



Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2019

Gennaio 2019

Indice

Il 2018

La Storia non è finita

L'andamento dei mercati finanziari

Evoluzione della congiuntura

Stime e previsioni

Ancora QE (sotto mentite spoglie) per l'Eurozona?

Il 2019

La chiave di volta

L'anno del colpo di coda o l'anno della discesa?

Il punto di partenza dei mercati azionari

L'eutanasia del rentier

Suggerimenti di investimento

Asset Allocation azionaria internazionale

Asset Allocation azionaria Italia

Potremmo definire l'aspra contrapposizione come l'elemento caratterizzante il 2018. Abbiamo infatti assistito ai seguenti eventi:

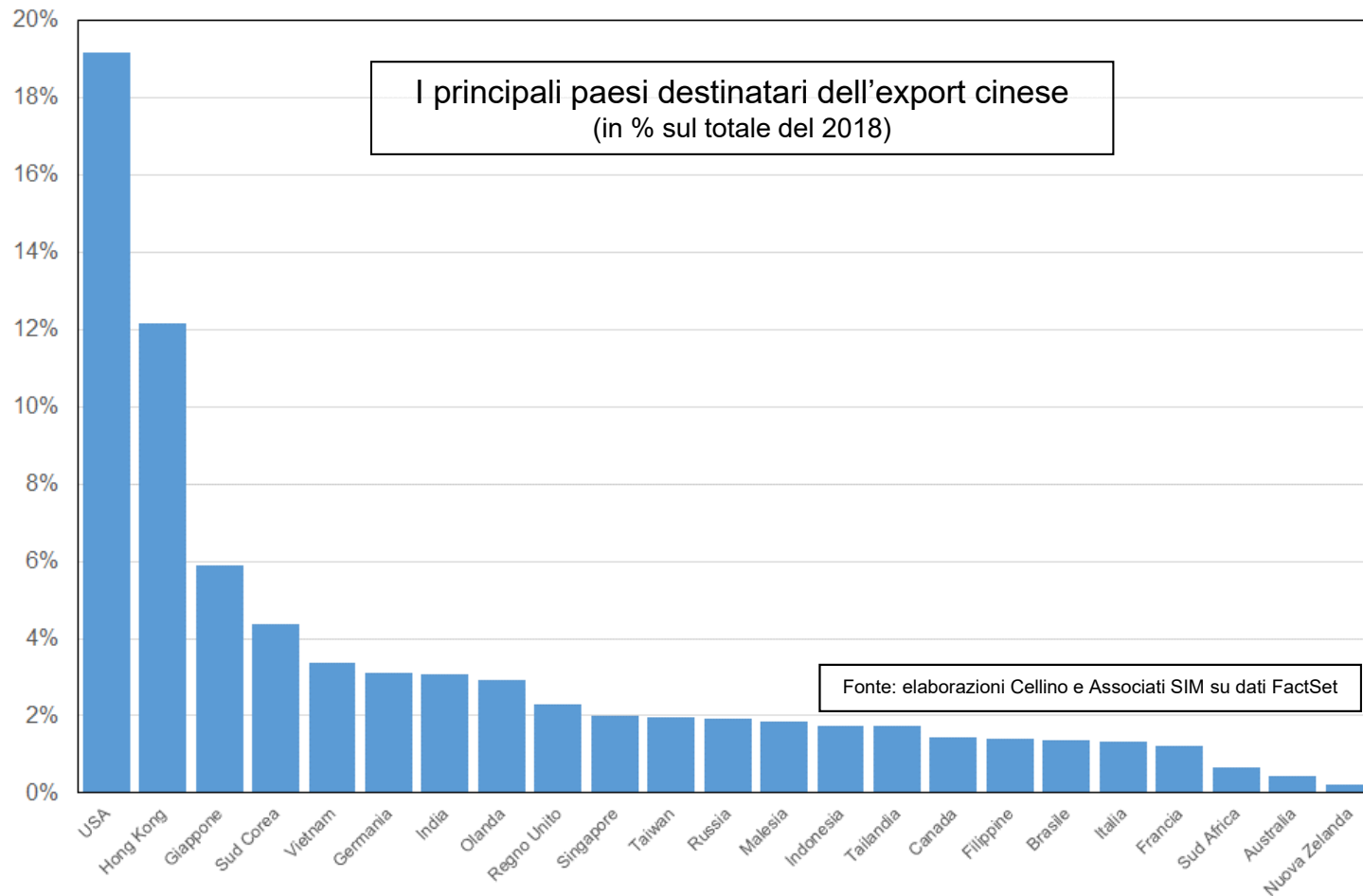
- lo scontro fra USA e Cina e quello fra USA e Unione Europea in merito ai dazi e alle politiche commerciali
- il contrasto fra Italia e Commissione Europea sul bilancio italiano
- il confronto fra Gran Bretagna e Unione Europea per definire l'accordo sulla Brexit, prima, e lo scontro fra i partiti britannici sulla sua approvazione poi
- la guerriglia urbana dei gilet gialli contro il presidente Macron in Francia.

Un anno di conflitti, alcuni dei quali potrebbero trascinarsi anche oltre il 2019 e che si caratterizzano per un denominatore comune: [la crisi della globalizzazione e del multilateralismo](#).

