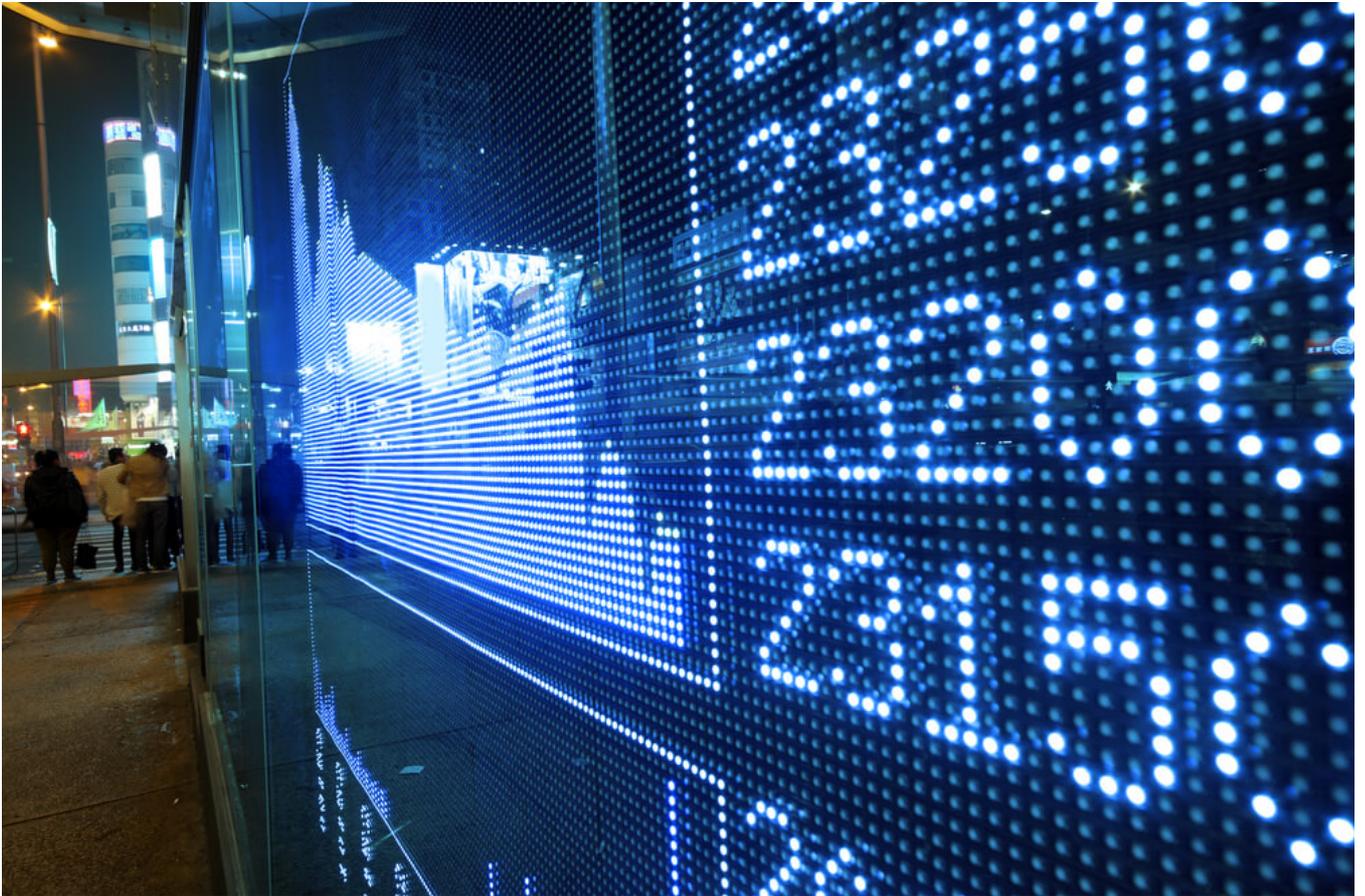




**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



# SCENARI MACRO ECONOMICI E FINANZIARI

## NOVEMBRE 2018

*Redatto il 08/11/2018*

**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto:amministrazione@gaffinosim.it)

*CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.*  
*CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007*  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



**Performances delle principali borse mondiali al 31 OTTOBRE**  
**La variazione YTD in valuta locale in penultima colonna**  
**La variazione YTD in dollari in ultima colonna**

LLP <G0> per aprire in Launchpad

Notizie ▾		Impostazioni		Indici azionari mondiali					
Standard ▾	+Attivi	Volatilità	Coeff	Future	Δ AVAT	1g ▾	%Vzn YTD	USD ▾	
<b>1) Americhe</b>		RMI	2g	Valore	Vzn net	Vzn%	Ora	%Ytd	%YtdCor
11) DOW JONES	<input type="checkbox"/>			25115.76	+241.12	+0.97%	10/31 c	+1.60%	+1.60%
12) S&P 500	<input type="checkbox"/>			2711.74	+29.11	+1.09%	10/31 c	+1.43%	+1.43%
13) NASDAQ	<input type="checkbox"/>			7305.90	+144.25	+2.01%	10/31 c	+5.83%	+5.83%
14) S&P/TSX Comp	<input type="checkbox"/>			15027.28 d	+132.78	+0.89%	10/31 c	-7.29%	-11.26%
15) S&P/BMV IPC	<input type="checkbox"/>			43942.55 d	+404.43	+0.93%	10/31 c	-10.97%	-13.69%
16) IBOVESPA	<input type="checkbox"/>			87423.55 d	+537.84	+0.62%	10/31 c	+14.43%	+1.78%
<b>2) EMEA</b>									
21) Euro Stoxx 50	<input type="checkbox"/>			3197.51	+50.38	+1.60%	10/31 c	-8.75%	-13.66%
22) FTSE 100	<input type="checkbox"/>			7128.10 d	+92.25	+1.31%	10/31 c	-7.28%	-11.61%
23) CAC 40	<input type="checkbox"/>			5093.44	+114.91	+2.31%	10/31 c	-4.12%	-9.29%
24) DAX	<input type="checkbox"/>			11447.51	+160.12	+1.42%	10/31 c	-11.38%	-16.15%
25) IBEX 35	<input type="checkbox"/>			8893.50 d	+87.40	+0.99%	10/31 c	-11.45%	-16.22%
26) FTSE MIB	<input type="checkbox"/>			19050.22	+51.42	+0.27%	10/31 c	-12.83%	-17.52%
27) OMX STKH30	<input type="checkbox"/>			1538.22	+22.22	+1.47%	10/31 c	-2.46%	-12.28%
28) SWISS MKT	<input type="checkbox"/>			9022.16 d	+167.88	+1.90%	10/31 c	-3.83%	-6.80%
<b>3) Asia/Pacifico</b>									
31) NIKKEI	<input type="checkbox"/>			21687.65 d	-232.81	-1.06%	07:15 c	-4.73%	-4.86%
32) HANG SENG	<input type="checkbox"/>			25365.35 d	+385.66	+1.54%	08:06	-15.22%	-15.50%
33) CSI 300	<input type="checkbox"/>			3177.03 d	+23.21	+0.74%	08:00 c	-21.18%	-26.21%
34) S&P/ASX 200	<input type="checkbox"/>			5840.80	+10.49	+0.18%	07:14 c	-3.70%	-11.87%

