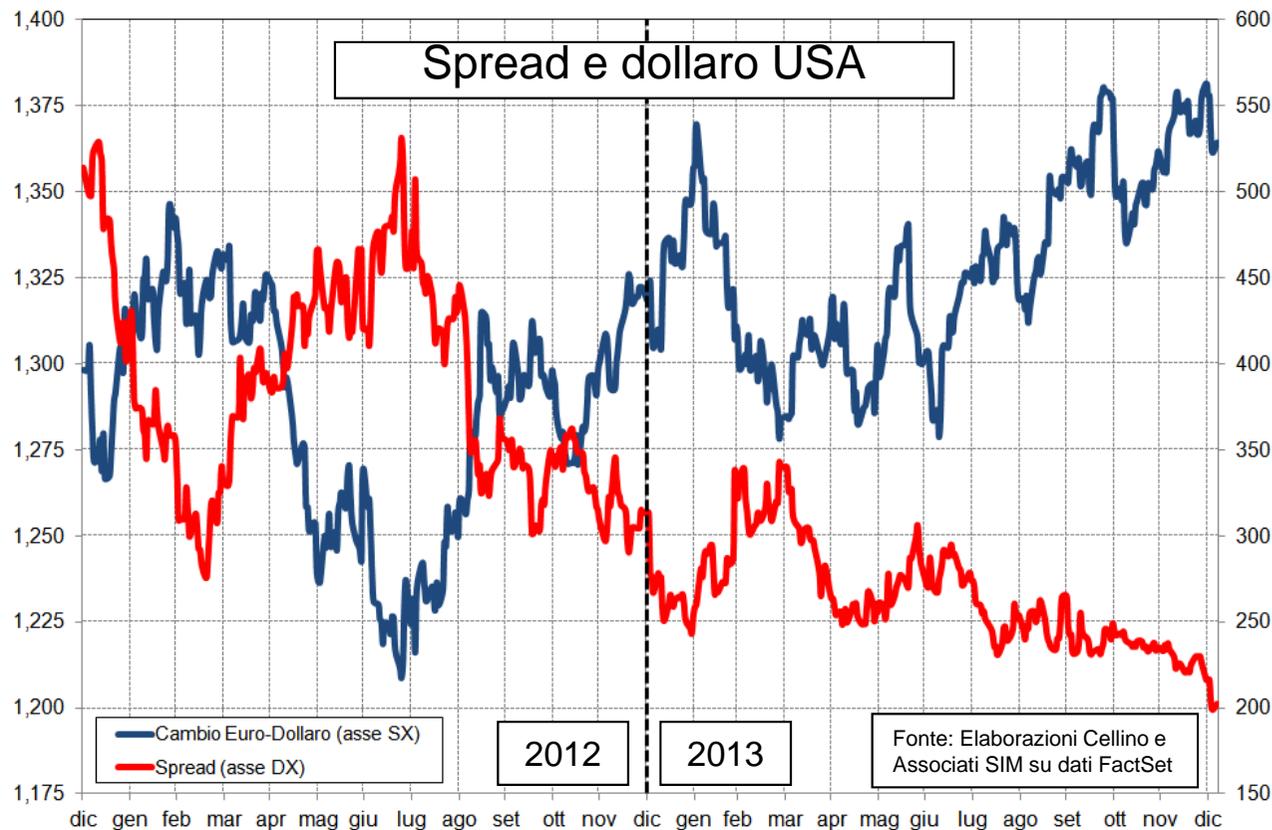
Il grafico che rappresenta il rendimento reale del Bund decennale è lo stesso presentato un anno fa, aggiornato per gli ultimi 12 mesi (la parte disegnata in rosso). L'anno scorso parlammo di "bolla del bund", sottolineando come, in un mondo che stava ritornando verso la normalità, non fossero ammissibili rendimenti reali negativi su un titolo di Stato decennale. Come noto, quell'anomalia derivava dal fatto che, pur di ottenere la protezione garantita dall'investimento in titoli tedeschi, gli investitori erano disposti a pagare un "premio di assicurazione" consistente nell'accettare un rendimento reale negativo.