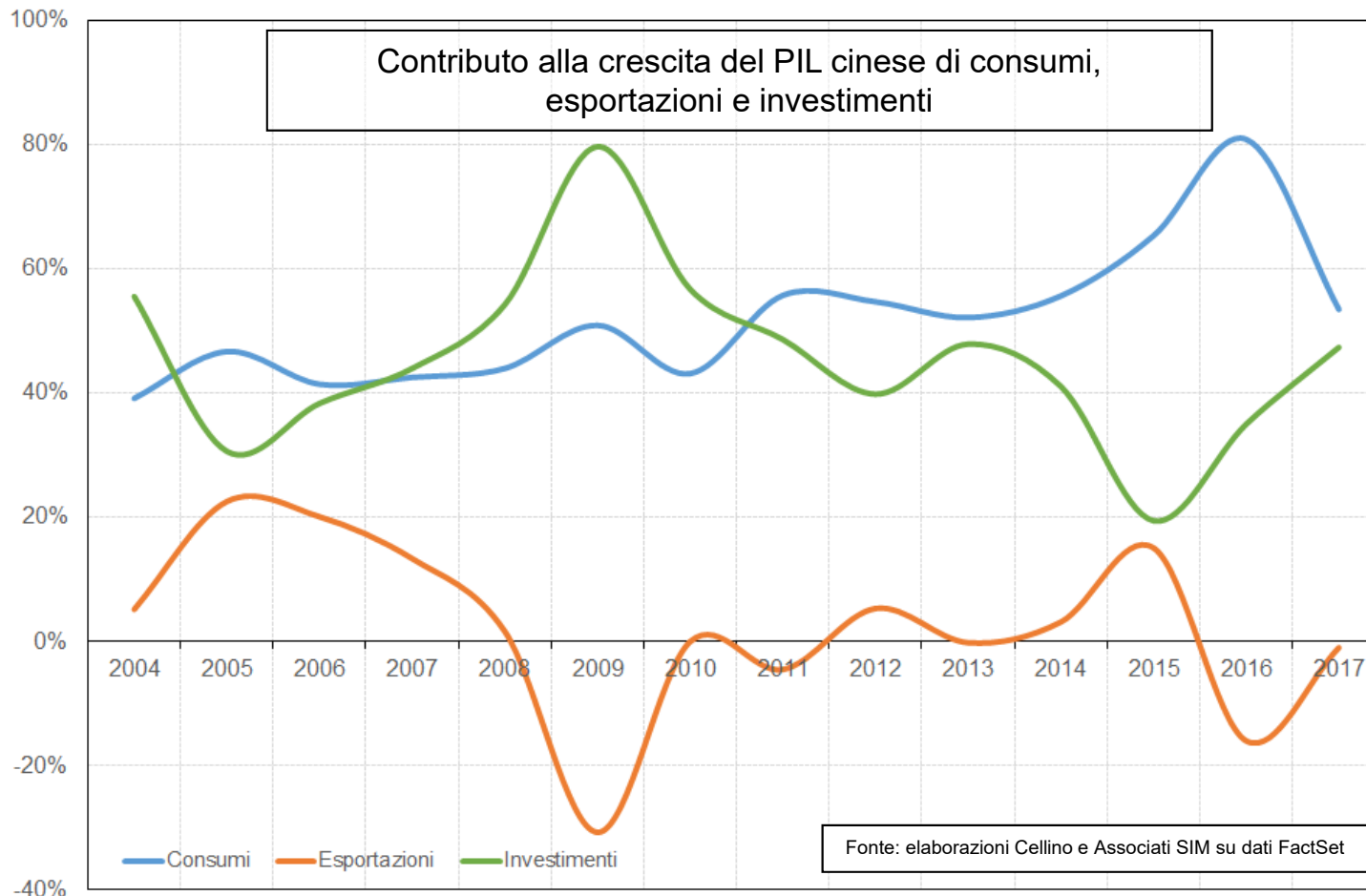
La realtà ci sta insomma dicendo che il modello capitalistico-liberale non regna saldamente sull'intero pianeta, come molti avevano ottimisticamente previsto (*) dopo la caduta del muro di Berlino, ma ha trovato nuovi ostacoli di fronte a sé.

[La Storia non è dunque finita e, in particolare, lo scontro fra USA e Cina si avvia probabilmente a scriverne un nuovo capitolo.](#)

(*) Si veda ad esempio F. Fukuyama «La fine della storia e l'ultimo uomo»



Lo scontro fra USA e Cina, lungi dall'essere un mero confronto sulle tariffe doganali, assume sempre più i tratti di un nuovo dualismo che, a distanza di quasi trent'anni dalla caduta del muro di Berlino, rischia di ricondurre il mondo verso una nuova guerra fredda. Vi è però una differenza sostanziale rispetto a quell'epoca: i contendenti attuali condividono il modello di sviluppo e sono fortemente collegati dal punto di vista economico. Il benessere della Cina dipende da quello degli USA e viceversa (si veda in proposito il grafico in pagina): per questo motivo il conflitto fra le due grandi potenze non dovrebbe raggiungere, almeno nei prossimi anni, il livello di radicalità che raggiunse quello fra USA e URSS.



del piano di emancipazione dalle esportazioni avviato dal governo cinese (il cosiddetto "New normal").

Il crollo delle esportazioni dovuto alla crisi del 2008/2009 ha infatti convinto la dirigenza cinese a ridurre la dipendenza dall'export e a puntare sui consumi interni, ancora molto bassi in relazione al PIL (quelli privati ammontano a circa il 38%). In futuro, grazie alla crescita della classe media, questa componente del PIL avrà notevoli possibilità di crescita.

Il grafico mostra, fatta 100 la crescita totale cinese, quanto ad essa abbiano contribuito in passato i consumi (pubblici e privati), le esportazioni e gli investimenti.

Come si può vedere, successivamente al 2009 il contributo dei consumi ha iniziato a crescere, mentre quello delle esportazioni non è più tornato ai livelli pre-crisi.

Cionondimeno, probabilmente, per molti altri anni a venire, assisteremo allo scontro fra USA e Cina che, inevitabilmente, impatterà sull'economia e sui mercati finanziari internazionali.

Tale scontro andrà ben al di là delle mere questioni commerciali, la cui importanza peraltro dovrebbe progressivamente venire meno, tenuto conto

Andamento dei principali mercati azionari nel 2018

	Performance in euro	Performance in valuta locale
FTSE MIB (Italia)	-16,1%	-16,1%
CAC 40 (Francia)	-11,0%	-11,0%
DAX Price (Germania)	-18,3%	-18,3%
FTSE 100 (Regno Unito)	-13,3%	-12,5%
IBEX 35 (Spagna)	-15,0%	-15,0%
S&P 500 (USA)	-1,5%	-6,2%
NIKKEI 225 (Giappone)	-5,2%	-12,1%
MSCI Emerging Markets	-12,4%	-12,3%
MSCI World	-5,9%	-9,1%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Lo scontro sul commercio internazionale avviato dagli USA, cui si è aggiunto, sul finire dell'anno, il timore di una recessione, ha influenzato negativamente l'andamento di tutti i mercati azionari.

La tabella rappresenta l'andamento di alcuni indici azionari internazionali nel 2018 e consente di osservare come tutti i mercati abbiano offerto rendimenti negativi nel corso dell'anno che si è appena concluso, sia in valuta locale sia, per quelli extra EMU, convertiti in euro. Come si può osservare, la debolezza dell'euro rispetto al dollaro USA e allo yen ha considerevolmente limitato le perdite per gli investitori europei sui mercati USA e giapponese.