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.  
SN 145368 H266-3411-0 01-Nov-18 8:21:14 CET GMT+1:00

**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

www.gaffinosim.it

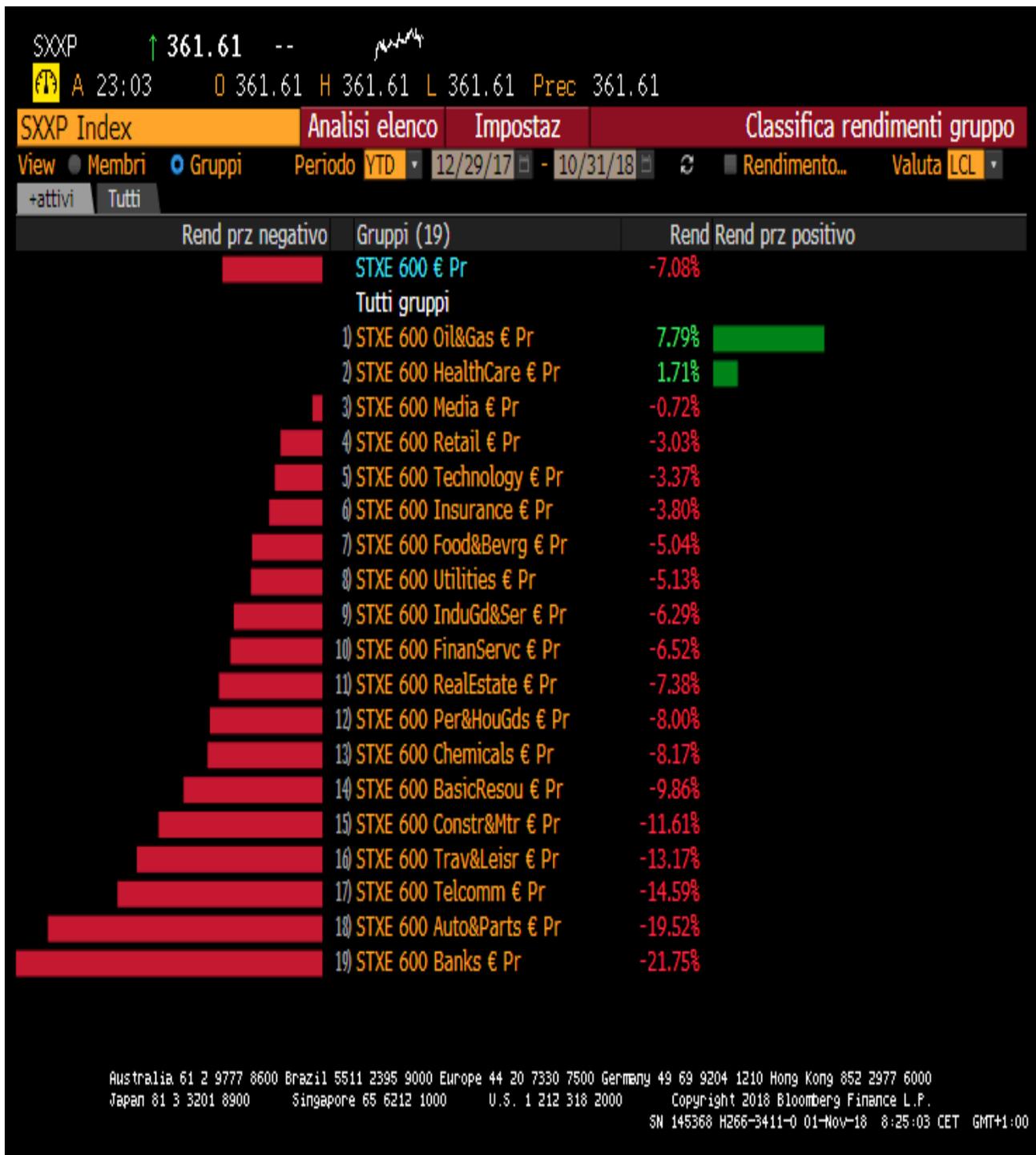
CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## Eurostoxx 600 : performances settoriali YTD



**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



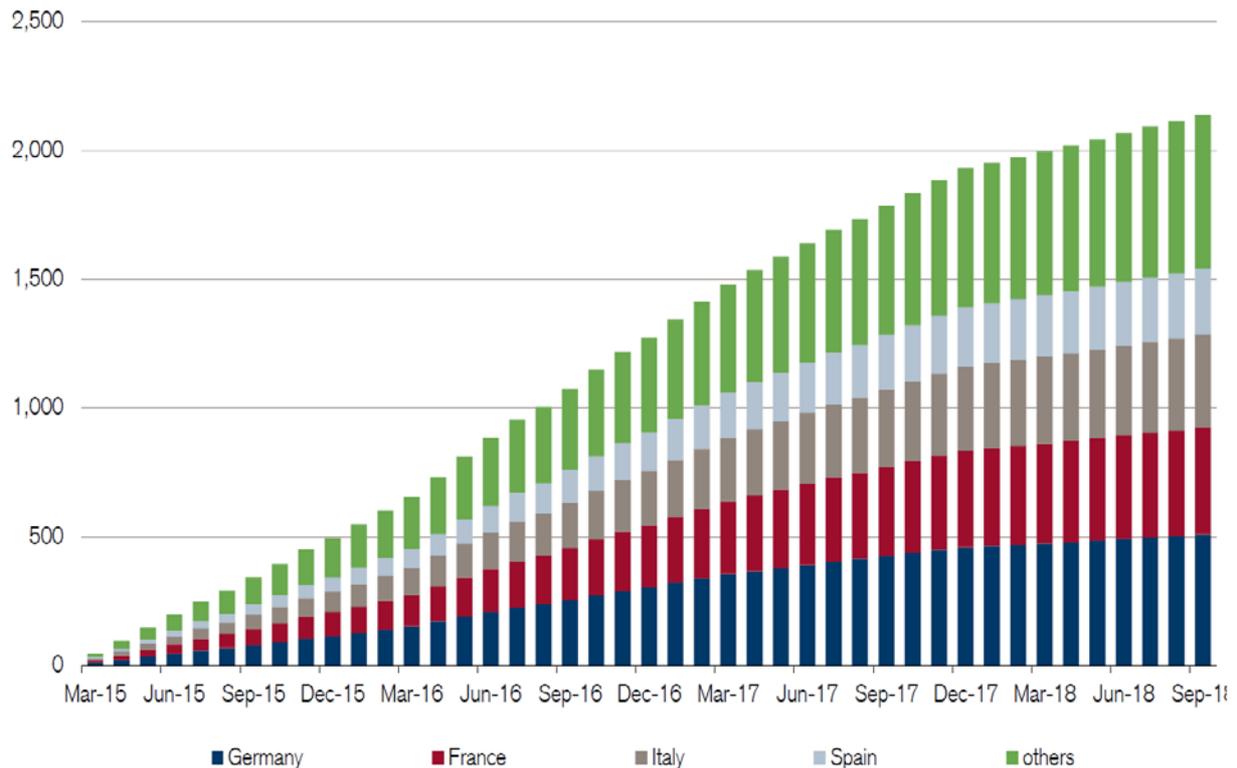
**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