Come si può osservare, la strada da percorrere affinché i rendimenti tornino sulla propria media storica è ancora lunga, il che indurrebbe a reiterare l'invito alla prudenza espresso un anno fa.

L'invito alla cautela sul Bund quest'anno deve però essere attenuato alla luce di due considerazioni:

- come vedremo più nel dettaglio in seguito, nel corso del 2014 saranno possibili temporanee recrudescenze della crisi: una certa quota "assicurativa" di Bund, quindi, potrebbe essere utile, soprattutto tenuto conto del fatto che il rialzo dei rendimenti degli ultimi 12 mesi rende tale copertura moderatamente remunerativa;
- il lungo periodo di bassi tassi e bassa inflazione preannunciato da Draghi dovrebbe limitare il rischio di forti deprezzamenti dei titoli tedeschi nei prossimi mesi e il processo di riaggiustamento del *mispricing* potrebbe subire un'interruzione.

In sintesi, cauti acquisti di titoli di Stato tedeschi potrebbero contribuire quest'anno alla stabilizzazione dei rendimenti dei portafogli obbligazionari. Sarà comunque necessario monitorare attentamente l'investimento, poiché l'eventuale ripresa del processo di aggiustamento potrebbe generare significative minusvalenze in conto capitale.



Come si può osservare, la relazione inversa fra spread e dollaro è proseguita nel 2013, confermando l'ipotesizzato rafforzamento dell'euro. Tale forza dell'euro, peraltro riscontrabile contro la maggior parte delle principali valute, è andata anche al di là delle nostre previsioni.

Per il 2014 ci attendiamo dunque un rafforzamento del dollaro, anche nel caso di un ulteriore calo dello spread, poiché, superata la fase di maggior pericolo, i tassi di cambio dovrebbero tornare ad avere come parametro i differenziali di crescita economica e di politica monetaria fra le aree di riferimento.

Come avremo modo di spiegare meglio nel seguito, sia la politica monetaria sia il differenziale di crescita economica nel 2014 dovrebbero giocare a favore del dollaro.

Il grafico che rappresenta la relazione fra spread e cambio euro/dollaro è lo stesso presentato un anno fa, cui si è aggiunto il 2013 (la parte del grafico a destra della linea tratteggiata). L'anno scorso evidenziammo la relazione inversa esistente fra lo spread e il dollaro inferendo che, al pari del Bund, anche il dollaro era stato acquistato come bene rifugio contro l'implosione dell'euro e preannunciando una fase di rafforzamento della moneta unica, conseguente all'attesa riduzione dello spread.



Uno degli ambiti in cui la crisi ha colpito più duramente, lasciando gli squilibri più vistosi, è quello dei mercati azionari.

Le quotazioni delle azioni europee, che avevano subito un drastico ridimensionamento per effetto dell'accresciuta avversione al rischio, hanno annullato, nel corso del 2012 e del 2013, solo una parte dello squilibrio.

Questo è vero non soltanto per il mercato italiano, la cui debolezza è sotto gli occhi di tutti, ma anche per mercati, come quello tedesco, che ad un osservatore distratto potrebbero apparire oramai esenti dagli effetti distorsivi della crisi.

L'andamento storico del rapporto fra il prezzo e gli utili attesi (P/E) raffigurato nei grafici a fianco consente di verificare quanto detto: sia il mercato italiano, sia quello tedesco, nonostante il buon rialzo del 2013, continuano a quotare con multipli inferiori alla media storica.

Esistono dunque fondate ragioni per pensare che il processo di aggiustamento, che prevede il ritorno verso i valori medi, possa continuare, determinando la prosecuzione della tendenza rialzista in atto.

Riprenderemo nel seguito, estendendola ad altri mercati ed approfondendola, l'analisi sulla valutazione dei mercati azionari.