Andamento di alcuni indici obbligazionari

(dati in euro)

	2017	2018
Eurozona (titoli di Stato)	0,2%	0,9%
Italia (titoli di Stato)	0,8%	-1,4%
USA (titoli di Stato)	-10,1%	5,9%
Giappone (titoli di Stato)	-8,9%	9,0%
Paesi Emergenti (titoli di Stato)	1,2%	-1,8%
Mondo (titoli di Stato)	-7,1%	5,1%
High Yield Euro	6,9%	-3,8%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

I timori di recessione hanno invece favorito il mercato obbligazionario, relativamente però ai soli titoli di miglior qualità, i cui corsi sono significativamente saliti negli ultimi mesi del 2018. Non hanno partecipato al rialzo i titoli di Stato italiani, indeboliti dal lungo confronto sul bilancio sostenuto dal Governo con la Commissione Europea, e le obbligazioni corporate che, in vista di un rallentamento dell'economia, hanno scontato il rischio di una riduzione del merito di credito degli emittenti. Come nel caso degli indici azionari, anche quelli obbligazionari sono stati influenzati dall'andamento dei tassi di cambio: si noti in particolare le buone performance degli indici riferiti agli USA e al Giappone, quasi integralmente realizzate dall'andamento dei tassi di cambio.

[Il raffronto fra l'andamento degli indici nel 2017 e nel 2018 consente di rilevare meglio l'elevata volatilità dei rendimenti degli indici obbligazionari mondiali, dovuta all'andamento dei tassi di cambio.](#)

Le attese degli economisti sull'andamento di alcune variabili macroeconomiche

	Crescita del PIL			Inflazione			Disoccupazione		
	2018 (stima)	2019 (previsione)	2020 (previsione)	2018 (stima)	2019 (previsione)	2020 (previsione)	2018 (stima)	2019 (previsione)	2020 (previsione)
Eurozona	1,9%	1,6%	1,5%	1,7%	1,7%	1,6%	8,2%	7,8%	7,5%
Francia	1,5%	1,6%	1,5%	2,1%	1,7%	1,6%	9,0%	8,7%	8,7%
Germania	1,5%	1,6%	1,5%	1,9%	1,9%	1,7%	5,2%	5,0%	5,0%
Italia	1,0%	0,7%	0,9%	1,2%	1,2%	1,2%	10,6%	10,5%	10,2%
Spagna	2,5%	2,2%	1,9%	1,7%	1,5%	1,6%	15,4%	14,3%	13,0%
Regno Unito	1,3%	1,5%	1,5%	2,5%	2,1%	2,0%	4,1%	4,2%	4,3%
USA	2,9%	2,5%	1,8%	2,4%	2,1%	2,2%	3,9%	3,6%	3,6%
Giappone	1,0%	0,9%	0,6%	1,0%	1,1%	1,5%	2,4%	2,4%	2,4%
Brasile	1,3%	2,4%	2,5%	3,7%	4,1%	4,0%	12,2%	11,3%	10,7%
Cina	6,6%	6,2%	6,0%	2,1%	2,3%	2,2%	4,0%	4,0%	-
Russia	1,7%	1,5%	1,6%	2,9%	4,9%	4,0%	5,0%	4,9%	4,9%

Fonte: FactSet

Sebbene il 2018 si sia concluso con un andamento congiunturale assai soddisfacente, sul finire dell'anno le condizioni dell'economia globale hanno subito un drastico mutamento, con la crescita che in Europa ha toccato addirittura livelli negativi mentre negli USA e in Cina è risultata declinante.

E' assai difficile stabilire se quanto sta accadendo rappresenti una temporanea battuta d'arresto del ciclo espansivo o costituisca invece l'inizio di una recessione e, in questa seconda ipotesi, prevederne la durata.

Da un lato, le condizioni ancora accomodanti della politica monetaria in Europa inducono ad un cauto ottimismo circa la possibilità di una ripresa della crescita, ma dall'altro costituiscono motivo di preoccupazione poiché, **qualora l'economia non dovesse ripartire, l'incipiente recessione si materializzerebbe in uno scenario che vedrebbe la BCE quasi del tutto priva di munizioni.**

Probabilmente, proprio per evitare di trovarsi in tale difficile situazione, la FED ha proceduto nel corso del 2018 a quattro rialzi dei tassi, portando il tasso sui Fed funds al 2,5%. Questo atteggiamento aggressivo della banca centrale statunitense che, oltre a sorprendere gli operatori, ha provocato le ire del presidente Trump, come detto, ha consentito alla FED di avvicinarsi ad un livello dei tassi tale da poter meglio gestire un'eventuale situazione di crisi che però, al momento, appare ancora lontana negli USA.

Il futuro del ciclo economico sarà comunque largamente influenzato dalle politiche e dalle scelte adottate negli USA, non solo perché la FED dispone di maggiori munizioni della BCE (che potrà fare affidamento, come vedremo, sulle sole LTRO e TLTRO), ma anche, e soprattutto, perché molto dipenderà dall'esito delle trattative sul commercio internazionale in corso con la Cina. Trattative che, non a caso, si sono ammorbidite proprio quando i timori di un rallentamento dell'economia globale si sono concretizzati.

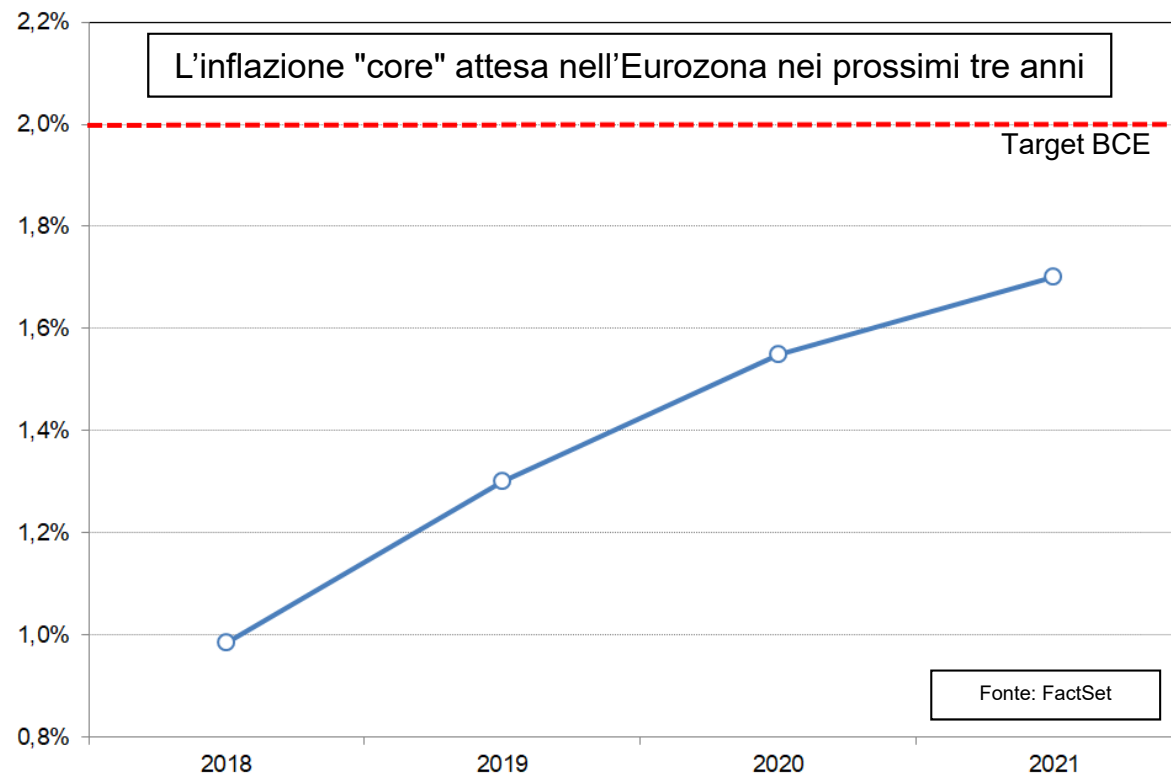
In ogni caso, come si può osservare dalla tabella, al momento il consenso degli economisti prevede, in tutte le principali aree economiche considerate, tassi di crescita ancora positivi, sebbene in riduzione. Si tratta di uno scenario coerente con una breve recessione tecnica (definita da due trimestri di crescita negativa), ma non con una vera e propria recessione economica, ossia con un calo su base annua del PIL.