**La fine del QE nel 2019 porterà ad un rialzo dei tassi?**

## ECB QE: Less net purchases, but increasing stock flow

Cumulative QE purchase amounts (in EUR bn) of government bonds



Nella tabella qui sopra elaborata da Credit Suisse, sono visibili gli acquisti cumulati nel tempo di debito governativo della BCE suddivisi per paesi di appartenenza, dal marzo 2015 al settembre 2018. Il paese che più ne ha beneficiato è stata la Germania e poi la Francia, e solo in terza istanza l'Italia. Tuttavia la fine del QE non necessariamente porterà ad un rialzo dei tassi governativi in area euro. Finché la BCE si limiterà a reinvestire il 100% dei titoli in scadenza, non dovrebbe esserci nessun rialzo indotto dalla banca centrale. Il rialzo indotto dalla BCE avverrà quando si attuerà lo "smaltimento" di circa 2.4 trilioni di euro di assets in pancia al bilancio della BCE, cioè quando la BCE (come sta facendo la FED ora) non rinnoverà o rinnoverà solo parzialmente i titoli giunti alla scadenza in portafoglio, determinando minore domanda di titoli in asta sul mercato primario. Ciò non esclude che i tassi governativi a lungo termine saliranno nel 2019, ma implica solamente che se saliranno, non sarà per colpa della BCE, ma delle aspettative inflazionistiche e di crescita dei mercati.

**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto:amministrazione@gaffinosim.it)

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## PETROLIO



**Dopo un massimo relativo a 76 dollari barile il WTI ha rotto ( per ora temporaneamente) la media mobile a 200 gg posta a 67.40 dollari . Il recupero di quota 67.40 è fondamentale per la conferma del trend rialzista innescatosi a febbraio del 2016 . In caso contrario i livelli di 60 e di 52 dollari barile diventerebbero i prossimi supporti –obbiettivo di medio e lungo termine .**

**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto:amministrazione@gaffinosim.it)

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



**STUDIO GAFFINO SIM**

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



# **PREVISIONI DI CRESCITA MONDIALE**

**Fonte :CREDIT SUISSE**

**Global Economics Quarterly**

**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto:amministrazione@gaffinosim.it)

*CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.*  
*CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007*  
*AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL*  
*27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007*  
*ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999*  
*ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA*  
*(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)*



**STUDIO GAFFINO SIM**

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



Country/economy	Real GDP growth (y/y%)			
	2016	2017	2018	2019E
<b>Global</b>	<b>2.6</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>
<b>Developed markets</b>	<b>1.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2.2</b>
<b>Emerging markets</b>	<b>4.2</b>	<b>5.0</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>
United States	1.6	2.2	2.9	2.7
Canada	1.4	3.0	2.3	2.1
Euro area	1.9	2.5	2.1	2.0
Germany	2.2	2.5	1.9	2.2
Italy	1.0	1.6	1.2	1.2
France	1.1	2.3	1.7	1.7
Spain	3.2	3.0	2.6	2.4
United Kingdom	1.8	1.7	1.2	1.5
Norway (CPI-ATE)*	1.1	2.0	2.4	2.3
Sweden (CPIF)	2.5	2.4	2.5	2.2
Switzerland	1.6	1.6	2.7	1.7
Japan (CPI ex fresh food)	1.0	1.7	1.3	1.0
Australia	2.6	2.2	3.2	2.8
New Zealand	4.1	2.7	2.8	2.9
<b>Non-Japan Asia</b>	<b>6.0</b>	<b>6.1</b>	<b>6.0</b>	<b>5.7</b>
China	6.7	6.9	6.6	6.2
Hong Kong	2.2	3.8	3.6	2.7
India (fiscal year)	7.1	6.7	7.4	7.2
Indonesia	5.0	5.1	5.2	5.0
Singapore	2.4	3.6	3.2	2.7
South Korea	2.9	3.1	2.8	2.8
Thailand	3.3	3.9	4.4	3.8
Malaysia	4.2	5.9	5.1	5.0
Taiwan	1.4	2.9	2.9	2.1
Philippines	6.9	6.7	6.3	6.5
<b>EEMEA</b>	<b>1.4</b>	<b>3.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.1</b>
Czech Republic	2.5	4.3	3.5	3.4
Hungary	2.2	4.0	4.2	3.2
Poland	3.0	4.7	4.7	4.0
Russia	-0.2	1.5	1.6	1.4
Turkey	3.2	7.4	3.5	0.7
Ukraine	2.4	2.5	3.2	3.1
Israel	3.9	3.5	3.5	3.4
South Africa	0.6	1.3	0.9	1.8
Nigeria	-1.6	0.8	2.4	3.0
<b>Latin America</b>	<b>-0.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>
Argentina	-1.8	2.9	-2.0	0.0
Brazil	-3.5	1.0	1.8	2.3
Chile	1.3	1.5	4.0	3.4
Colombia	2.0	1.8	2.7	3.1
Ecuador	-1.2	2.4	0.7	0.4
Mexico	2.9	2.0	2.0	1.8
Peru	4.0	2.5	4.0	3.6

**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.

CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007

AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL

27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007

ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999

ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA

(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

## SCENARIO MACRO-ECONOMICO

In queste settimane assistiamo ad una dicotomia profonda tra due forze opposte nei mercati finanziari di tutto il mondo.

Da una parte ci sono robusti utili societari, e una solida crescita economica ( soprattutto in USA) .

Dall' altra parte ci sono le guerre commerciali innescate da Trump , che per parte loro stanno contribuendo a amplificare gli effetti del costante ritiro della liquidità da parte della Fed statunitense dal sistema globale. E in Europa assistiamo alla preoccupante ascesa dei timori sulla instabilità politica italiana e di un eventuale Ital-exit .

La tensione tra queste forze opposte è destinata a proseguire nei prossimi mesi. Il ritmo con il quale il bilancio della Fed dovrebbe ridursi ha raggiunto il picco ad inizio ottobre; nel frattempo, il programma di acquisto di attivi della Banca Centrale Europea giungerà al termine a fine anno.