Andamento dei principali mercati azionari ed obbligazionari nel 2013

I rendimenti azionari *

Europa	20,5%
USA	26,9%
Giappone	21,8%
BRIC	-7,4%
Mondo	21,9%

I rendimenti obbligazionari **

Europa	0,6%
USA	-6,9%
Giappone	-19,6%
Paesi Emergenti	-8,0%
Mondo	-8,1%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Le performance dei mercati azionari sono state, con la sola eccezione dei principali mercati emergenti raggruppati nell'acronimo BRIC (Brasile, Russia, India e Cina), largamente positive, nonostante la debolezza delle valute nazionali abbia penalizzato, dal punto di vista dell'investitore europeo, quella del mercato USA e, soprattutto, quella del mercato giapponese.

La penalizzazione derivante dall'andamento dei tassi di cambio è ancora più evidente nelle performance obbligazionarie.

* Indici MSCI Total Return in euro

** Europa, USA e Giappone :indici Citigroup Government Bond Total Return in euro, Paesi Emergenti: indice Barclays Emerging Market Government Universal (GDP weighted) Total Return in euro, Mondo: indice Citigroup World Global Bond Index Total Return in euro

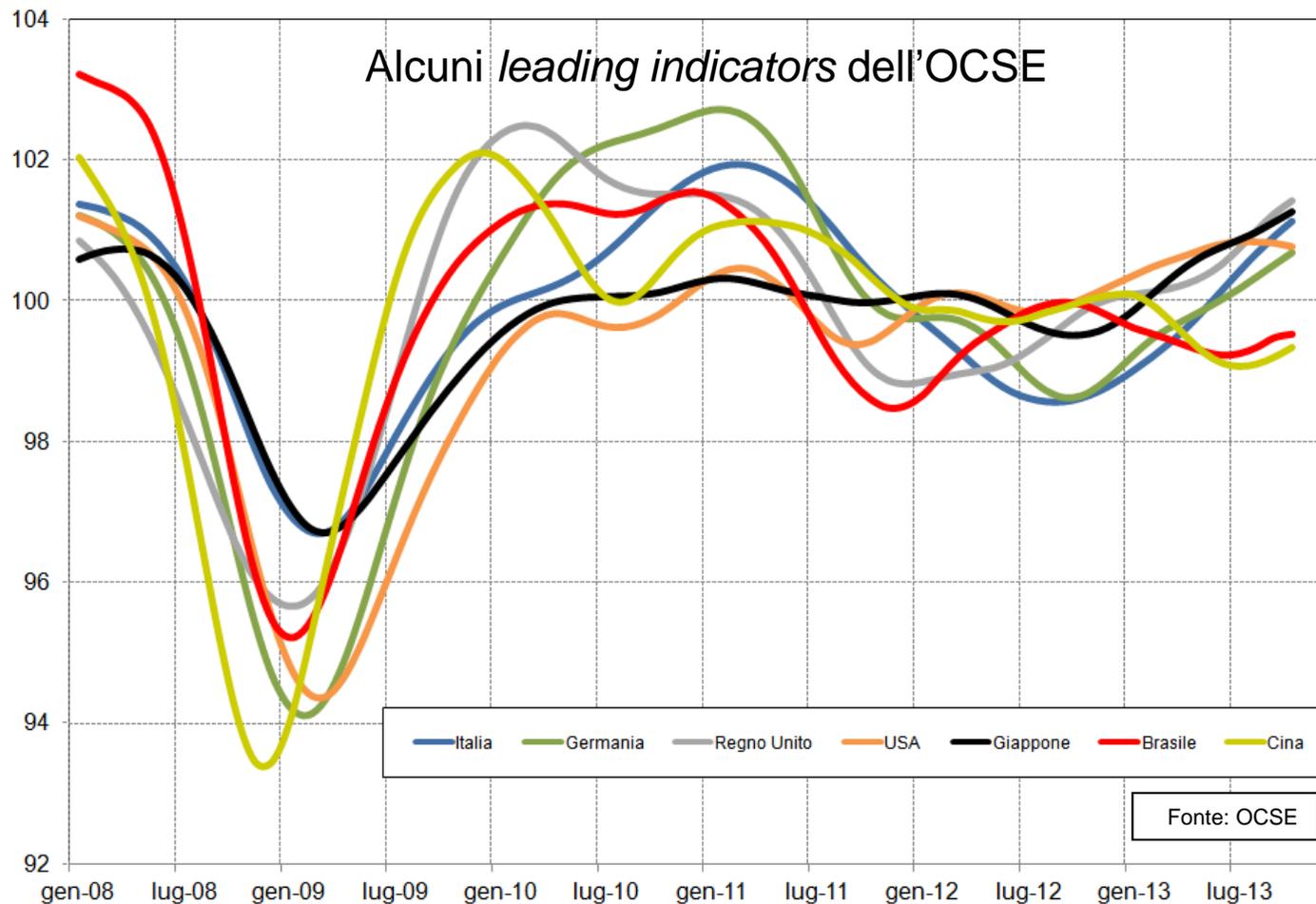
Tasso di crescita del PIL nel 2013 e nel 2014