Passando in particolare all'Eurozona, un'unione monetaria tanto eterogenea per sopravvivere necessita di:

- 1) eliminare le eterogeneità, vale a dire raggiungere la famosa convergenza macroeconomica definita dal trattato di Maastricht
oppure
- 2) disporre di un ampio bilancio comune che, attraverso il meccanismo dei trasferimenti, riduca le differenze fra le varie regioni
oppure
- 3) affidare alla banca centrale il compito di limitare la frammentazione dei mercati finanziari che deriva dalla mancata convergenza.

Preso atto che la soluzione 1) richiede tempi lunghi, la politica europea sembrerebbe avere scelto l'opzione 3), affidando in modo "ufficioso" alla BCE il compito di sostenere l'Eurozona attraverso politiche monetarie non convenzionali, volte a ridurre lo spread pagato sui titoli del debito dei paesi periferici.

Si tratta di una scelta "ufficiosa", poiché non vi è traccia di un mandato in tal senso alla BCE, il cui intervento, realizzato inizialmente attraverso operazioni di finanziamento del sistema bancario a lungo termine e a tassi agevolati (LTRO e TLTRO), e successivamente con il Quantitative Easing (QE), è stato tollerato dalle autorità politiche anche perché il QE, la più controversa fra le misure messe in campo, è stato motivato dalla necessità di riportare l'inflazione su livelli prossimi al 2%.



Ora che il QE è stato ufficialmente concluso, il rischio che gli spread tornino ad allargarsi ritorna d'attualità, insieme alla questione della sostenibilità dei bilanci pubblici dei paesi maggiormente indebitati, da cui discende l'aumento del costo della raccolta delle banche che di quei paesi detengono il debito pubblico e, in ultima analisi, lo spettro di una stretta creditizia, quanto mai inopportuna nel corso di un rallentamento dell'economia.

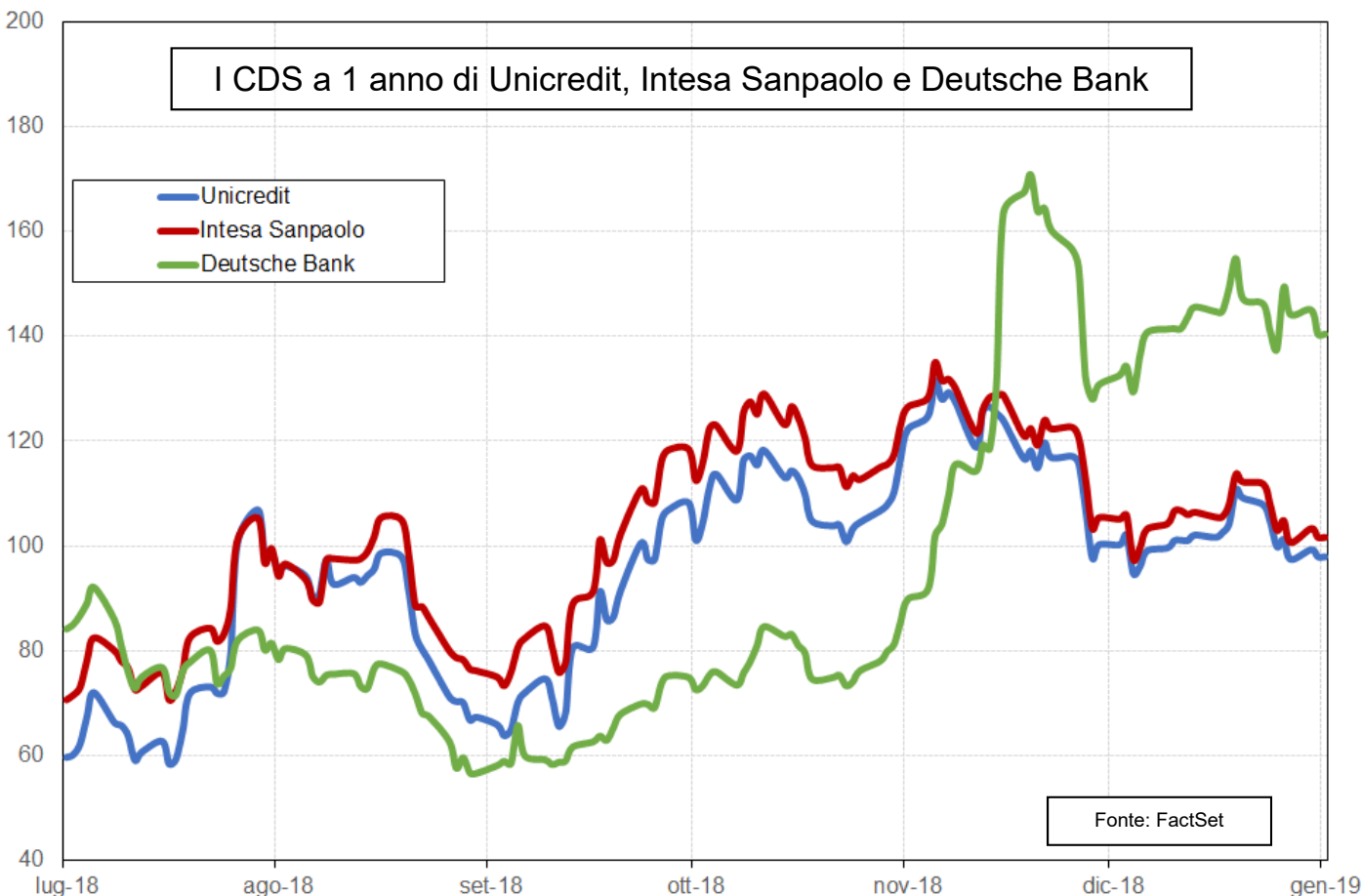
Per questo motivo è urgente, oltre che probabile, un intervento della BCE che rimedi al mancato contributo del QE.

