



Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2018

Gennaio 2018

Indice

Il 2017

L'anno dei "non eventi"

L'Italia protagonista, fra rigore e concessioni

Il 2017 in un grafico: lo spread italiano

L'andamento dei mercati finanziari

Evoluzione della congiuntura

Stime e previsioni

Ancora un anno di QE per l'Eurozona?

Il 2018

L'Italia, inevitabilmente, sarà di nuovo protagonista

Il punto di partenza dei mercati azionari

L'eutanasia del rentier

Suggerimenti di investimento

Asset Allocation azionaria internazionale

Asset Allocation azionaria Italia

Il 2016 era stato l'anno dei paradossi: primo fra tutti la reazione euforica all'esito del referendum costituzionale in Italia, ma anche il modo in cui i mercati hanno accolto l'elezione di Donald Trump a presidente degli USA o l'esito del referendum sulla Brexit.

Il 2017, soprattutto per l'Eurozona, potrebbe invece essere definito come l'anno dei "non eventi": il filo conduttore dell'intero anno 2017 è stato infatti la mancata realizzazione di una serie di accadimenti, al tempo stesso attesi e temuti, che ne ha indirizzato il corso anche per quanto riguarda l'andamento dell'economia e dei mercati finanziari.

Ecco cosa, non accadendo, ha inciso a nostro giudizio sul corso del 2017:

Marzo

La mancata vittoria del partito anti UE di Geert Wilder alle elezioni olandesi che, nei timori degli osservatori, poteva aprire la strada ad un'ondata populista destinata a minare la tenuta dell'Unione Monetaria.

Maggio

La mancata vittoria della Le Pen alle elezioni presidenziali francesi, che minacciava di essere l'inizio della disgregazione dell'euro.

Ottobre

Il mancato annuncio della data di conclusione del QE da parte della BCE che, pur riducendo la dimensione degli acquisti, contrariamente a quanto atteso non ha posto un limite temporale al programma, mantenendo ancora a tempo indeterminato il sostegno della Banca Centrale all'economia e al sistema finanziario europei. Il QE rimane quindi "open-end", come dirà più volte Draghi anche a dicembre.

Novembre

Il mancato accordo fra la Merkel, i Liberali e i Verdi ha impedito la nascita della coalizione di Governo cosiddetta "Giamaica" in Germania, aprendo la strada ad una ripetizione della *Grosse Koalition*, ipotesi assai più favorevole al processo di integrazione europea.

Dicembre

La mancata approvazione, da parte del Comitato di Basilea, di regole che impongono una limitazione alla detenzione di titoli di Stato negli attivi bancari: tali regole, se introdotte, avrebbero messo in seria crisi i già provati sistemi bancari dei paesi periferici dell'Eurozona ed ampliato gli spread fra rendimenti dei titoli di Stato della periferia ed il Bund tedesco.

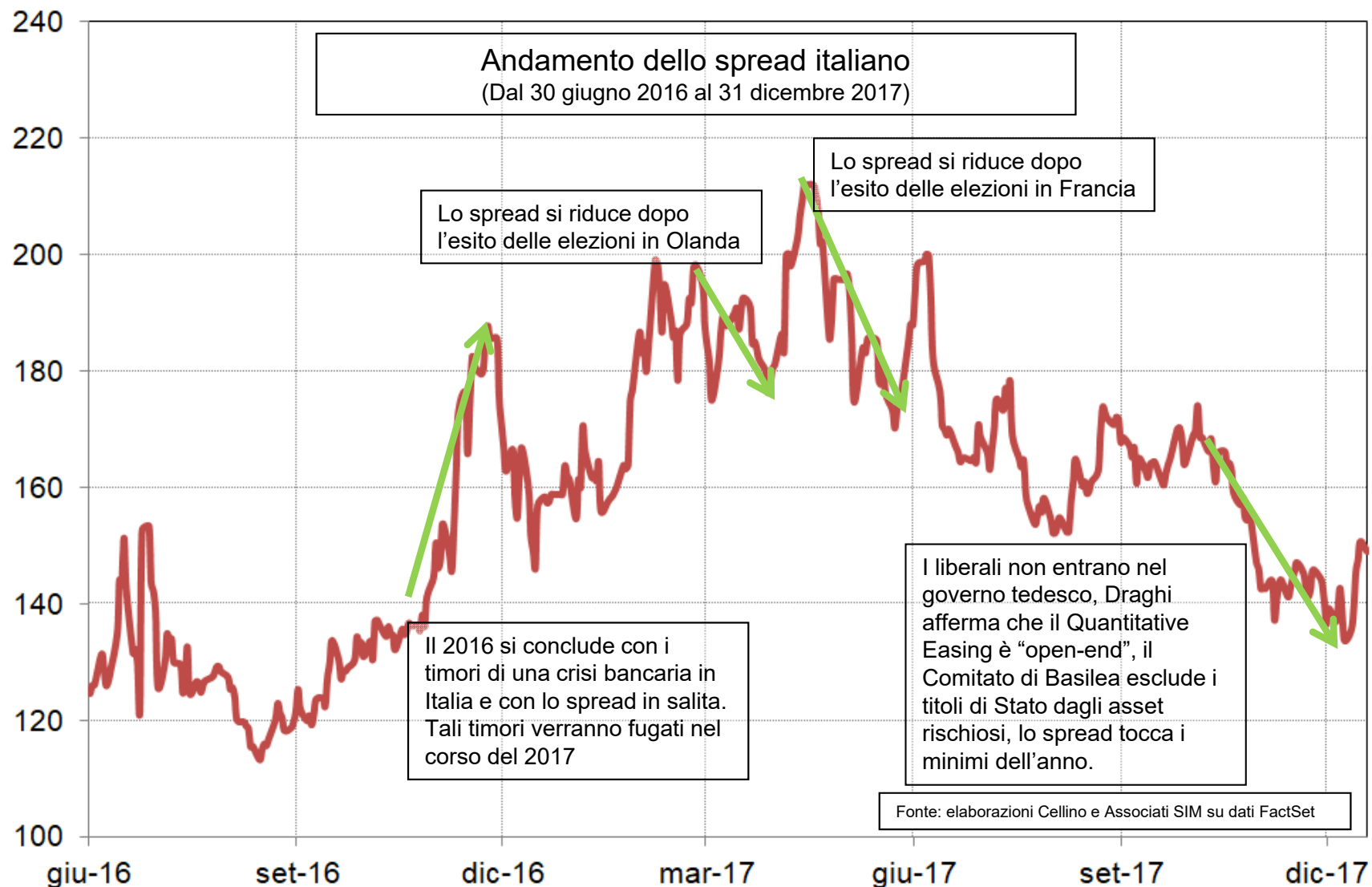
Ma l'evento che all'inizio dell'anno tutti attendevano con maggior preoccupazione era una crisi bancaria in Italia: come si ricorderà, infatti, il 2016 si era concluso con il fallito tentativo del Monte dei Paschi di Siena di ricapitalizzarsi sul mercato e con non pochi timori circa l'efficacia del "salvataggio" di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza effettuato dal fondo Atlante.