	Area Euro	USA	Gran Bretagna	Giappone	Cina	Brasile	Mondo
2013 (previsioni del 2012)	-0,2%	2,0%	1,0%	1,2%	8,2%	3,5%	3,5%
2013 (stime attuali)	-0,4%	1,6%	1,4%	2,0%	7,6%	2,5%	2,9%
2014 (previsioni)	1,0%	2,6%	1,9%	1,2%	7,3%	2,5%	3,6%

Fonte: Fondo Monetario Internazionale

La tabella riporta nella prima riga le previsioni che il FMI aveva effettuato un anno fa per il 2013, e nella seconda le stime, oramai molto vicine al vero, di quella che sarà l'effettiva crescita economica realizzata nell'anno appena trascorso. Come si può osservare, rispetto alle attese iniziali prevalgono gli scostamenti negativi (evidenziati in giallo), rispetto a quelli positivi (evidenziati in verde). Dal punto di vista della crescita economica, dunque, il 2013 si è rivelato un anno deludente, soprattutto per i Paesi Emergenti. Tale delusione, come abbiamo visto, si è riflessa anche sull'andamento dei relativi mercati azionari.

Nel corso del 2014 il ritorno alla crescita dovrebbe finalmente interessare l'Area Euro che, insieme agli USA, dovrebbe guidare la ripresa della crescita mondiale, mentre la performance dei Paesi Emergenti dovrebbe continuare ad essere relativamente modesta, con il protrarsi della "frenata" cinese.



I leading indicators dell'OCSE confermano in parte le tendenze che si sono appena osservate nelle previsioni del FMI: sono infatti molto forti le attese per Italia, Germania, Giappone e Regno Unito, per i quali gli indicatori risultano su valori alti e con una tendenza al rialzo. Per gli USA, la positività derivante da un elevato valore è in parte attenuata da un andamento declinante, mentre per i Paesi Emergenti si notano valori bassi, ma tendenti al miglioramento.

Il 2014 sembrerebbe nascere sotto il segno di un consenso quasi unanime circa gli eventi che lo caratterizzeranno; elenchiamo di seguito quelli che ci appaiono più significativi.

Il Tapering

E' cosa certa che il 2014 sarà l'anno del graduale azzeramento, da parte della FED, del *Quantitative Easing* (acquisti di titoli di Stato e mutui cartolarizzati): tale lento ritorno alla normalità, definito *tapering*, è stato annunciato a fine 2013 dalla Banca Centrale Americana ed inizierà nel 2014.

Ulteriori politiche espansive della BCE

Vi è un accordo quasi unanime sul fatto che la BCE adotterà nuovi strumenti di politica monetaria non convenzionale. Alcuni attendono ulteriori LTRO (aste a lunga scadenza e a bassi tassi con cui viene finanziato il sistema bancario), altri un vero e proprio *Quantitative Easing* in stile americano.