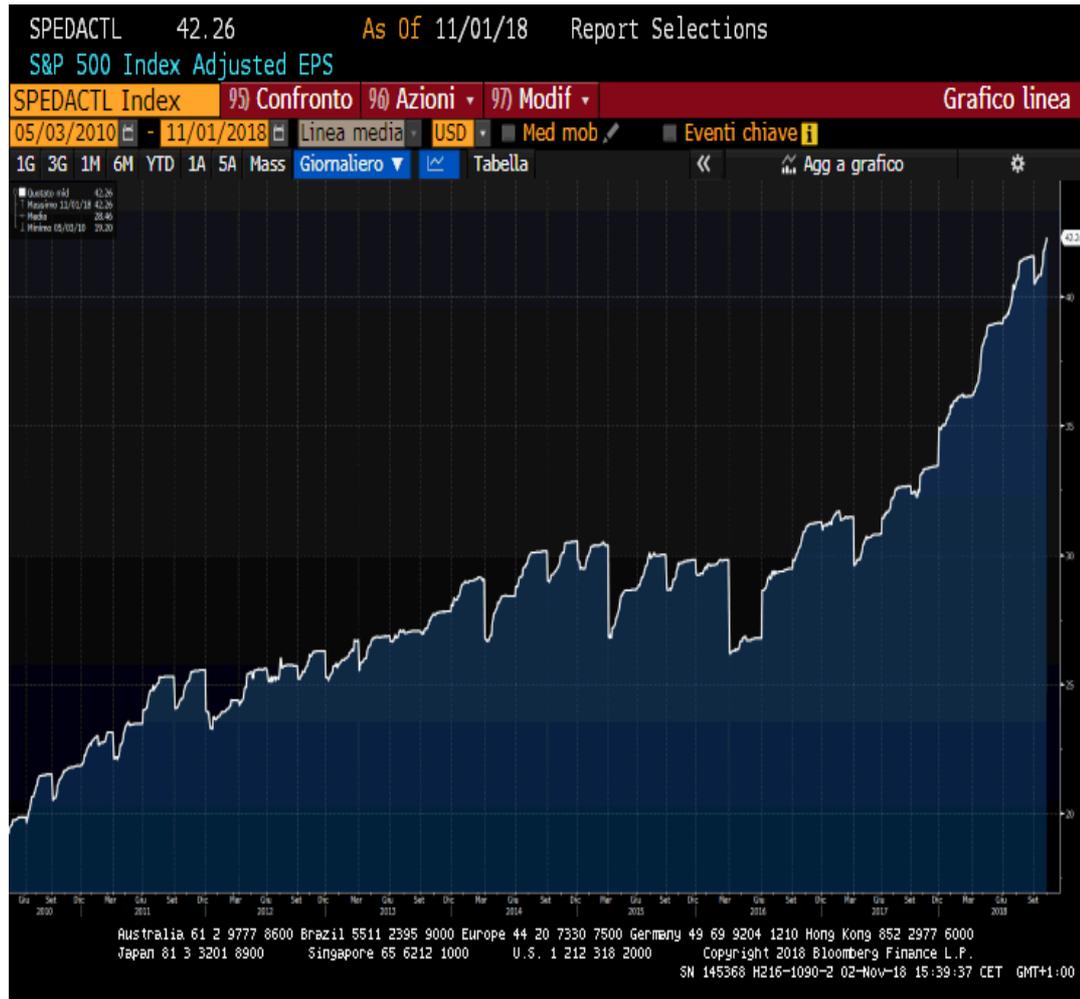
E sebbene gli utili societari continueranno a crescere, ci sono segnali di un possibile rallentamento del ritmo di crescita dei profitti ( EPS earning per share ) . Un minor slancio, forse prevedibile, dato l' esuberante vigore del ritmo di espansione degli utili nel biennio 2017-2018 che si sta appena concludendo.



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## EPS indice SP500 2010-2018



**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

**SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE**

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto:amministrazione@gaffinosim.it)

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

Certamente gli elementi propulsivi dei profitti delle aziende USA sono offerti dal programma di stimolo fiscale statunitense, che raggiungerà il massimo (secondo Credit Suisse) nel primo trimestre del 2019, e dalla moderazione del governo cinese a ridurre la leva finanziaria dell'economia, dopo la comparsa di segnali di un indebolimento della crescita. Anche il governo cinese, peraltro, sta mettendo in cantiere misure di alleggerimento delle tasse sui consumi finali e sui dazi all'importazione nei confronti degli esportatori dell'area euro e sud-est asiatico.

In area euro invece abbiamo i primi segnali di un rallentamento del tasso di crescita dell'economia, come segnalato dagli indicatori anticipatori (indagine PMI) che sono in discesa da circa 5 mesi.

Allarmante l'ultimo dato sul PIL italiano del 3° trimestre (crescita zero in Italia) e quello relativo al PMI per l'economia italiana che, al di sotto di 50 (esattamente 49.2) segnala un ingresso nella recessione per il primo semestre del 2019: per averne conferma abbiamo però bisogno che l'indicatore in questione stia stabilmente al di sotto di 50 per i prossimi 3 mesi e che non sia una discesa momentanea.



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## INDICATORI PMI AREA EURO (L.BIANCA) E ITALIA (L.GIALLA) ANNO 2018

La linea orizzontale (livello 50 ) segna la demarcazione tra crescita e recessione



**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto:amministrazione@gaffinosim.it)

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

USA ed Area Euro sono quindi su binari differenti. Fa bene dunque la FED ad alzare i tassi di interesse? Certamente sì.

La stretta monetaria e il rallentamento della creazione di credito negli Stati Uniti (perché si alza il costo del denaro) saranno compensati da massicci afflussi di liquidità nel Paese dal resto del mondo.

Non è solo una questione di rimpatrio dall'estero della liquidità da parte delle aziende statunitensi. Gli investitori in tutto il mondo comprano Treasury e Azioni americane perché sono concentrati sui solidi utili societari americani, sul dollaro forte e sulla prospettiva di crescita dei rendimenti delle obbligazioni statunitensi.

Questi flussi aiutano a spiegare perché il mercato azionario statunitense è stato così vigoroso quest'anno, mentre quelli del resto del mondo sono stati in affanno.

Infatti, gli ultimi dati usciti il 2 novembre (salari non agricoli, disoccupazione, paga media oraria) segnalano che non solo l'economia americana è in ottima forma, con una disoccupazione al 3.7% (minimo da 50 anni a questa parte) ma che l'inflazione è solo agli inizi, perché ora sta salendo finalmente anche la paga media oraria, un fattore che era rimasto depresso e che alimenta nel medio periodo i consumi e quindi il livello dei prezzi al consumo.

Che cosa sta succedendo? Se prima l'offerta di lavoro era abbondante la disoccupazione poteva scendere senza contraccolpi sull'inflazione, ora (con una disoccupazione discesa a livelli minimi incompressibili) l'offerta di lavoro diventa scarsa rispetto alla domanda e gli imprenditori sono disposti a pagare di più gli operai pur di avere le risorse a disposizione per espandere l'attività industriale.