Contrariamente a quanto temuto, anche la crisi bancaria italiana è entrata a far parte dei "non eventi" del 2017, poiché, con un paio d'anni di colpevole ritardo, le autorità europee hanno finalmente concesso al Governo italiano di mettere mano nel corso dell'anno al risanamento del sistema bancario.

Così, grazie a "generose" interpretazioni delle norme sulla risoluzione delle crisi bancarie, il Governo ha potuto ricapitalizzare quelle banche che gli investitori privati non erano più intenzionati a sostenere.

Va però anche detto che si è trattato di operazioni tutto sommato modeste e che la ricapitalizzazione più significativa, quella di Unicredit, è stata integralmente realizzata sul mercato, senza alcun intervento pubblico.

Il sistema bancario, superato il timore di una nuova crisi, è stato quindi fra i protagonisti del mercato azionario italiano nel corso di un anno durante il quale i titoli del comparto, pur in un contesto di elevata volatilità, hanno realizzato buone performance.



Tutto quanto descritto nelle pagine precedenti è ben rappresentato dall'andamento dello spread pagato dal titolo decennale italiano rispetto all'omologo tedesco.

Andamento dei principali mercati azionari nel 2017

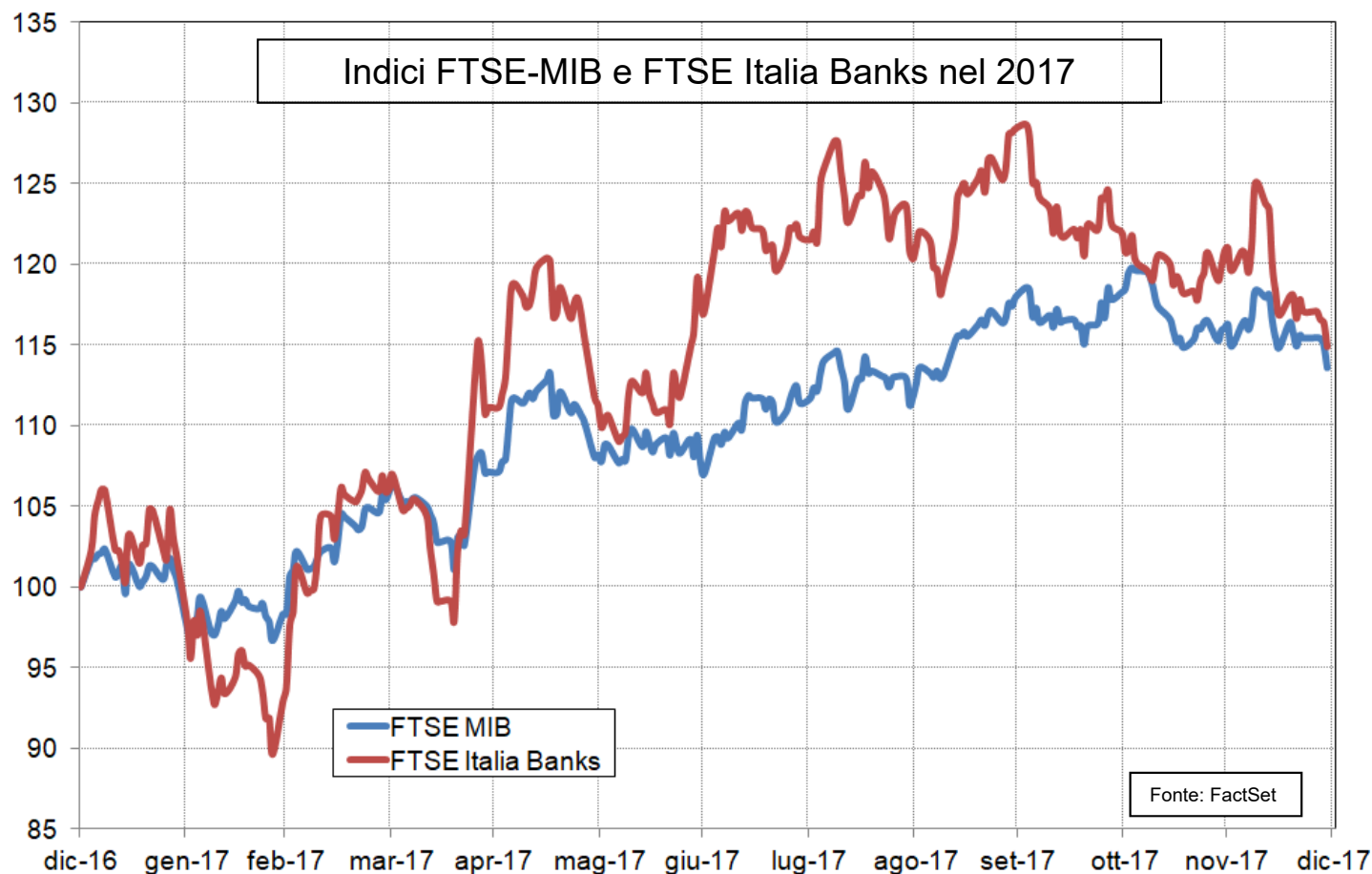
	Performance in euro	Performance in valuta locale
FTSE MIB (Italia)	13,6%	13,6%
CAC 40 (Francia)	9,3%	9,3%
DAX Price (Germania)	9,6%	9,6%
FTSE 100 (Regno Unito)	4,0%	7,6%
IBEX 35 (Spagna)	7,4%	7,4%
S&P 500 (USA)	4,9%	19,4%
NIKKEI 225 (Giappone)	8,3%	19,1%
MSCI Emerging Markets	18,0%	27,8%
MSCI World	5,5%	16,3%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

La tabella rappresenta l'andamento di alcuni indici azionari internazionali nel corso del 2017 e consente in prima battuta di osservare come tutti i mercati azionari abbiano offerto rendimenti positivi nel corso dell'anno. La colonna che riporta le performance in euro consente di compiere dei confronti su base omogenea ed evidenzia il buon andamento dei mercati dell'Eurozona, migliori di quello del Regno Unito, degli USA e del Giappone (indici in diversa misura penalizzati dal cambio).