L'Europa tornerà a crescere

Come visto, la Zona Euro, grazie alla fine della recessione nei paesi periferici, tornerà a crescere e, insieme agli USA, sarà determinante nell'irrobustire la crescita economica globale.

Opinioni convergenti sullo scenario macroeconomico determinano una visione comune circa l'andamento dei mercati azionari nel 2014, sintetizzabile in due parole.

Crescita

Sarà conseguenza della crescita economica e delle quotazioni attuali delle azioni, che solo in alcuni casi sono già coerenti con una fase di espansione ciclica globale, mentre in altri sono ancora assai depresse. Torneremo a breve sull'argomento.

Volatilità

E' attesa poiché, orfani del *Quantitative Easing* americano che li ha sostenuti nei mesi passati, i mercati risulteranno più vulnerabili.

Il CAPE attuale di alcuni mercati azionari internazionali

Francia	12,6 x
Germania	14,8 x
Giappone	23,5 x
Italia	7,6 x
Regno Unito	12,6 x
Spagna	9,3 x
Svizzera	20,1 x
USA	25,4 x

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Come detto, le quotazioni dei mercati azionari, generalmente ancora contenute, unite alle attese di rinvigorismento della crescita economica, dovrebbero costituire il *driver* principale per la prosecuzione dei rialzi.

In merito, nelle pagine precedenti abbiamo già presentato l'andamento del rapporto P/E (prezzo/utigli attesi) dei mercati italiano e tedesco, mostrando la loro sottovalutazione rispetto ai valori medi storici del multiplo.

In questa tabella l'analisi, estesa ad un campione più ampio di mercati azionari, è maggiormente accurata,

grazie all'utilizzo del *Cyclically Adjusted Price Earnings* (CAPE) in luogo del P/E.

Il CAPE, ideato dal premio Nobel Robert Shiller, è il rapporto fra prezzo e utili, calcolato utilizzando al denominatore, piuttosto che gli utili correnti o attesi, la media degli ultimi dieci anni. Questo aggiustamento consente di ottenere un valore dell'utile che tenga conto sia degli anni particolarmente favorevoli, sia di quelli negativi: si ottiene così una grandezza riconducibile a condizioni di normalità. Lo stesso Shiller ha verificato che il CAPE tende ad oscillare attorno alla propria media per effetto dell'andamento del prezzo: quando il CAPE sale troppo, quindi, i prezzi delle azioni sono destinati a scendere per riportarlo in media; al contrario, quando il CAPE è troppo basso, il ritorno verso la media sarà guidato dalla risalita dei prezzi.

Osservando la tabella e tenendo presente che lo spartiacque fra i CAPE relativamente elevati e quelli relativamente bassi è intorno a 15, possiamo ricavare interessanti informazioni. Innanzitutto le azioni USA appaiono quotare multipli piuttosto elevati (anche se lontani dai picchi del 2000 e del 2007), se si escludono le azioni giapponesi, delle quali diremo dopo, solo quelle svizzere condividono con quelle americane un multiplo superiore a 15. Nel complesso, quindi, i multipli dei mercati azionari risultano ancora contenuti.

Come detto, un discorso a parte lo merita il Giappone, il cui CAPE sembrerebbe elevato; per la borsa di Tokyo, però, le comuni metriche di valutazione potrebbero risultare fuorvianti, poiché concepite per valutare titoli azionari di economie che si trovano in condizioni "normali". Dopo trent'anni di deflazione e di tassi nominali costantemente a zero, l'economia giapponese non è certamente in condizioni normali e il multiplo riportato in tabella (inserito per completezza) non può essere facilmente confrontato con gli altri.

Sempre avendo come riferimento lo scenario precedentemente delineato, si possono definire alcune linee guida cui fare riferimento per gli investimenti obbligazionari.