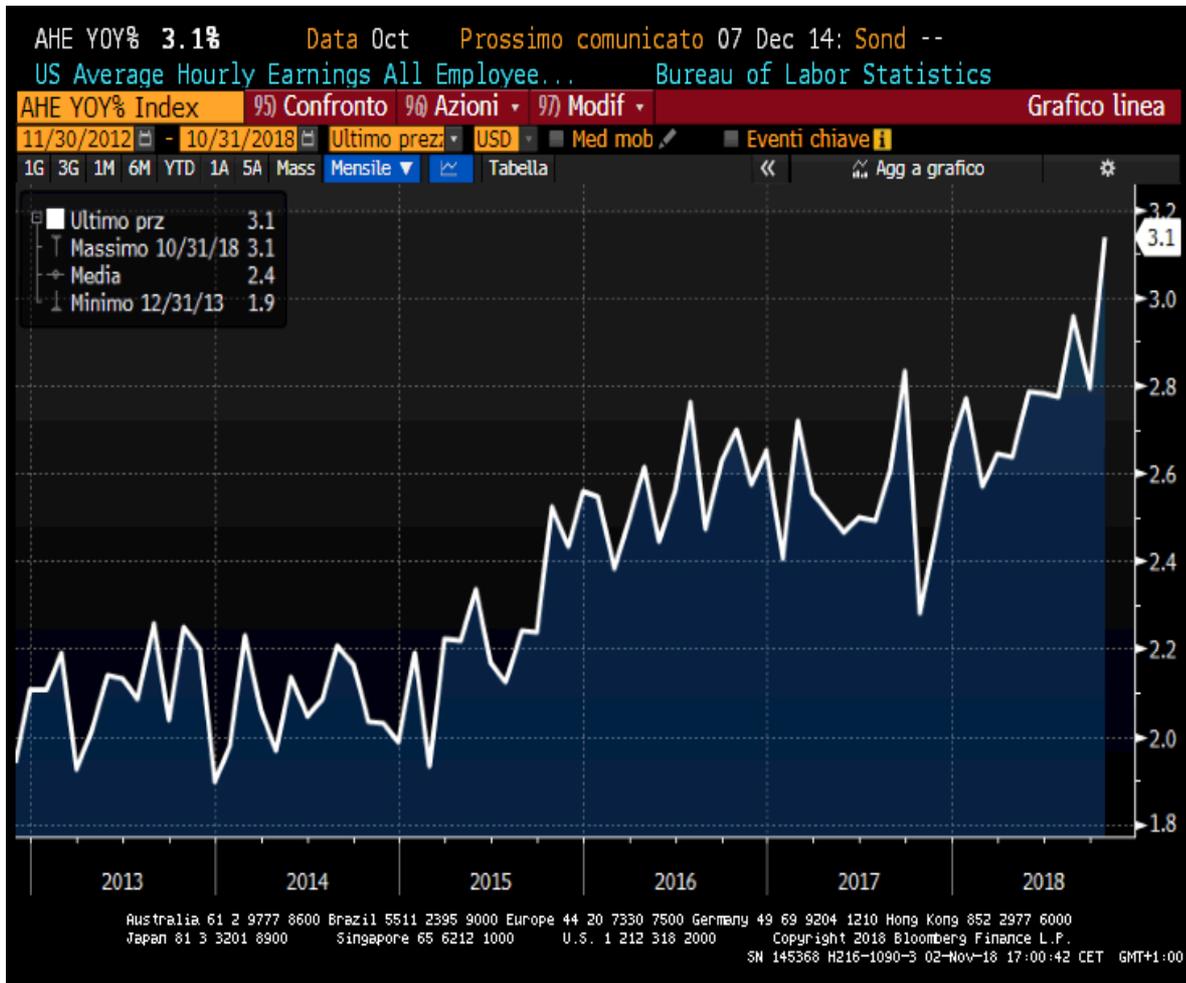
Quindi la FED continuerà ad alzare i tassi e il dollaro continuerà a rafforzarsi, perché è l'evoluzione naturale degli eventi (più reddito = più consumi = più inflazione), e non frutto della speculazione dei mercati.



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## USA. TASSO DI CRESCITA DEL SALARIO MEDIO ORARIO PERIODO: DAL 2013 AL 2018



**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto:amministrazione@gaffinosim.it)

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

Al di fuori dell'economia italiana, ( di cui parleremo nel paragrafo seguente ) , continuiamo a ritenere che vi possa essere valore sull'azionario europeo, ingiustamente maltrattato a nostro parere nel mese di Ottobre perche' ostaggio delle paure inerenti la guerra commerciale tra Cina e USA , un conflitto oramai in atto da gennaio di quest' anno .

Il mercato azionario europeo è infatti caratterizzato da un minore profilo di rischio rispetto ai Paesi emergenti (qualora la FED dovesse continuare ad alzare i tassi di interesse e il dollaro USA dovesse continuare ad apprezzarsi) e valutazioni meno "tirate" rispetto al mercato USA.

Oltretutto le migliori valutazioni relative (P/E e dividend yield) dei mercati europei si affiancano anche a volatilità intrinseca (cioè quella storica) più bassa rispetto alla volatilità storica degli indici americani , come si può evincere dalla tabella sottostante.



**STUDIO GAFFINO SIM**

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## INDICI AZIONARI MONDIALI: VOLATILITA' STORICA, P/E E DIVIDEND YIELD

LLP <GO> per aprire in Launchpad

Notizie ▾		Impostazioni		Indici azionari mondiali							
Standard ▾	<input type="checkbox"/> +Attivi	<input checked="" type="checkbox"/> Volatilità	<input checked="" type="checkbox"/> Coeff	<input type="checkbox"/> Future	<input type="checkbox"/> Δ AVAT	1g ▾	%Vzn YTD ▾	USD ▾			
1) Americhe	2g	Valore	Vzn net	Vzn%	Vol 10g	Vol 30g	P/E	FY1 stm	FY2 stm	RndDv	
11) INDU		25270.83	-109.91	-0.43%	23.19	19.47	17.02	15.85	14.53	2.20	
12) SPX		2723.06	-17.31	-0.63%	26.71	20.76	18.81	16.68	15.22	1.94	
13) CCMP		7356.99	-77.06	-1.04%	38.87	28.59	40.91	21.45	18.82	1.07	
14) SPTSX		15119.28 d	-30.87	-0.20%	18.62	13.72	16.44	14.43	12.80	3.11	
15) MEXBOL		45446.83 d	+1504.28	+3.42%	33.26	20.83	18.91	15.46	13.44	2.33	
16) IBOV		88419.05 d	+995.50	+1.14%	32.40	30.76	20.37	13.23	10.60	3.21	
2) EMEA											
21) SX5E		3219.42	+5.01	+0.16%	12.30	14.60	15.30	13.49	12.18	3.69	
22) UKX		7098.00 d	+3.88	+0.05%	11.62	12.47	15.29	12.62	11.73	4.54	
23) CAC		5106.16	+4.03	+0.08%	17.14	16.59	15.45	13.63	12.46	3.38	
24) DAX		11522.71	+3.72	+0.03%	13.72	15.94	13.97	12.63	11.35	3.20	
25) IBEX		9030.20 d	+37.20	+0.41%	11.15	14.24	13.04	11.98	11.05	4.26	
26) FTSEMIB		19308.05	-82.29	-0.42%	19.07	21.66	10.69	10.56	9.22	4.16	
27) OMX		1540.63	-10.77	-0.69%	16.59	16.14	15.85	15.22	13.90	4.41	
28) SMI		8996.36 d	+4.06	+0.05%	13.59	15.12	23.92	15.94	14.33	3.33	
3) Asia/Pacifico											
31) NKY		21898.99 d	-344.67	-1.55%	31.90	24.84	15.60	15.64	13.74	1.99	
32) HSI		25934.39 d	-551.96	-2.08%	31.12	27.56	9.82	10.85	9.76	3.86	
33) SHSZ300		3262.84 d	-27.41	-0.83%	29.06	35.09	12.03	11.32	9.88	2.44	
34) AS51		5818.14	-31.06	-0.53%	19.59	15.78	16.13	14.82	14.04	4.54	

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.  
 SN 146368 H261-1753-1 05-Nov-18 11:59:53 CET GMT+1:00

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

www.gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

Quindi, la scelta di mantenere sostanzialmente invariato il peso dell'equity estero rispetto alla quota di azionario italiano deriva dall'osservazione che la crescita dell'economia mondiale dovrebbe rimanere, per il momento, ancora sostenuta nonostante la continua escalation degli attriti commerciali tra Stati Uniti e Cina.