Anche le performance delle borse dei Mercati Emergenti risultano penalizzate dalla forza dell'euro, ma ciò non impedisce all'indice di tali mercati di realizzare il miglior risultato fra quelli rappresentati.

Una nota la merita il nostro indice, secondo solo a quello dei Mercati Emergenti, che, nel corso dell'anno, ha raggiunto livelli decisamente superiori a quelli di chiusura, fortemente influenzato, come oramai accade da anni, dall'andamento dei titoli bancari.



Il grafico consente di apprezzare la stretta relazione fra l'indice italiano FTSE MIB e quello settoriale bancario. Pur caratterizzandosi per una volatilità decisamente superiore, l'indice bancario ha sovraperformato l'indice generale sino all'estate/autunno, per poi sottoperformare e chiudere l'anno sostanzialmente in linea.

La fase di sottoperformance si è realizzata per effetto del discusso addendum della vigilanza BCE relativo al trattamento delle sofferenze bancarie e, in ultimo, sulla notizia (in realtà una "non notizia") del voto in Italia a marzo.

La forte dipendenza del listino italiano dal settore bancario, ovviamente dovuta al peso che tale settore ha sull'indice, sarà probabilmente un elemento caratterizzante l'andamento della Borsa italiana anche nel corso del 2018, tenuto conto della notevole sensibilità del settore alla stabilità politica che verrà messa in discussione con le elezioni del 4 marzo.

Il 2018 si annuncia quindi come un anno volatile per il nostro listino, forse più di quanto lo sia stato il 2017, ma un esito favorevole del voto italiano, nei termini che nel seguito precisiamo, potrebbe riservare ottime sorprese per gli investitori.

Andamento di alcuni indici obbligazionari nel 2017

(dati in euro)*

Euro (titoli di Stato)	0,2%
USA (titoli di Stato)	-10,1%
Giappone (titoli di Stato)	-8,9%
Paesi Emergenti (titoli di Stato)	-2,7%
Mondo (titoli di Stato)	-7,1%
High Yield Euro	6,9%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Commenteremo nel seguito le implicazioni del sostanziale azzeramento del rendimento privo di rischio. In questa sede osserviamo che, oltre al modesto rendimento delle obbligazioni locali, l'investitore europeo ha subito anche l'avverso andamento dei tassi di cambio, che ha reso pesantemente negativi gli investimenti in obbligazioni estere. Unico elemento positivo del 2017: l'investimento in obbligazioni high yield in euro.

* Euro – USA - Giappone: indici Citigroup Government Bond Total Return, Paesi Emergenti: indice Bloomberg Barclays Emerging Market Government Universal (GDP weighted) Total Return, Mondo: indice Citigroup World Gov. Bonds Total Return, High Yield: indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate HY

	Crescita del PIL			Inflazione			Disoccupazione		
	2017 (stima)	2018 (previsione)	2019 (previsione)	2017 (stima)	2018 (previsione)	2019 (previsione)	2017 (stima)	2018 (previsione)	2019 (previsione)
Eurozona	2,3%	2,1%	1,8%	1,5%	1,4%	1,6%	9,1%	8,4%	7,9%
Francia	1,8%	2,0%	1,7%	1,2%	1,3%	1,6%	9,5%	9,2%	9,0%
Germania	2,4%	2,3%	1,8%	1,7%	1,6%	1,9%	5,7%	5,5%	5,5%
Italia	1,5%	1,4%	1,2%	1,2%	1,2%	1,4%	11,3%	10,9%	10,7%
Spagna	3,1%	2,6%	2,3%	2,0%	1,6%	1,8%	17,2%	15,4%	14,4%
Regno Unito	1,5%	1,4%	1,4%	2,7%	2,6%	2,2%	4,4%	4,5%	4,6%
USA	2,3%	2,5%	2,2%	2,1%	2,1%	2,3%	4,4%	4,0%	3,9%
Giappone	1,5%	1,2%	1,0%	0,4%	0,7%	1,0%	2,9%	2,8%	2,9%
Brasile	0,8%	2,3%	2,8%	3,4%	4,0%	4,2%	12,8%	12,2%	11,4%
Cina	6,8%	6,5%	6,2%	1,6%	2,2%	2,2%	4,1%	4,1%	4,1%
Russia	1,7%	1,7%	1,5%	3,7%	4,0%	4,0%	5,3%	5,2%	5,0%

Fonte: FactSet

Le stime sul 2017

Sulla base delle stime disponibili, oramai piuttosto stabili, nel 2017 hanno notevolmente sorpreso in positivo il Giappone, cresciuto ad un tasso quasi doppio rispetto alle attese, e l'Eurozona che, accreditata l'anno scorso di previsioni di crescita pari all'1,5%, è invece cresciuta del 2,3%. Anche il Regno Unito ha superato le aspettative, crescendo dell'1,5% rispetto a previsioni dell'1,2%, mentre la crescita USA ha perfettamente centrato le aspettative.

Sono tornati alla crescita anche il Brasile e la Russia, reduci da due anni di recessione, mentre in Cina l'economia è progredita al passo "rallentato" cui il governo l'ha imbrigliata, anche se il 6,8% registrato nel 2017 eccede le previsioni di un anno fa, pari al 6,5%.