Il rinvigorismento della crescita economica

Favorirà ovunque gli emittenti corporate e i governativi di bassa qualità, in virtù del restringimento degli spread che ne dovrebbe derivare.

I bassi tassi e la bassa inflazione attesi nella zona euro

Dovrebbero rendere appetibili, fra quelli a più lunga scadenza, anche i titoli di miglior qualità denominati in euro. BTP e Bund decennali potrebbero rappresentare un elemento interessante da inserire nel proprio portafoglio obbligazionario: ovviamente tali titoli dovranno essere ponderati in modo adeguato al proprio profilo di rischio.

Per gli investimenti in valuta estera

Al di fuori della zona euro e del Giappone, le politiche monetarie sono viste in progressivo inasprimento: in linea di massima ci si dovrà orientare verso scadenze brevi o verso emissioni a tasso variabile.

Per quanto attiene infine i tassi di cambio, come già detto, l'euro dovrebbe deprezzarsi contro il dollaro, tenuto conto di due fattori chiave presenti nello scenario di riferimento.

La politica monetaria

La politica monetaria negli USA dovrebbe divenire progressivamente meno accomodante, mentre da parte della BCE sono attese ulteriori manovre espansive.

Il differenziale di crescita economica

Per quanto in recupero, la congiuntura economica europea è attesa più debole di quella USA.

Ovviamente, il venir meno dello scenario di consenso fin qui descritto potrebbe avere un impatto negativo sui mercati azionari. Quali sono, dunque, i rischi cui sono esposti i listini internazionali?

Una delusione dalla crescita economica

Come detto, uno dei pilastri su cui poggiano le attese circa il buon andamento dei mercati azionari nel 2014 è il rinvigorimento della crescita economica. Indubbiamente, una crescita inferiore alle attese metterebbe in crisi i mercati azionari, soprattutto quelli i cui multipli sono già elevati.

Ma non è questo, a nostro avviso, il rischio principale cui è esposto lo scenario di consenso.

Il rischio politico

E' questo il principale fattore di rischio: sia i mercati azionari sia quelli obbligazionari, infatti, scontano la prospettiva che la crisi europea, per quanto non ancora del tutto superata, sia destinata a risolversi con certezza. A rassicurarli ci ha pensato Draghi, nel luglio del 2012, pronunciando l'oramai celebre «*whatever it takes*».

Se però, per qualche motivo, questa fiducia incondizionata nella tenuta dell'euro dovesse occasionalmente vacillare, lo scenario di base su cui poggiano le previsioni per il 2014 si dissolverebbe e il panico tornerebbe a dominare i mercati finanziari.

Le imminenti elezioni europee della prossima primavera, con il rischio di sancire una paradossale maggioranza euroscettica all'interno del parlamento di Strasburgo, potrebbero ad esempio incrinare alcune certezze.

D'altro canto, proprio nel tentativo di evitare tale nefasto esito o come reazione allo stesso, la politica europea potrebbe realizzare uno slancio in avanti, verso forme di condivisione del debito che, anche se subordinate a pesanti condizioni, sembrano finalmente entrate nel novero del possibile, anche agli occhi del Cancelliere tedesco Angela Merkel. E' quasi superfluo osservare che, se si dovesse realizzare un'apertura in tal senso, i mercati azionari europei, soprattutto i periferici, potrebbero largamente sovraperformare, mentre, in caso di un riacutizzarsi della crisi dell'euro, si determinerebbe una situazione diametralmente opposta.

E' dunque fondamentale che la ritrovata fiducia dei mercati nella tenuta dell'euro non venga meno: fatta salva questa premessa, vi sono ottime possibilità di assistere ad un 2014 di crescita per i mercati azionari internazionali e di stabilità per quelli obbligazionari.