Il ciclo economico sembrerebbe in grado di poter mantenere il proprio slancio, con un'inflazione globale ancora contenuta, prezzi delle materie prime gestibili, crescita dei salari modesta (eccetto che negli USA), capacità produttiva non satura, utili aziendali previsti sempre in crescita del +10 / +15% su scala globale e valutazioni (al netto del mercato americano) non elevate.

Il rapporto prezzo/utili delle azioni globali, dopo lo storno del mese di Ottobre, si è posizionato su valori più "terreni" (per l'indice MSCI con ticker "MXWO" al 2 novembre 2018 è pari a 15,4x contro una media trentennale di 18,3x), e ciò esclude che siamo in territorio di bolla speculativa.

Tuttavia, in questo quadro ancora generalmente positivo, i maggiori rischi sono rappresentati dalla possibile escalation delle tensioni commerciali tra USA e Cina (con possibile ulteriore svalutazione dello yuan – già in calo del 9% da aprile – quale fattore riequilibrante dei dazi commerciali), tensioni in grado di danneggiare non solo entrambe le economie ma di impattare negativamente sulle intere catene logistiche globali.

Un altro fattore di rischio da non sottovalutare è dato dalla stretta monetaria della FED, che seppur giustificata dalle considerazioni iniziali dello scenario macro-economico, possa diventare superiore a quanto ad oggi ipotizzabile. La Federal Reserve ha appena alzato i tassi d'interesse di ulteriori 25 punti base (terza stretta del 2018 ed ottava da dicembre 2015) e si prevede un nuovo intervento per fine 2018 e tre successivi rialzi nel corso del 2019.

Riteniamo che, a fronte degli attuali rischi di mercato (aggravamento delle tensioni USA Cina con ripercussioni globali; rallentamento improvviso del ciclo economico soprattutto in eurozona; estensione del differenziale tassi tra euro e dollaro; eventuale recrudescenza della crisi debitoria italiana in eurozona; aggravamento delle tensioni finanziarie nei Paesi emergenti), la diversificazione valutaria sul dollaro USA, già iniziata all'inizio del terzo trimestre, possa essere reiterata con convinzione.

**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto:amministrazione@gaffinosim.it)

*CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.*  
*CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007*  
*AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL 27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007*  
*ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999*  
*ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA (ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)*



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## INDICI DI VOLATILITA' VIX (SP500) E V2X (STOXX50) YTD



**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto:amministrazione@gaffinosim.it)

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

## LA SITUAZIONE ITALIANA

Raramente dedichiamo all' Italia un capitolo a parte nelle relazioni introduttive ai Comitati di Gestione , ma in questa sede riteniamo opportuno farlo , alla luce della sempre maggiore importanza che l' instabilità politica italiana sta assumendo in Europa e nei mercati obbligazionari mondiali .

L'ultimo trimestre dell'anno si apre, per l'economia italiana, nel peggiore dei modi. I dati relativi a PIL del 3° trimestre sono stati deludenti , perché segnalano crescita zero e, congiuntamente all' andamento degli indicatori PMI al di sotto di 50 , introducono un'ipotesi recessiva per il 1° semestre 2019 non lontana dalla realtà' .

Il disegno di un deficit/PIL del 2.4% proposto dal Governo appare quindi assolutamente irrealizzabile, soprattutto in virtù' di un DEF che non contiene misure volte ad un aumento dell' occupazione o degli investimenti industriali.

Il deficit /PIL più' probabilmente raggiungerà' il 3% a fine 2019, non tanto per una espansione della spesa , ma piuttosto per un problema del "denominatore" : la scarsa crescita, se non una recessione, del PIL italiano e , al numeratore, la spesa per interessi su un debito pubblico mostruoso, spesa che a fine 2019 oltrepasserà' i 70 mld di euro ( previsioni bankitalia) .

La decisione dell'esecutivo di varare una manovra finanziaria da 33,5 miliardi di cui 27 in maggior disavanzo, portando conseguentemente il deficit al 2,4% di PIL a fronte di un obiettivo "tecnico" che avrebbe dovuto essere contenuto entro l'1,6%, rischia di generare, inevitabilmente, una forte contrapposizione con Bruxelles (con la possibilità di subire una procedura comunitaria formale di infrazione per deficit eccessivo) ed ha già' prodotto declassamenti del merito creditizio da parte delle agenzie di rating.

Il rialzo dello spread da quota 120 di fine aprile a quota 300 di fine ottobre inoltre farà' lievitare di circa 4MLD di euro la spesa per interessi da novembre 2018 a dicembre 2019 , a fronte dei 410MLD di euro di titoli e cedole in scadenza per lo stesso periodo .

L' Italia si avvia così in un sentiero di stagnazione -recessione e contemporaneamente di tassi di interesse in rialzo a causa delle vendite di BTP degli investitori stranieri : il mix più "velenoso " che si potesse immaginare per lo sviluppo della nostra economia domestica nel prossimo biennio .

D' altronde, lo scontro frontale tra Governo Giallo -Verde e la UE sulla non ottemperanza degli obblighi relativi al trattato di Maastricht rischia di protrarsi nel tempo .

Le conseguenze rischiano di essere pesanti per i nostri mercati (azionario ed obbligazionario) tenuto anche conto del contesto internazionale che, al momento, segnala latenti incrementi dei tassi di rendimento sugli strumenti obbligazionari a livello mondiale : la risalita italiani , non solo governativi ma anche , e soprattutto, degli emittenti corporate) .

E questo accade contemporaneamente alla riduzione prospettica non indifferente della liquidità disponibile sui mercati per il venir meno delle politiche monetariamente espansive fin qui adottate dalle Banche Centrali ( in primis FED e BOE ). Ma , soprattutto, accade contemporaneamente all'azzeramento imminente (dal 1° gennaio 2019) degli interventi in acquisto, da parte della BCE, sui titoli del debito pubblico dell'eurozona.

Non serve ricordare che il QE era stato quel fattore che in questi ultimi anni aveva contribuito, non poco, ad allentare le pressioni proprio sul nostro debito pubblico. Le aspettative sul mercato italiano dei titoli di Stato sono quindi ora inevitabilmente rivolte verso uno spread in grado di portarsi stabilmente nella fascia 300/350 punti rispetto al decennale tedesco mentre sul mercato azionario il peso dei comparti bancario ed assicurativo, grandi detentori di titoli di Stato, rischia di aggravare un quadro già di per sé significativamente deteriorato.

I risultati degli stress test dell' E.B.A. dei primi giorni di novembre hanno placato solo temporaneamente le tensioni sui nostri BTP, riportando lo spread in area 295-300 bps, ma forse si tratta di un evento di breve durata e non anticipatore di una inversione del trend .