Le previsioni per il 2018/2019

Eurozona

Nel complesso la crescita nell'Eurozona per i prossimi due anni sarà piuttosto soddisfacente, anche se inferiore a quella sperimentata nel 2017. La Spagna e la Germania guideranno il gruppo, mentre l'Italia sarà il Paese che, fra quelli presi in considerazione, avanzerà al passo meno robusto. Le previsioni sull'inflazione confermano la sconfitta del pericolo deflazionistico e, soprattutto per certi Paesi, iniziano ad avvicinarsi al target del 2%. La disoccupazione in Italia, Francia e soprattutto Spagna è destinata a rimanere elevata.

Regno Unito

Le previsioni catastrofiche diffuse prima e dopo il referendum sulla Brexit non sembrano prendere corpo nella realtà. La crescita del Regno Unito risulterà solo leggermente inferiore a quella sperimentata prima dell'esito referendario, l'inflazione si manterrà su livelli accettabili e la disoccupazione si dovrebbe stabilizzare al di sotto del 5%, dato che non ha eguali negli altri paesi europei considerati nella tabella.

USA

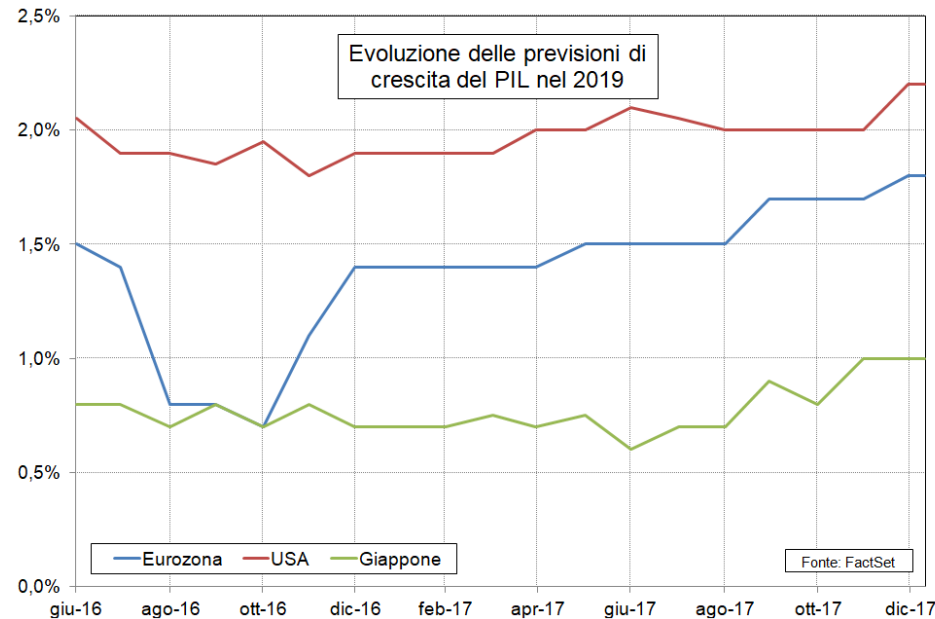
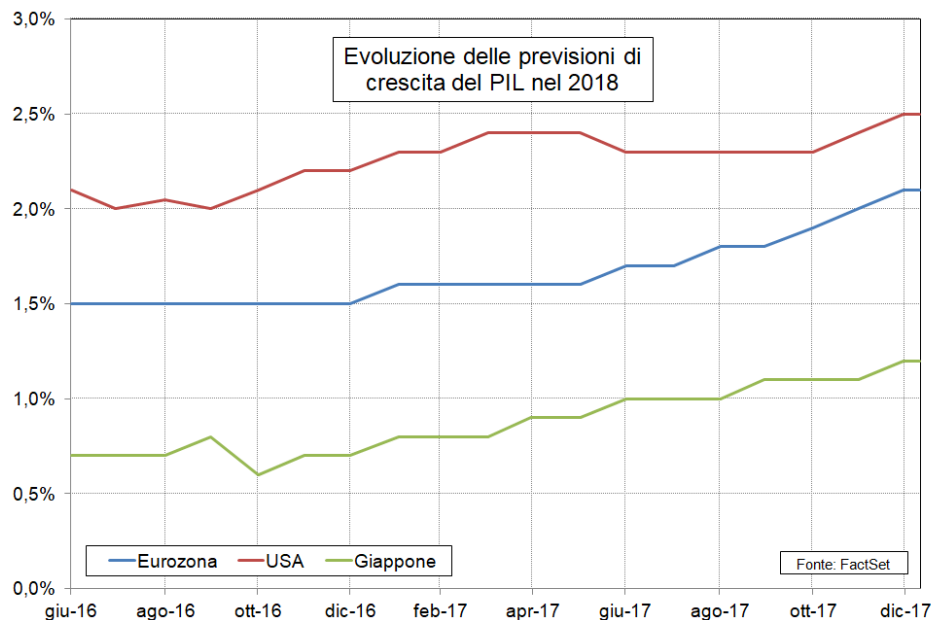
Il "sorpasso" dell'Eurozona è durato assai poco: dopo essere cresciuta meno di quella europea nel 2016 e allo stesso ritmo nel 2017, l'economia USA riprenderà saldamente la testa dei paesi industrializzati. Nelle stime degli analisti, evidentemente fiduciosi circa l'impatto della riforma fiscale voluta da Trump, anche la disoccupazione è vista in forte calo nel corso dei prossimi 2 anni.