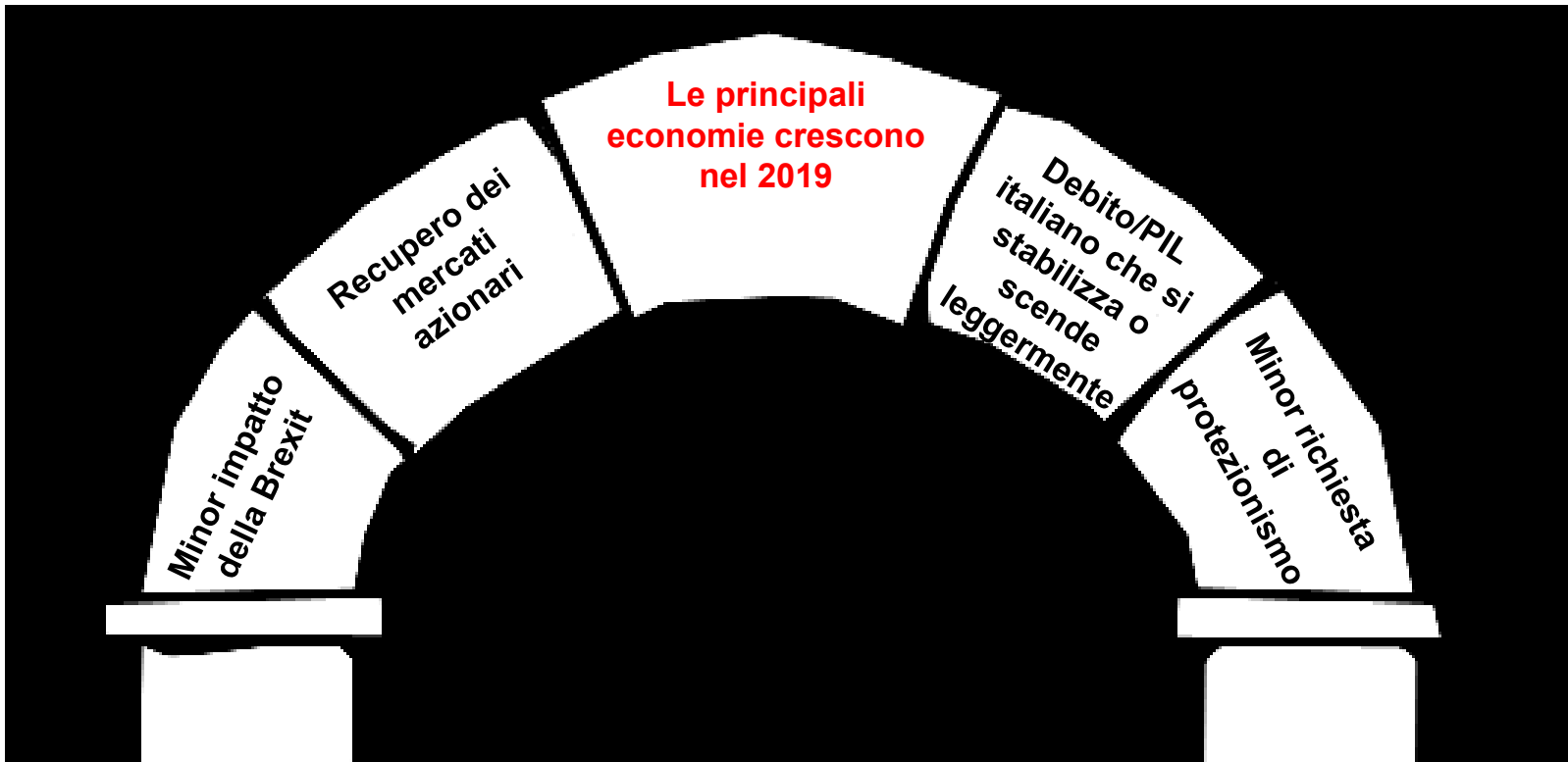
In realtà un prolungamento del QE sarebbe sostenibile, considerato che l'inflazione è ancora lontana dall'obiettivo del 2% (si veda al proposito il grafico in pagina), ma è probabile che la BCE, tenuto conto dell'avversione che tale politica ha suscitato nei paesi nordici, scelga altre strade, quali una riedizione delle aste LTRO e TLTRO.

Tali aste fornirebbero al sistema bancario l'opportunità di finanziarsi a condizioni assai più favorevoli di quelle di mercato ed eviterebbero così la stretta creditizia e la crescita degli spread, il cui contenimento sarebbe affidato agli acquisti di titoli di Stato da parte delle banche commerciali finanziate dalla banca centrale.

E' quasi superfluo osservare che una tale misura lenisce i sintomi della malattia aggravandola, poiché alimenta il circolo vizioso, più volte stigmatizzato, che lega il sistema bancario privato al debito pubblico.

Concludiamo osservando che la necessità di supportare il sistema bancario privato deriva, oltre che dalle criticità dei paesi periferici pocanzi elencate, anche da alcune situazioni di crisi osservabili nel centro dell'Eurozona, come evidenziato dalla figura.