Dando uno sguardo al nostro mercato domestico, in cinque mesi l' indice FTSEMIB è passato da una performance positiva del +10% YTD calcolata al 7 maggio 2018 , ad una performance YTD negativa del al -13% calcolata al 31 di ottobre .

La fuga dall' Italia la si puo' notare anche nei dati delle vendite nette sul debito pubblico italiano effettuate da investitori stranieri dal gennaio 2018 al settembre 2018 : -65MLD di euro secondo i dati di Bankitalia.

I timori degli investitori stranieri sono giustificati. In una cornice di elevata incertezza istituzionale appare obiettivamente difficile ipotizzare che una maggiore spesa "assistenziale" e non produttiva possa essere in grado di stimolare un'attività economica che in dieci anni ha perso 1 / 4 circa della propria capacità produttiva e che sta già fornendo segnali di un possibile nuovo rallentamento congiunturale ( ribadiamo il dato del PIL 3° trimestre a crescita zero e l' indicatore anticipatore PMI al di sotto di 50 , che statisticamente è predittivo di una recessione entro 6 mesi ).

La nostra strategia di mantenere nulla l' esposizione ai titoli di stato italiani e ridurre fortemente l' esposizione alle obbligazioni bancarie italiane ( seppur al caro prezzo di una illiquidita' molto seria ) è quindi destinata a durare nel tempo .

Così anche l' esposizione al mercato azionario italiano , scesa al di sotto del 10% mediamente ( al 9.7% sulla Sicav FREDERIK) è destinata a rimanere tale fintantoche' non si siano diradate le nubi dell' incertezza politica ed economica nel nostro Paese.



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## SPREAD BTP-BUND DA GENNAIO A OTTOBRE 2018



**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

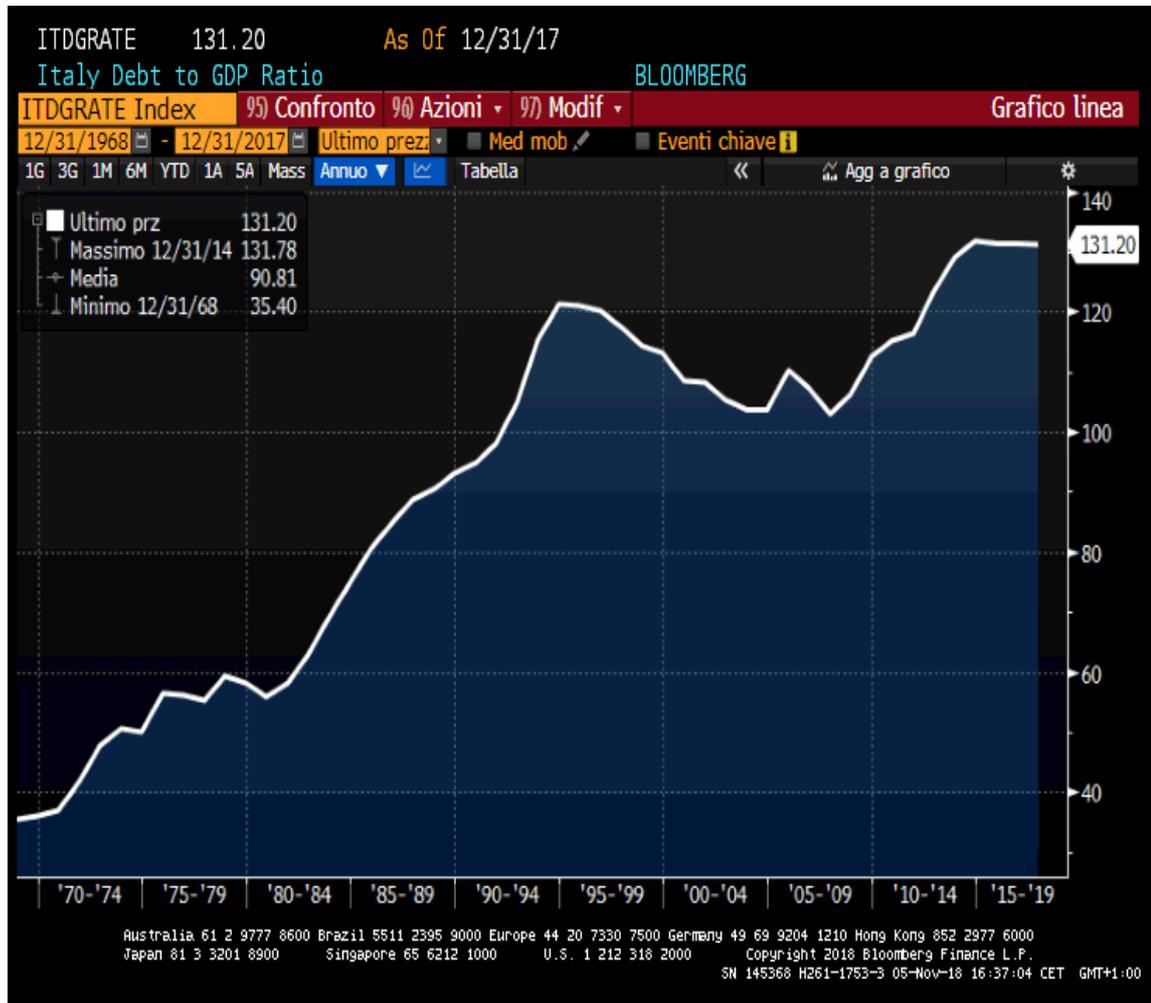
CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## ITALIA: RAPPORTO DEBITO /PIL DAL GEN.1968 AL DIC. 2017



**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministr@zazione@gaffinosim.it](mailto:amministr@zazione@gaffinosim.it)

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## DEBITO/PIL (LINEA BIANCA ) E SPESA INTERESSI/PIL (L.GIALLA ) IN ITALIA DAL 1999 AL 2017:

**GLI EFFETTI BENEFICI DEL Q.E. SI MANIFESTANO IN UNA COMPRESIONE DELLA SPESA PER INTERESSI E IN UNA STABILITA' DEL RAPPORTO DEBITO/PIL DAL 2014 PER 3 ANNI DI SEGUITO. CHE COSA SUCCEDERA' A PARTIRE DAL GENNAIO 2019 QUANDO LA BCE SMETTERA' DI COMPRARE TITOLI OBBLIGAZIONARI?**



**L' intervento della BCE con il suo QE è stato oltremodo salutare per le finanze pubbliche italiane, se si osserva l' andamento del rapporto debito /PIL (in fase laterale dal 2014 al 2017) e della spesa per interessi/PIL (iin fase calante dal 2012 ad oggi, cioè dal famoso discorso del "Whatever it takes di Draghi di fine luglio 2012) ). Infatti se non ci fosse stato il quantitative easing deciso da Draghi nel 2014 è ipotizzabile che sia il primo che il secondo grafico avrebbero avuto trend sovrapponibili e in forte rialzo.**