Giappone

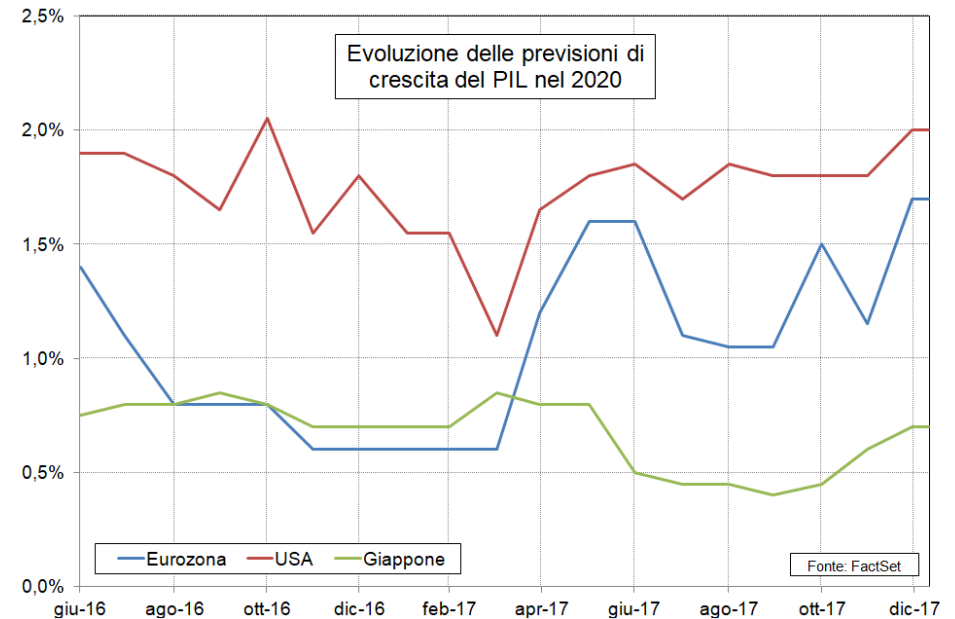
Il Giappone sembra destinato, anche nei prossimi due anni, a procedere su un sentiero di bassa crescita e bassa inflazione.

Paesi Emergenti

Brasile e Russia, usciti dalla recessione, sperimenteranno tassi di crescita non ancora all'altezza del passato, mentre il tasso di crescita cinese si muoverà, come voluto dalle autorità, in lenta discesa verso il 6%.



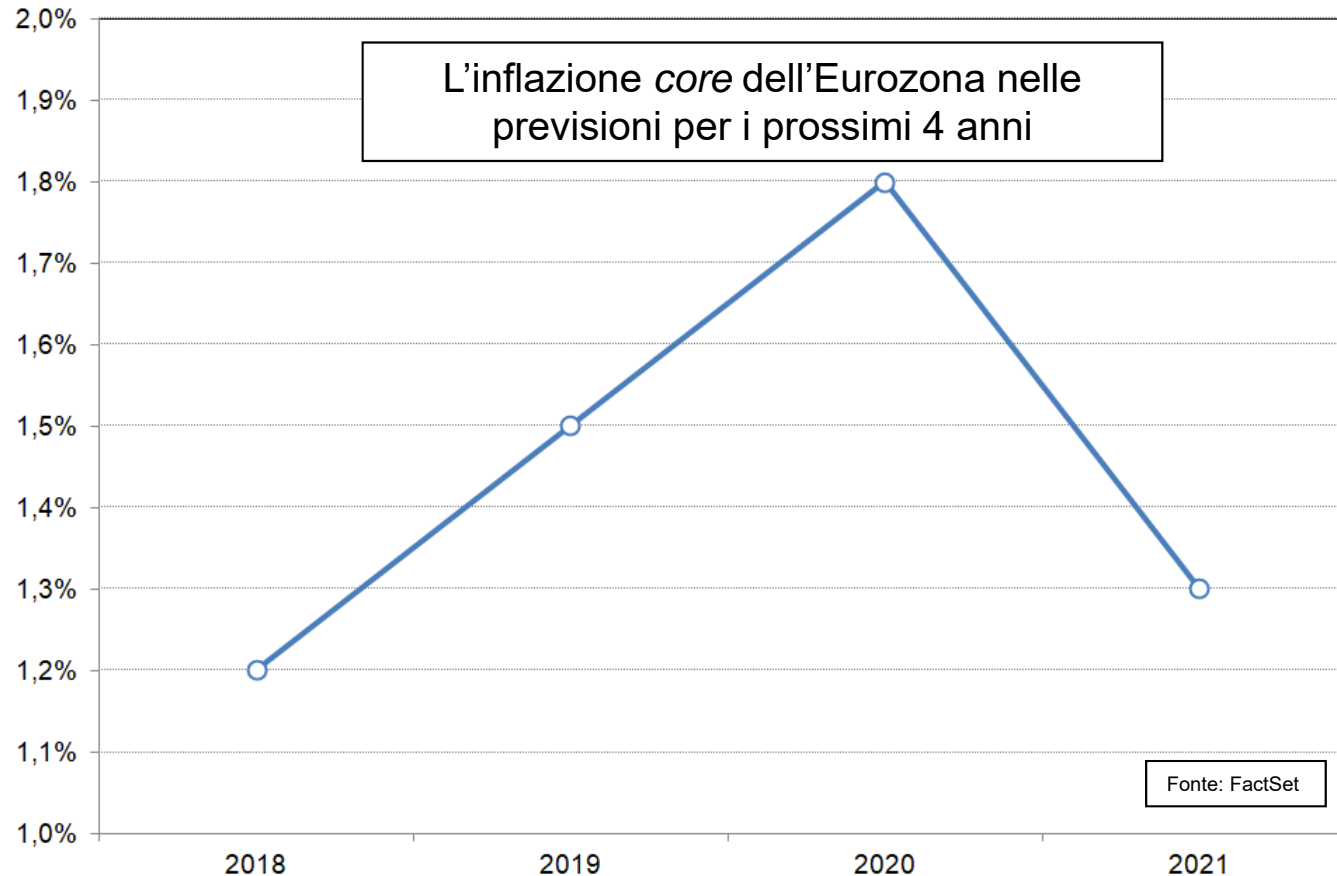
Non solo i livelli delle stime di crescita per i prossimi anni sono piuttosto elevati, ma, come evidenziato dai grafici in pagina, la tendenza delle previsioni degli analisti è diventata da circa un anno positiva, segno di un diffuso e crescente ottimismo.



E' pressoché certo che per tutto il 2018 continueranno, sia pure ad un ritmo inferiore, gli acquisti di titoli di Stato da parte della BCE. Dunque, il punto interrogativo nel titolo di questo paragrafo non mette in dubbio il fatto che il Quantitative Easing (QE), ossia il massiccio acquisto di titoli di Stato da parte della BCE, continuerà nel corso del prossimo anno. Il punto interrogativo, piuttosto, ha lo scopo di insinuare il dubbio che questa politica monetaria eccezionale possa durare anche oltre il 2018, al punto da perdere i tratti dell'eccezionalità.