Asset allocation azionaria internazionale

Paese	Giudizio
Europa	POSITIVO
Giappone	NEUTRALE
Paesi Emergenti	NEGATIVO
USA	NEUTRALE

Fonte: Cellino e Associati SIM

Anche quest'anno l'asset allocation internazionale privilegia il mercato europeo: la scelta deriva sostanzialmente dalla sottovalutazione emersa dall'analisi del CAPE presentata nelle pagine precedenti. Come l'anno scorso, suggeriamo di investire sui titoli azionari europei mediante un approccio "polarizzato", fondato sulla scelta di due paesi: **Germania e Italia**. Tale approccio, come si è visto, quest'anno è stato proposto anche nei suggerimenti di investimento in ambito obbligazionario.

Il giudizio rimane neutrale sul Giappone mentre per gli USA il giudizio neutrale si giustifica per il mix di relativa sopravvalutazione del mercato parzialmente controbilanciata dalle attese di rivalutazione del dollaro.

Il giudizio negativo sui Paesi Emergenti deriva dalla maggior visibilità di cui dovrebbero godere le economie sviluppate, che, come già evidenziato, dovrebbero trainare la ripresa. Inoltre, nonostante i ribassi, le valutazioni dei principali mercati emergenti non appaiono particolarmente attraenti. Infine **si tenga presente che i mercati finanziari di questi paesi potrebbero essere quelli che, più di ogni altro, potranno patire gli effetti del *Tapering*.**

Asset allocation settoriale Europa

Settore	Giudizio
Assicurazioni	POSITIVO
Auto	POSITIVO
Banche	POSITIVO
Materie prime	POSITIVO
Petrolio e gas	POSITIVO
Utilities	POSITIVO
Alimentari	NEUTRALE
Chimici	NEUTRALE
Consumi	NEUTRALE
Costruzioni	NEUTRALE
Finanziari	NEUTRALE
Health care	NEUTRALE
Industriali	NEGATIVO
Media	NEGATIVO
Real estate	NEGATIVO
Retail	NEGATIVO
Tecnologia	NEGATIVO
Telecom	NEGATIVO
Viaggi e tempo libero	NEGATIVO

Fonte: Cellino e Associati SIM

Le indicazioni sui settori europei derivano, come di consueto, da un'analisi di tipo *bottom up* che ha privilegiato i comparti all'interno dei quali sono presenti titoli che, mediamente, presentano margini di apprezzamento superiori alla media di mercato.

Asset allocation azionaria Italia

Azione	Settore	Peso
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	12,5%
FIAT	Auto	4,0%
Banco Popolare	Banche	2,5%
Intesa Sanpaolo	Banche	10,0%
UBI Banca	Banche	2,5%
Unicredit	Banche	15,0%
Italcementi	Costruzioni	2,0%
Buzzi	Costruzioni	2,0%
Autostrada TO-MI	Industriali	5,0%
CNH	Industriali	6,0%
Finmeccanica	Industriali	3,0%
ENI	Petroliero	17,5%
Telecom Italia	Telecomunicazioni	6,0%
ENEL	Utilities	12,0%

Fonte: Cellino e Associati SIM

Anche i titoli che compongono il portafoglio consigliato per il mercato azionario italiano sono selezionati sulla base di una logica *bottom up*.

Rispetto al paniere del 2013, si osservano un'uscita e tre ingressi: è stato eliminato dalla lista il titolo **Unipol**, mentre fanno il loro ingresso i titoli **Intesa Sanpaolo**, **CNH** e **Finmeccanica**.

CNH e Finmeccanica irrobustiscono il settore industriale, mentre la scelta di Intesa Sanpaolo è volta ad aumentare la diversificazione all'interno del settore bancario, dopo che, nel corso del 2013, si era di fatto puntato tutto sul titolo Unicredit.

Il sovrappeso sul titolo FIAT è stato ridimensionato, mentre, oltre a quello del settore Industriali, si è incrementato il peso dei titoli del settore Costruzioni.

Nel complesso, il portafoglio suggerito risulta maggiormente diversificato di quello del 2013 e maggiormente orientato ai settori ciclici (Costruzioni e Industriali).

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.