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

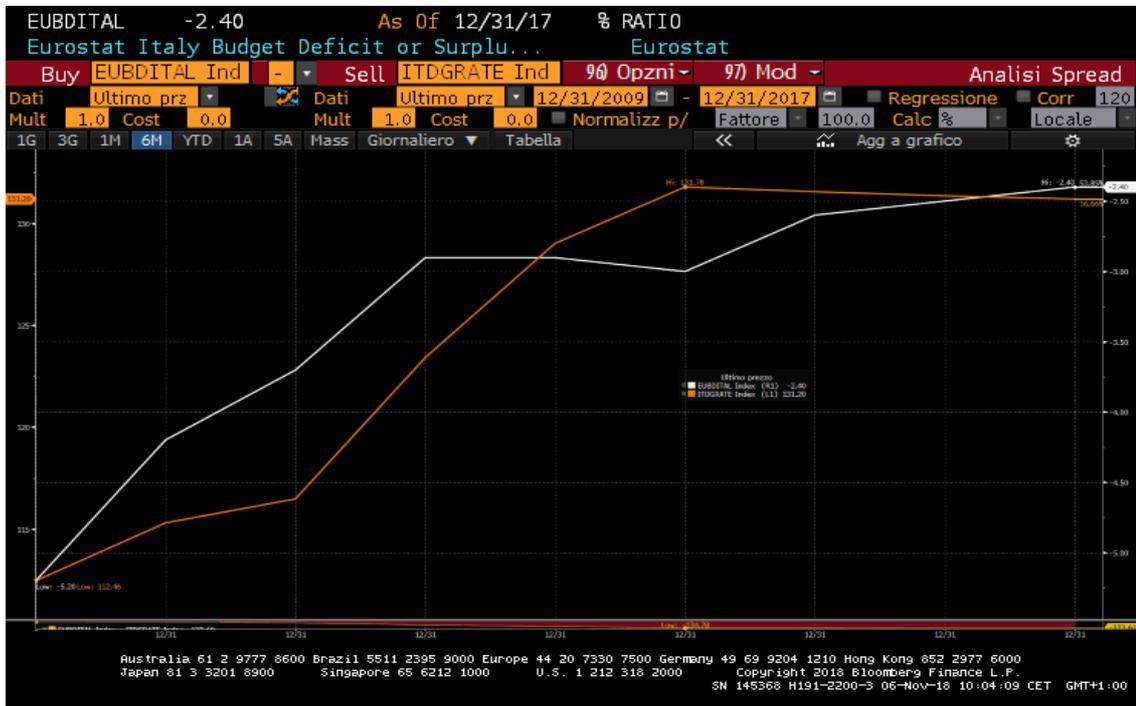
CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## DEFICIT /PIL E DEBITO/PIL IN ITALIA DAL 2009 AL 2017 : IL PROBLEMA DELLA SOSTENIBILITA'



In questo grafico c'è un raffronto tra il rapporto deficit/PIL (linea bianca) e il debito/PIL (linea arancione) in un arco di tempo più breve rispetto al grafico della pagina precedente e cioè dal 2009 al 2017. Si evidenzia come il rapporto deficit/PIL sostanzialmente stabile dal 2014 al 2017 (effetto della contrazione della spesa per interessi di cui alla tabella precedente) accompagna la stabilità del rapporto debito/PIL attorno a 130%. Cosa accadrà nel 2019? È probabile che lo sfioramento del deficit/PIL al 2.4% voluto dal governo Lega-M5S (cioè un maggior disavanzo primario) si sommerà ad un aumento della spesa per interessi imposto dai mercati (cioè un maggior disavanzo secondario dovuto ad un aumento dello spread BTP-BUND attorno ai 300bps) e genererà più debito. A quel punto il debito/PIL si muoverà autonomamente, cioè la spesa per interessi sarà ben oltre i 65MLD di euro del 2018 e renderà impossibile un "rientro" del deficit/PIL al 2.1% nel 2020 e del 1.8% nel 2021. Del resto, sarà impossibile rispettare questi target non solo per i problemi al "numeratore", ma anche per colpa del "denominatore": la crescita del PIL al 1.5% nel 2019 e dell'1.6% nel 2020 sono target molto ottimisti del governo attuale, dopo gli ultimi dati sul PMI sul PIL 3° trimestre e dopo che il DEF ha disegnato una politica economica basata sull'"assistenzialismo" e non sulla crescita occupazionale e sugli investimenti.

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

## Disclaimer

IL CONTENUTO DELLE PAGINE PRECEDENTI È STATO PREDISPOSTO DA STUDIO GAFFINO SIM. STUDIO GAFFINO SIM È UN INTERMEDIARIO AUTORIZZATO AI SENSI DI LEGGE, CON DELIBERA CONSOB 12635/2000.

CON QUESTO DOCUMENTO STUDIO GAFFINO PROPONE ALLA VALUTAZIONE DELL'UTENTE INFORMAZIONI DESUNTE DA FONTI RITENUTE AFFIDABILI NEL SISTEMA DEI MERCATI FINANZIARI, E OVE LO RITENGA OPPORTUNO, LA PROPRIA OPINIONE IN MERITO, CON EVENTUALI COMMENTI (NOTE, OSSERVAZIONI, VALUTAZIONI). SI EVIDENZIA CHE LE INFORMAZIONI RIPORTATE, COMUNICATE IN BUONA FEDE E SULLA BASE DEI DATI DISPONIBILI ALLA DATA DI REDAZIONE DEL DOCUMENTO, POTREBBERO NON ESSERE ESATTE, COMPLETE O AGGIORNATE E SONO SUSCETTIBILI DI VARIAZIONI, ANCHE SENZA PREAVVISO, IN QUALUNQUE MOMENTO.

QUESTO DOCUMENTO NON PUÒ IN ALCUN MODO ESSERE CONSIDERATO COME OFFERTA DI VENDITA O DI SOTTOSCRIZIONE O DI SCAMBIO, O COME SOLLECITAZIONE ALL'ACQUISTO, ALLA SOTTOSCRIZIONE O ALLO SCAMBIO DI STRUMENTI FINANZIARI O IN GENERE ALL'INVESTIMENTO, NÉ COSTITUISCE CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI IN STRUMENTI FINANZIARI.

STUDIO GAFFINO, PERTANTO, NON È RESPONSABILE DEGLI EFFETTI DERIVANTI DALL'UTILIZZO DI QUESTO DOCUMENTO.

LE INFORMAZIONI RESE DISPONIBILI ATTRAVERSO IL PRESENTE DOCUMENTO NON DEVONO ESSERE INFATTI INTESE COME UNA RACCOMANDAZIONE O UN INVITO A COMPIERE UNA PARTICOLARE TRANSAZIONE O COME SUGGERIMENTO A PORRE IN ESSERE UNA DETERMINATA OPERAZIONE. CIASCUN INVESTITORE DOVRÀ FORMARSI UN PROPRIO AUTONOMO CONVINCIMENTO BASATO ESCLUSIVAMENTE SULLE PROPRIE VALUTAZIONI IN MERITO ALL'OPPORTUNITÀ DI EFFETTUARE INVESTIMENTI. LA DECISIONE DI EFFETTUARE QUALUNQUE OPERAZIONE FINANZIARIA È A RISCHIO ESCLUSIVO DEI DESTINATARI DELLA PRESENTE INFORMATIVA.

**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.**

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto:amministrazione@gaffinosim.it)

*CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.*

*CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007*

*AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL 27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007*

*ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999*

*ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA (ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)*