Nel 2007, sul *Cambridge Journal of Economics*, apparve un interessante e profetico articolo a firma di W. Godley e M. Lavoie nel quale si affermava che un'unione monetaria senza unione fiscale necessita di un flusso continuo di acquisti di titoli del debito pubblico dei paesi periferici da parte della banca centrale che, in sostituzione dei trasferimenti fiscali, si contrapponga agli inevitabili squilibri di bilancia dei pagamenti. In assenza di acquisti da parte della banca centrale, gli autori individuano quattro possibili "aggiustamenti" per l'Eurozona:

- i tassi di interesse sui titoli di Stato dei paesi periferici salgono, seguendo una "dinamica esplosiva";
- i paesi "periferici" perseguono costantemente una politica di austerità, al fine di contenere il deficit di bilancia dei pagamenti;
- i paesi "forti" attuano politiche di spesa, al fine di ridurre il proprio surplus;
- l'Eurozona si incammina sul sentiero della progressiva unione fiscale.



Draghi ha insistito negli ultimi mesi nel ricordare come l'inflazione sia ancora lontana dal livello desiderato dalla Banca Centrale, imponendo che il QE debba continuare senza che se ne possa definire con precisione un termine definito. Qualcuno ha quindi definito "surreale" la narrazione del presidente della BCE: Draghi, infatti, starebbe descrivendo uno scenario della congiuntura oramai superato, ma il cui spettro, debitamente agitato

di fronte all'opinione pubblica, giustifica il proseguimento dell'azione della Banca Centrale.

Insomma, secondo questa interpretazione, Draghi condividerebbe l'analisi di Godley e Lavoie, per giustificare gli acquisti a tempo indeterminato necessari alla stabilità dell'Eurozona, fingerebbe di non vederne la netta ripresa dell'economia e l'incombente ritorno dell'inflazione.

A dire il vero, guardando ai dati dell'inflazione, qualche ragione non pretestuosa per proseguire gli acquisti Draghi ce l'ha, visto che, stando alle previsioni, solo nel 2020 l'inflazione core dell'Eurozona raggiungerà l'1,8%, livello definibile «Below, but close» al fatidico 2%.

«*Open-endedness*», termine ripetuto più volte nel corso della conferenza stampa del 14 dicembre 2017, potrebbe divenire il nuovo *leitmotiv* della politica monetaria dell'Eurozona, dopo il «*whatever it takes*» del 2012.

Se il 2017 è iniziato con il timore di una crisi bancaria in Italia, il 2018 inizia nell'attesa dell'esito delle imminenti elezioni politiche nel nostro Paese. Tenuto conto dei possibili effetti che queste potranno avere sulla tenuta dell'Eurozona, dunque, l'Italia si candida a ricoprire nuovamente il ruolo di protagonista.

Come detto, nel 2017 la sconfitta dei movimenti euroscettici nelle elezioni olandesi e francesi è stato un elemento trainante per l'umore degli investitori e per la crescita dei mercati, non solo nell'Eurozona. In tutta Europa i partiti euroscettici, pur ottenendo risultati eccezionali, non riescono a raggiungere il consenso sufficiente a governare, anche a causa della loro scarsa attitudine a formare alleanze.

E' probabile che qualcosa del genere accada anche in Italia, dove il Movimento 5 stelle, pur lanciato verso un risultato notevole, difficilmente otterrà i numeri necessari a governare.

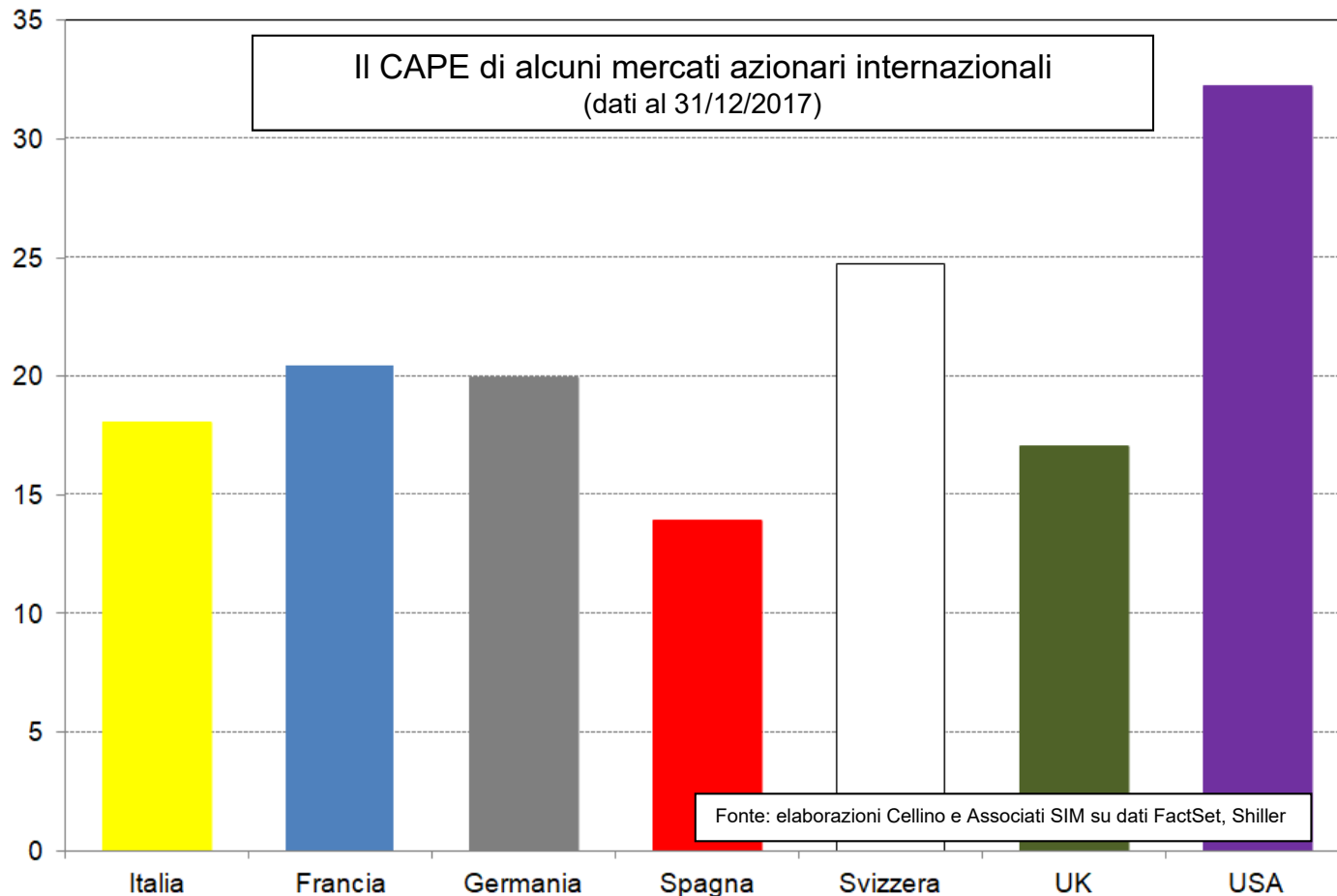
Più che una vittoria di una parte politica, ciò che i mercati «desiderano» è la sconfitta del fronte anti-euro, indipendentemente da chi poi riuscirà a formare un governo.