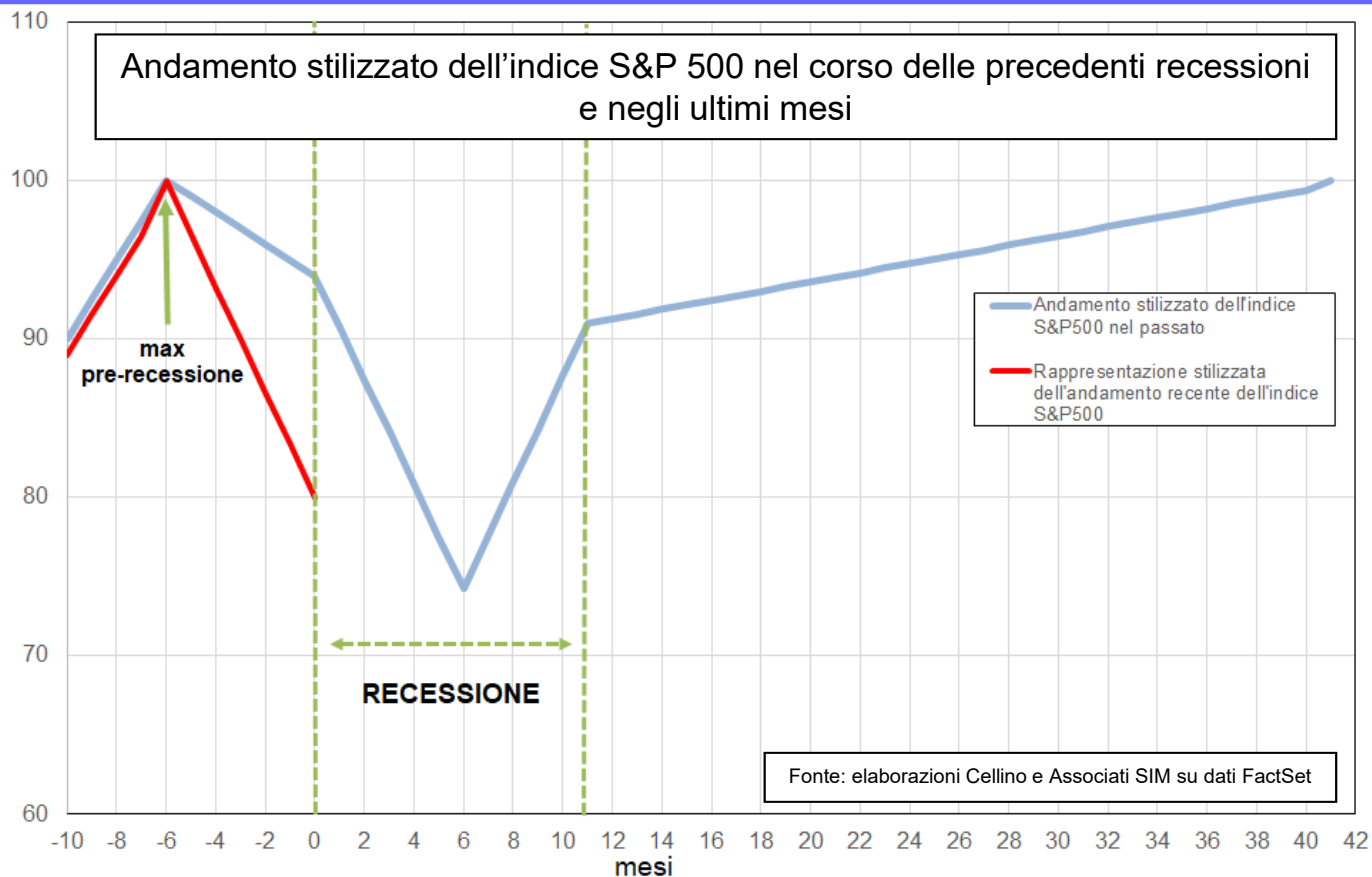
correzione dei mercati potrebbero svanire e potremmo osservare:

- un recupero dei listini azionari
- un'ulteriore riduzione dello spread italiano, grazie alla stabilizzazione del rapporto debito/PIL (propiziata anche dalle previste politiche espansive della BCE)
- un minor impatto dell'incertezza sulla Brexit
- una minore richiesta di protezionismo.

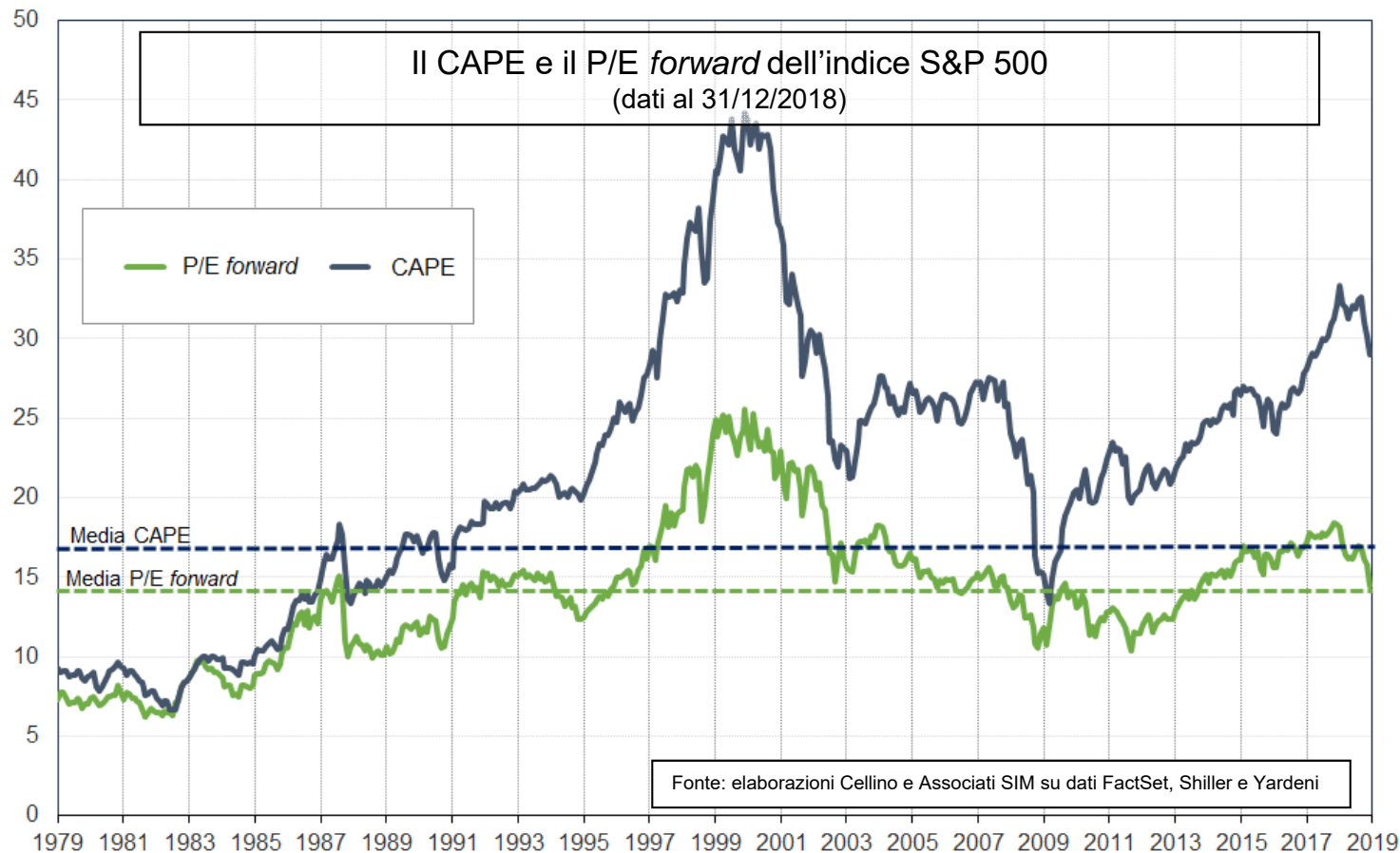
La chiave di volta è una pietra lavorata per adempiere a funzioni strutturali: posta al vertice di un arco, chiude, con la sua forma a cuneo, la serie delle altre pietre che lo compongono ed è quindi elemento indispensabile per sostenerlo, in quanto in sua assenza crollerebbe.

La chiave di volta sulla quale si basa una visione positiva del 2019 è la prosecuzione della crescita economica globale, in mancanza della quale tale visione è destinata a crollare.

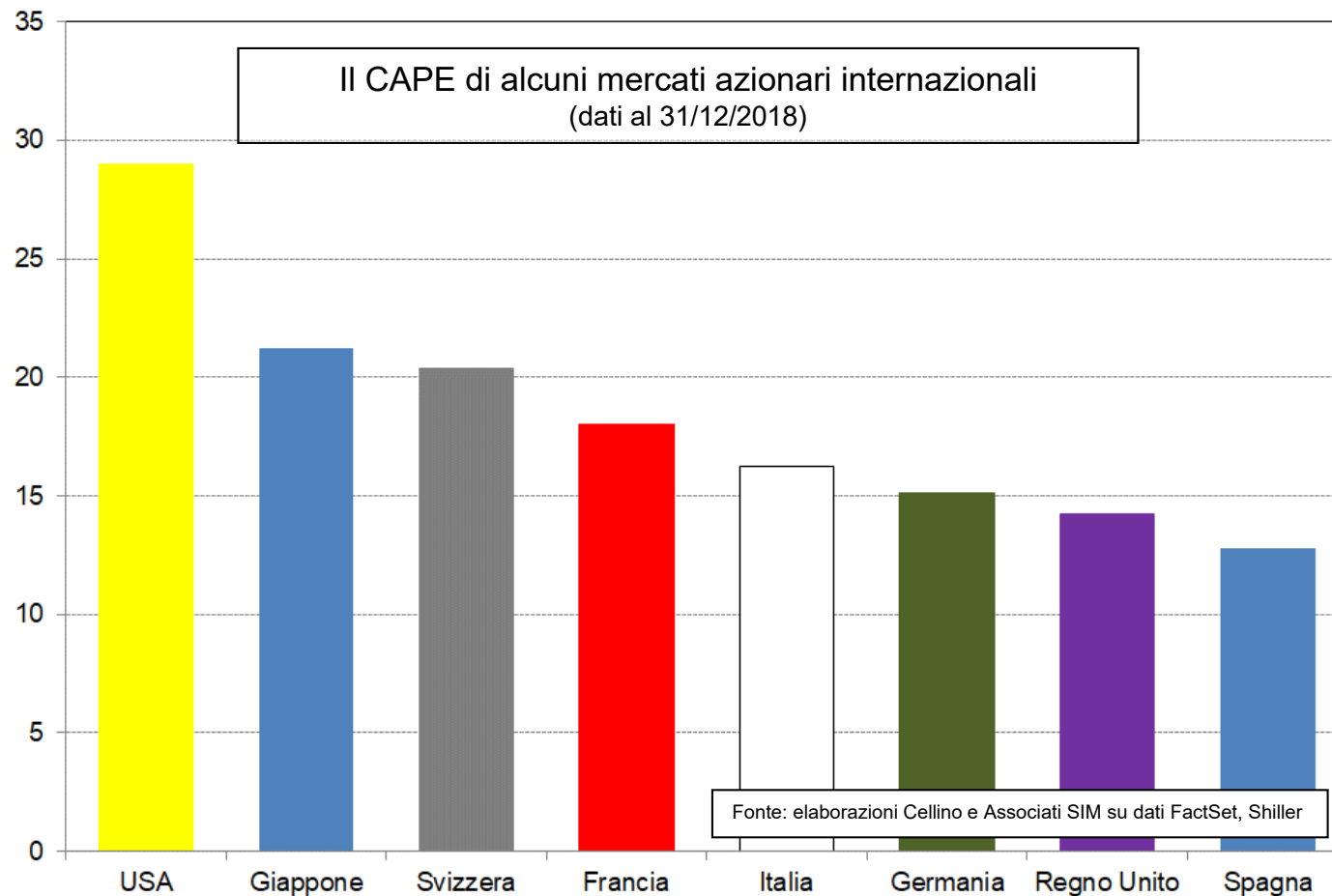
Se le economie globali, dopo la sosta oramai certificata di fine 2018, torneranno a crescere ad un ritmo fisiologico, allora molti elementi di incertezza che hanno determinato la recente



La correzione subita dal mercato USA nella seconda metà dello scorso anno, pari a quasi il 20%, è decisamente superiore alla media dei ribassi che hanno anticipato le precedenti recessioni (pari a circa il 6%) e piuttosto vicina alla perdita totale che, mediamente, l'indice S&P 500 ha subito in passato per effetto di tali eventi (pari a circa il 25%). Tale significativo ribasso, peraltro ad oggi parzialmente rientrato, non è stato comunque sufficiente ad annullare la condizione di sopravvalutazione che caratterizza l'indice S&P 500 da oramai parecchi mesi, misurabile con il rapporto prezzo/utile di lungo termine (CAPE), calcolato ponendo al denominatore la media degli utili deflazionati degli ultimi 10 anni (si veda oltre per i dettagli sul CAPE).



L'effetto del *repricing* è invece stato piuttosto incisivo se osservato attraverso il multiplo *forward*: il P/E dell'indice S&P 500, calcolato in relazione agli utili attesi per i prossimi 12, mesi si è infatti rapidamente avvicinato alla propria media storica, spingendo alcuni osservatori ad un certo ottimismo per l'anno appena iniziato. **Come detto in precedenza, tale ottimismo potrebbe risultare ben riposto se i prossimi dati macroeconomici annulleranno lo spettro di una recessione, d'altro canto, se l'economia USA non dovesse dare segni di tenuta, il mercato potrebbe dare maggior peso al CAPE, proseguendo sulla china del ribasso avviato a fine 2018.**



Gli istogrammi rappresentati in figura misurano, per alcuni fra i principali indici 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 corretti per l'inflazione. Questo aggiustamento consente di ottenere un valore dell'utile che tenga conto sia degli anni particolarmente favorevoli, sia di quelli negativi, giungendo così ad una stima dell'utile che può essere considerato «normale».

Rendimenti reali di lungo periodo storici e prospettici

	CAPE al 31/12/2018	Rendimento reale annuo <u>atteso</u> nel lungo periodo (1/CAPE)	Rendimento reale annuo <u>storico</u> (ultimi 40 anni) (*)	Differenza fra rendimento atteso e rendimento storico	Rischio (volatilità storica)
USA	29,0	3,4%	7,7%	-4,3%	16,2%
Giappone	21,2	4,7%	3,7%	1,0%	23,0%
Svizzera	20,4	4,9%	7,3%	-2,4%	21,3%
Francia	18,0	5,5%	7,0%	-1,5%	23,4%
Italia	16,2	6,2%	4,7%	1,4%	28,0%
Germania	15,1	6,6%	6,1%	0,5%	25,7%
Regno Unito	14,3	7,0%	5,4%	1,7%	15,1%
Spagna	12,8	7,8%	7,1%	0,8%	25,1%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet, Shiller

Lo stesso Shiller ha verificato che il CAPE, oscillando attorno alla propria media di lungo periodo per effetto delle variazioni del prezzo (e non dell'utile, come avverrebbe se l'ipotesi di efficienza del mercato fosse verificata), consente 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'inverso del CAPE, il cosiddetto *earnings yield*, rappresenta una buona proxy del rendimento atteso di lungo termine che, se confrontato con quello storico, può fornire un ulteriore metro per valutare l'appetibilità dell'investimento in un dato mercato in un'ottica di lungo termine. Come detto, e come si può osservare nel grafico della pagina precedente e nella tabella sopra, nonostante la consistente correzione, il mercato americano, osservato con la lente del CAPE, risulta ancora piuttosto sopravvalutato.

Risultano invece più appetibili, sia pure in modo differente, i mercati europei.

In particolare, guardando all'Europa, risulta interessante la situazione di molti titoli ciclici che, senza partire da situazioni di sopravvalutazione, hanno subito vistose correzioni ponendo, nel caso in cui le condizioni dell'economia si dovessero rivelare migliori delle attese, le premesse per possibili futuri significativi recuperi.

(*) Il dato relativo al rendimento storico del Regno Unito è riferito agli ultimi 30 anni

Rendimenti a scadenza di alcuni titoli di Stato e attese di inflazione

Emittente	Valuta	Rendimento a scadenza				Inflazione attesa (*)
		1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	
Italia	EUR	0,0%	0,9%	1,6%	2,8%	1,2%
Germania	EUR	-0,6%	-0,6%	-0,3%	0,3%	1,8%
Svizzera	CHF	-0,8%	-0,7%	-0,5%	-0,2%	0,6%
USA	USD	2,6%	2,6%	2,6%	2,8%	2,1%

Fonte: FactSet, Shiller

Keynes riteneva che la rendita costituisse un freno allo sviluppo dell'economia: per questo auspicava "l'eutanasia del *rentier*", ossia l'annullamento del rendimento privo di rischio, che avrebbe incentivato consumi ed investimenti. Grazie al QE, in Europa sono oramai alcuni anni che le condizioni del mercato obbligazionario descrivono una situazione di questo tipo e, se la BCE introdurrà le attese aste di rifinanziamento del settore bancario (LTRO e TLTRO), è probabile che tale condizione sia destinata a durare.

Ribadiamo a questo proposito la preoccupazione già espressa in passato: l'assenza di un'adeguata remunerazione priva di rischio determina, inevitabilmente, lo spostamento dei risparmiatori su attività rischiose, non sempre coerenti con la loro attitudine al rischio, e costituisce dunque una fonte di potenziale volatilità dei mercati.

(*) Media del consenso per i prossimi tre anni

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 articola in un sottopeso del mercato USA e in un sovrappeso delle altre aree geografiche.

Il mercato USA, pur partendo da condizioni di maggior sopravvalutazione, ha infatti subito meno degli altri i timori di recessione e, nel caso questi dovessero venire ridimensionati, riteniamo abbia minor margine di recupero.

I mercati azionari di Europa, Giappone e Paesi Emergenti hanno subito forti cali nel corso del 2018, dovuti sia ai timori di recessione e che a quelli di adozione di politiche protezionistiche da parte degli USA. Nel caso in cui questi due elementi di disturbo dovessero attenuarsi, esistono ampi margini di recupero per questi listini, particolarmente significativi per il comparto dei titoli ciclici.

Asset Allocation azionaria Italia

Azione	Settore	Peso	Settore	Peso FTSE MIB	Peso portaf. consigliato	Diff.
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	10,0%	Banche	23,3%	25,0%	+1,7%
Brembo	Auto	5,0%	Utilities	20,5%	12,5%	-8,0%
FCA	Auto	7,5%	Petroliero	12,7%	15,0%	+2,3%
Banca IFIS	Banche	2,5%	Industriali	10,0%	17,5%	+7,5%
Intesa Sanpaolo	Banche	12,5%	Auto	9,9%	12,5%	+2,6%
Unicredit	Banche	10,0%	Assicurazioni	8,8%	10,0%	+1,2%
Buzzi Unicem	Costruzioni	5,0%	Tecnologia	2,9%	0,0%	-2,9%
Autostrada TO-MI	Industriali	5,0%	Finanziari	2,3%	0,0%	-2,3%
BIESSE	Industriali	2,5%	Salute	2,2%	2,5%	+0,3%
CNH	Industriali	2,5%	Beni di consumo	2,1%	0,0%	-2,1%
Prima Industrie	Industriali	2,5%	Materie prime	1,7%	0,0%	-1,7%
Prysmian	Industriali	5,0%	Telecomunicazioni	1,6%	0,0%	-1,6%
ENI	Petroliero	12,5%	Alimentari	1,5%	0,0%	-1,5%
SAIPEM	Petroliero	2,5%	Costruzioni	0,4%	5,0%	+4,6%
Recordati	Salute	2,5%	Tempo libero	0,2%	0,0%	-0,2%
ENEL	Utilities	12,5%				

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.

Tale selezione è integrata da un approccio *top down*, attraverso il quale quest'anno si è scelto di privilegiare alcuni settori ciclici (petroliero, industriali, auto e costruzioni) ed alcuni titoli di medio/piccola capitalizzazione.

Sul finire del 2018, tali settori e tali titoli hanno subito significativi ribassi, dovuti ai timori di recessione e protezionismo: qualora, come riteniamo probabile, tali timori venissero fugati, nel corso del 2019 potremmo assistere ad interessanti recuperi.

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