Se anche in Italia l'affermazione degli euroscettici non sarà tale da consentire loro di arrivare al governo, si aprirà per l'Eurozona una lunga stagione esente da rischi politici e caratterizzata da una buona crescita economica.

Si tratterebbe indubbiamente di un mix di fattori che non si vedeva da anni nel Vecchio Continente.

Se dunque lo scenario più probabile è anche quello più desiderabile, non bisogna però trascurare il fatto che la prima reazione dei mercati ad un voto che presumibilmente non sancirà un vincitore potrebbe non essere particolarmente favorevole.

Anzi, è probabile che sarà proprio la “spinta” dei mercati ad agevolare la formazione di una maggioranza e, come ben ricordiamo, quando i mercati esercitano pressioni sulla politica non si dimostrano mai particolarmente garbati.



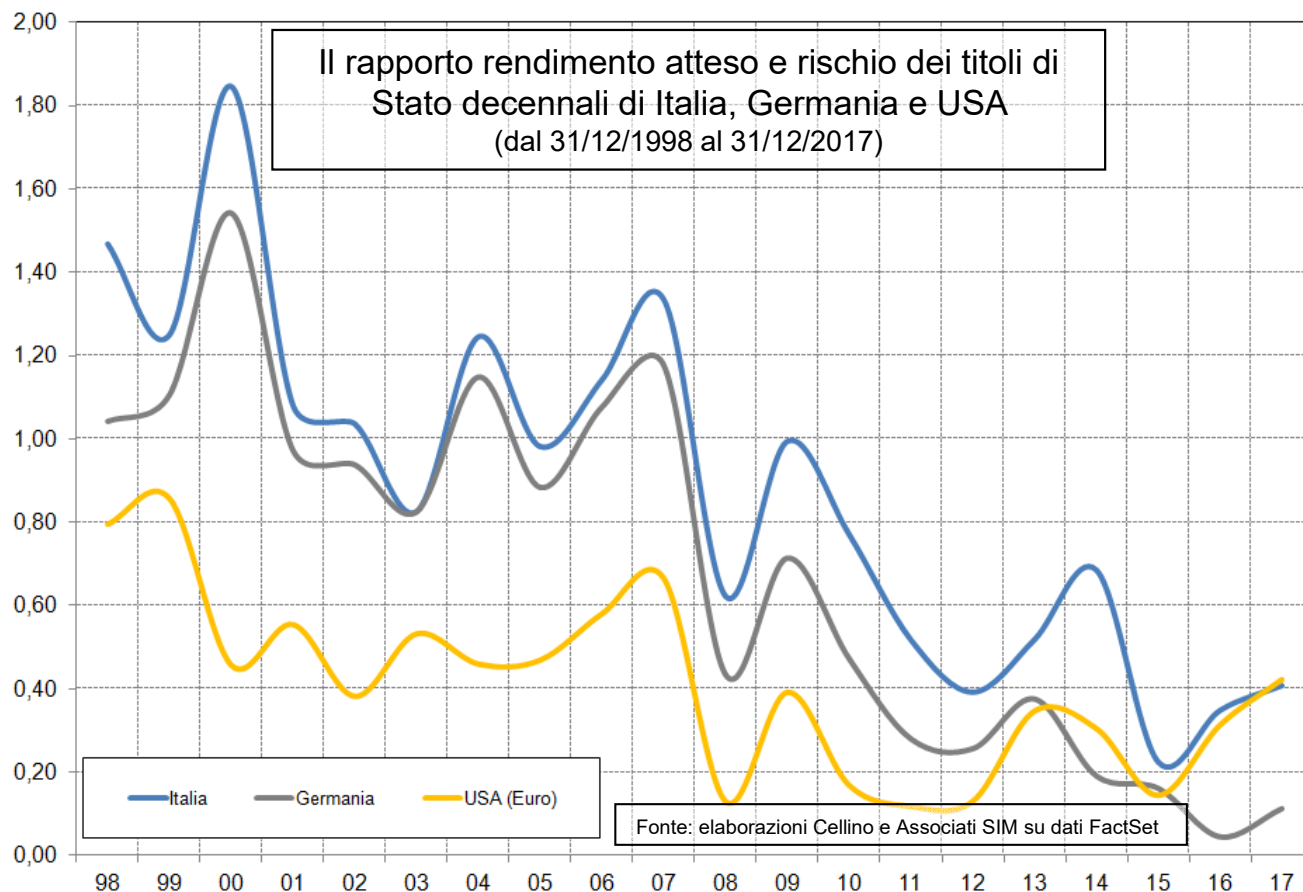
ad una stima dell'utile che può essere considerato «normale».

Lo stesso Shiller ha verificato che il CAPE tende ad oscillare attorno alla propria media per effetto delle variazioni del prezzo (e non dell'utile, come avverrebbe se l'ipotesi di efficienza del mercato fosse verificata), consentendo quindi di discriminare fra mercati sottovalutati e sopravvalutati, utilizzando come spartiacque il valore medio pari a circa 17 (valido per il mercato USA; per i mercati europei, escluso il Regno Unito, le medie storiche risultano generalmente superiori).

L'osservazione del grafico conferma e rafforza la lettura dei mercati che effettuiamo da qualche anno: il giudizio risulta quindi positivo per i mercati europei, con una preferenza per la periferia e il Regno Unito e con l'esclusione della Svizzera.

Le azioni americane risultano invece piuttosto sopravvalutate.

Gli istogrammi rappresentati in figura misurano, per alcuni fra i principali mercati azionari internazionali, il CAPE, ossia il *Cyclically Adjusted Price Earnings*, indicatore ideato dal premio Nobel Robert Shiller che, rispetto al più comune rapporto Prezzo/Utili calcolato ponendo al denominatore gli utili correnti o quelli attesi, utilizza la media degli utili degli ultimi 10 anni. Questo aggiustamento consente di ottenere un valore dell'utile che tenga conto sia degli anni particolarmente favorevoli, sia di quelli negativi, giungendo così



Il grafico rappresenta, per ciascun emittente ed in ogni anno, il rapporto fra il rendimento a scadenza di un titolo decennale ed il suo rischio (misurato dalla volatilità storica a 12 mesi registrata in quel momento da un portafoglio di titoli di Stato con scadenza 7-10 anni). Rispetto al grafico presentato l'anno scorso, quest'anno la volatilità del portafoglio investito in titoli decennali USA è stata calcolata tenendo conto delle oscillazioni del cambio, al fine di meglio rappresentare la rischiosità dell'investimento dal punto di vista di un risparmiatore europeo.

Tanto maggiore è il rapporto, tanto maggiore è l'appetibilità dell'investimento, poiché il rischio sostenuto è fronteggiato da un rendimento adeguato: viceversa, un livello basso implica una scarsa remunerazione del rischio.

Come si può constatare, gli indicatori hanno toccato importanti minimi nel 2016, per recuperare leggermente nel corso del 2017.

Nell'Eurozona, il livello rimane comunque ancora estremamente contenuto, mentre negli USA, se visto in relazione agli ultimi 20 anni, non appare più straordinariamente basso.

Non è dunque scongiurata l'eventualità che si sia giunti all'"eutanasia del rentier" auspicata da Keynes, che vedeva nelle rendite un freno allo sviluppo dell'economia capitalista.

Attenzione però, perché se da un lato è vero che l'annullamento del rendimento privo di rischio può agevolare la crescita, incentivando investimenti e consumi, è anche vero che, dal punto di vista dei mercati finanziari, l'innalzamento del livello di rischio dei portafogli degli investitori (alla ricerca di rendimenti ad ogni costo) costituisce una fonte di potenziale volatilità.

Asset Allocation azionaria internazionale

Area geografica	Giudizio
Europa	POSITIVO
Giappone	POSITIVO
Paesi Emergenti	POSITIVO
USA	NEGATIVO

Fonte: Cellino e Associati SIM

La nostra proposta di asset allocation internazionale si può così facilmente sintetizzare:
sottopesare gli USA per sovrapesare il resto del mondo.

Può sembrare un consiglio anti-intuitivo, considerato che gli USA saranno al centro dell'attenzione in virtù della riforma fiscale di Trump che dovrebbe (a meno di una svolta fortemente protezionistica) riportarli ad essere il motore dell'economia globale.

Tuttavia, in considerazione dell'elevato livello raggiunto dall'indice azionario USA, preferiamo suggerire di cogliere gli effetti positivi della crescita americana nei riflessi che potrà avere sulle Borse degli altri Paesi che, come abbiamo osservato in precedenza, sono preferibili a quella americana.

Asset Allocation azionaria Italia

Settore	Peso FTSE-MIB	Peso portafoglio consigliato	sovra/ sotto peso
Banche	27,3%	27,5%	+0,2%
Utilities	16,9%	15,0%	-1,9%
Petroliero	10,7%	15,0%	+4,3%
Auto	10,5%	12,5%	+2,0%
Industriali	9,9%	15,0%	+5,1%
Assicurativi	7,5%	7,5%	-0,0%
Beni di consumo	3,6%	2,5%	-1,1%
Tecnologia	3,5%	0,0%	-3,5%
Finanziari	2,8%	0,0%	-2,8%
Telecomunicazioni	2,3%	5,0%	+2,7%
Materie prime	1,8%	0,0%	-1,8%
Farmaceutico	1,1%	0,0%	-1,1%
Alimentari	1,0%	0,0%	-1,0%
Retail	0,5%	0,0%	-0,5%
Costruzioni	0,5%	0,0%	-0,5%
Media	0,3%	0,0%	-0,3%

Azione	Settore	Peso
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	7,5%
Brembo	Auto	5,0%
FCA	Auto	7,5%
Intesa Sanpaolo	Banche	15,0%
Unicredit	Banche	12,5%
Safilo	Beni di consumo	2,5%
Autostrada TO-MI	Industriali	5,0%
Leonardo Finmeccanica	Industriali	5,0%
Prysmian	Industriali	5,0%
ENI	Petroliero	10,0%
Maire Tecnimont	Petroliero	2,5%
SAIPEM	Petroliero	2,5%
Telecom Italia	Telecomunicazioni	5,0%
ENEL	Utilities	15,0%

Fonte: Cellino e Associati SIM

Il portafoglio consigliato per il mercato azionario italiano è selezionato sulla base di una logica *bottom up*, che privilegia i titoli maggiormente sottovalutati secondo un modello di valutazione fondamentale.

Escono dal portafoglio: Banco BPM, CNH, Fincantieri e UBI Banca.

Entrano: Brembo, Prysmian, Safilo e Maire Tecnimont.

Gli aspetti salienti che caratterizzano l'asset allocation in relazione all'indice FTSE-MIB non mutano rispetto all'anno scorso e **consistono soprattutto nel sovrappeso dei settori auto, industriali, petrolifero, e telecomunicazioni.**

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.

Cellino e Associati SIM S.p.A. • Via Cavour 21 - 10123 TORINO • Tel. +39 011 540327 (10 linee) Fax +39 011 530483 • Reg. Imprese - C.F./P. IVA: 08473090010
Cap. Soc. euro 1.500.000 i.v. • Sito web: www.cellinoassociatisim.it • E-mail: info@cellinoassociatisim.it • PEC: cellinosim@legalmail.it
REA n. 975594 della C.C.I.A.A. di Torino • Iscrizione albo SIM n. 211 Delibera Consob n. 13900 del 21.01.2003 • Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia