

The background features a complex financial visualization. On the left, there's a vertical bar chart with blue bars of varying heights. In the center, a line graph with a white line is overlaid on a grid. To the right, another line graph with a blue line is visible. The overall color palette is dominated by blue and orange tones. Various numerical values are scattered across the image, including '6.59', '99.99', '5.412', '+8.76', '65.32', '+1.332', '-12.14', '71.45', '75.25', '55.01', '1.233', '-1.23', and '11.08'.

# **Mercati instabili:** quali opportunità d'investimento?

## L'andamento dei mercati nel 2022

*Azioni, obbligazioni, tassi, materie prime e cambi*

## Evoluzione della congiuntura

*Stime e previsioni*

*Prospettive sull'inflazione*

## Inflazione e mercati finanziari

*Inflazione e mercati obbligazionari*

*Inflazione e mercati azionari*

## Prospettive per i mercati azionari

*Premio per il rischio atteso dall'investimento azionario*

*Asset Allocation azionaria internazionale*

*Asset Allocation azionaria Italia*

N.B.: le tabelle e i grafici del presente studio sono realizzati con i dati disponibili al 23 settembre 2022

	Variazione da inizio anno
<b> Mercati azionari (in valuta locale)</b>	
FTSE MIB	-23,0%
DAX	-22,7%
CAC	-19,1%
FTSE 100	-5,0%
S&P 500	-22,5%
Nasdaq	-30,5%
Nikkei	-5,7%
MSCI E.M.	-20,4%

	Variazione da inizio anno
<b>Settori azionari mondo (indici settoriali FactSet in euro)</b>	
Communications	3,2%
Finance	-4,2%
Transportation	-4,8%
Utilities	10,3%
Commercial Services	-19,3%
Consumer Durables	-15,4%
Consumer Services	-14,4%
Distribution Services	-6,6%
Electronic Technology	-17,8%
Energy Minerals	33,1%
Health Services	3,3%
Health Technology	-10,2%
Industrial Services	8,5%
Process Industries	-7,6%
Producer Manufacturing	-16,4%
Retail Trade	-14,1%
Technology Services	-27,1%
Consumer Non-Durables	-6,3%
Non-Energy Minerals	-5,7%

	Variazione da inizio anno
<b>Indici obbligazionari (in valuta locale)</b>	
Titoli di Stato USA	-12,47%
Titoli di Stato Euro	-15,72%
Titoli di Stato Italia	-15,93%
Obbligazioni corporate USA	-17,15%
Obbligazioni corporate Euro	-13,54%

	Variazione da inizio anno
<b>Materie prime</b>	
Greggio (dollari/barile)	4,5%
Oro (dollari/oncia)	-10,1%
Rame (dollari/tonnellata)	-23,2%
Mais (dollari/bushel)	16,3%
Grano (dollari/bushel)	17,3%
S&P GSCI	8,0%
Baltic Dry Index	-18,1%

	Variazione da inizio anno
<b>Tassi di cambio dell'Euro</b>	
Dollaro USA	17,2%
Yen giapponese	-5,8%
Sterlina britannica	-5,7%
Franco svizzero	8,8%
Corona norvegese	-2,6%
Corona svedese	-5,8%
Dollaro canadese	8,9%
Dollaro australiano	5,4%
Renminbi cinese	5,0%
Real brasiliano	24,6%

Fonte: FactSet

Come si può osservare nella tabella a fianco, i ribassi, in campo finanziario, nel corso dell'anno 2022 non hanno risparmiato né le azioni né le obbligazioni, entrambe hanno infatti registrato performance pesantemente negative.

Il movimento sincronizzato delle due *asset class* ha una radice comune nella crescita dell'inflazione che, nel caso delle obbligazioni, ha avuto un impatto diretto, poiché, al crescere dell'inflazione, gli investitori hanno immediatamente richiesto maggiori rendimenti nominali, mentre, nel caso delle azioni, il calo dei corsi si è avviato quando le banche centrali hanno iniziato a dimostrare insofferenza nei confronti dell'inflazione, prefigurando politiche monetarie restrittive capaci di frenare la crescita economica fino al limite di indurre una vera e propria recessione.

Il movimento dei prezzi si è invece rivelato meno uniforme a livello settoriale dove si osservano comparti in significativa controtendenza, primo fra tutti quello energetico.

I prezzi delle materie prime risultano generalmente in crescita da inizio anno, anche se i massimi si sono visti già da qualche mese, mentre le tensioni sui prezzi dei trasporti marittimi sembrano essersi notevolmente allentate rispetto allo scorso anno.

Per quanto concerne i tassi di cambio, si registra la notevole forza del dollaro USA sull'euro e di buona parte delle *commodity currencies* (le valute legate all'andamento delle materie prime), mentre si sono indebolite contro euro lo yen giapponese e, in minor misura, la sterlina inglese.

	Crescita del PIL (*)			Inflazione (*) (CPI)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Eurozona</b>	5,2%	2,9% ↑	0,7% ↓	2,6%	8,0% ↑	4,4% ↑
Francia	6,8%	2,4% ↓	0,9% ↓	2,1%	5,8% ↑	4,1% ↑
Germania	2,6%	1,5% ↓	0,5% ↓	3,2%	8,0% ↑	4,7% ↑
Italia	6,7%	3,1% ↑	0,8% ↓	1,9%	7,5% ↑	4,4% ↑
Spagna	5,0%	4,3% =	1,6% ↓	3,0%	9,0% ↑	4,5% ↑
<b>Regno Unito</b>	7,4%	3,5% ↓	0,1% ↓	2,6%	9,0% ↑	5,7% ↑
<b>USA</b>	5,7%	1,7% ↓	1,0% ↓	4,7%	7,9% ↑	3,6% ↑
<b>Giappone</b>	1,7%	1,6% ↓	1,7% ↓	-0,2%	2,1% ↑	1,4% ↑
<b>Brasile</b>	4,6%	1,7% ↑	0,8% ↓	8,3%	9,2% ↑	5,3% ↑
<b>Cina</b>	8,1%	3,6% ↓	5,2% ↑	0,9%	2,3% ↑	2,3% =
<b>India</b>	8,7%	7,2% ↓	6,5% ↓	5,1%	6,6% ↑	5,0% ↓
<b>Russia</b>	4,8%	-6,7% ↑	-3,0% ↓	6,7%	14,5% ↓	7,0% ↓

Fonte: FactSet

I dati riferiti al 2022 e al 2023 contenuti in tabella sono previsioni di consenso tratte dalla banca dati FactSet. La crescita economica nel 2021 si è rivelata assai robusta per effetto dell'esplosione dei consumi successiva a quella che, auspicabilmente, è stata la fine della pandemia.

Nel corso 2022, la crescita, inizialmente attesa ancora sostenuta, è stata rivista in costante riduzione. Le attese per il 2022 e 2023 sono infatti in declino poiché scontano un rallentamento che dovrebbe materializzarsi a cavallo dei due anni, dovuto all'effetto depressivo dell'inflazione sul potere d'acquisto delle famiglie e al dispiegarsi degli effetti frenanti delle politiche

(\*) Accanto a ciascuna previsione, la freccia rivolta verso l'alto indica una tendenza del consenso a rivedere al rialzo il dato negli ultimi mesi, la freccia verso il basso una tendenza a rivederlo al ribasso, mentre l'uguale affianca valori stabili.

monetarie restrittive messe in campo dalle banche centrali proprio per contenere l'inflazione.

Da qualche settimana, però, l'Eurozona sembra sottrarsi alle revisioni al ribasso delle stime per il 2022, poiché, grazie al boom del turismo, si stima che la crescita nel terzo trimestre potrà essere ancora molto forte. Il rallentamento si osserverà quindi solo sul finire dell'anno in corso in Eurozona e dispiegherà probabilmente i propri effetti negativi soprattutto sulla prima metà del 2023.

Parallelamente alle revisioni al ribasso della crescita, si sta assistendo ad un processo di costante innalzamento delle attese di inflazione che, negli USA, sono dovute allo squilibrio fra la forte domanda, risorta dopo i *lock-down*, e l'offerta, messa in difficoltà dai ben noti colli di bottiglia, riconducibili anch'essi agli strascichi della pandemia.

Molto differente l'origine dell'inflazione in Europa, dove agli squilibri osservati negli USA si aggiunge l'eccezionale crescita del prezzo del gas, indotta dalle ritorsioni russe contro le sanzioni occidentali.

Proprio la natura prevalentemente esogena dell'inflazione europea alimenta alcune perplessità circa la scelta della BCE di allinearsi alla politica monetaria fortemente restrittiva della FED.

Si noti come lo scenario disegnato dal consenso sia compatibile con un forte rallentamento, o una modesta recessione, della durata di qualche trimestre in tutte le principali aree economiche del Pianeta. Come detto, tale rallentamento è atteso fra la fine del 2022 e l'inizio del 2023.

## Tassi di cambio dell'euro

	Attuale	2023 (previsione)	Variazione vs Euro rispetto al dato attuale	2024 (previsione)	Variazione vs Euro rispetto al dato attuale
USD	0,97	1,09	- 10,5%	1,11	- 12,8%
JPY	139,07	137,50	+ 1,1%	147,00	- 5,4%
CHF	0,95	1,02	- 6,6%	1,05	- 9,3%
GBP	0,89	0,87	+ 2,9%	0,87	+ 2,3%
CNY	6,90	7,79	- 11,4%	ND	
CAD	1,32	1,36	- 3,4%	ND	
AUD	1,48	1,50	- 1,0%	ND	
NOK	10,30	9,50	+ 8,4%	9,80	+ 5,1%

Fonte: FactSet

La tabella a sinistra riporta i dati attuali e le previsioni di consenso tratte dalla banca dati FactSet: il consenso prevede per i prossimi anni un euro in forte recupero contro le principali divise. Fanno eccezione la sterlina inglese, il cui rapporto di cambio con la moneta unica si dovrebbe mantenere stabile, la corona norvegese e lo yen giapponese che dovrebbero invece apprezzarsi in misura significativa.

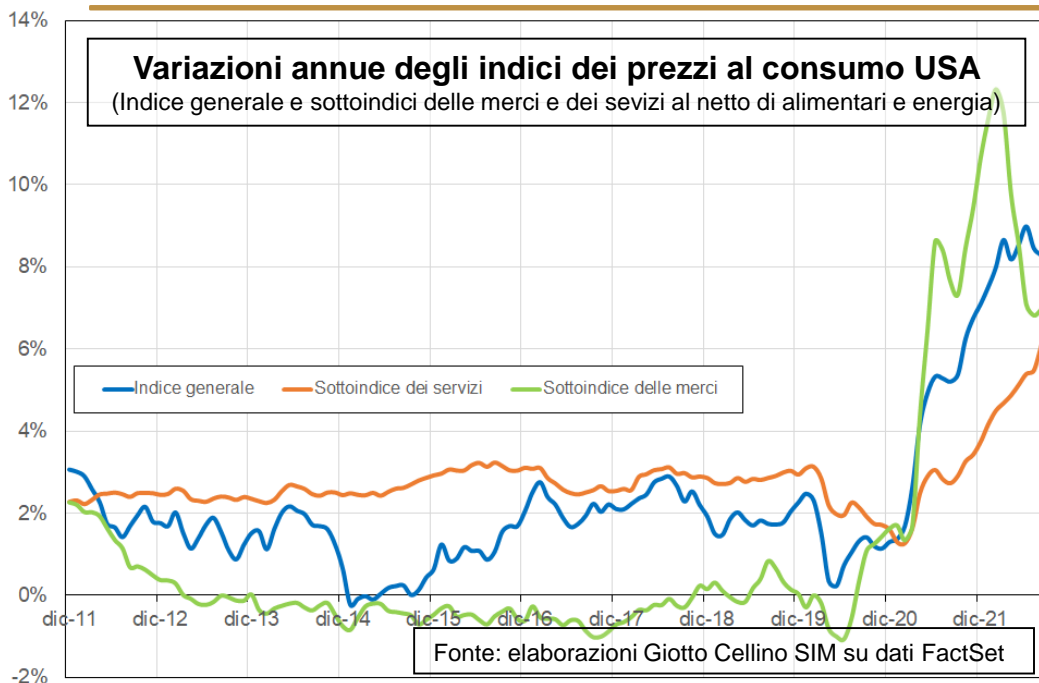
La tabella a destra riporta i dati attuali e le previsioni di consenso tratte dalla banca dati FactSet. Sulla base di tali stime, il processo di crescita dei rendimenti obbligazionari a lungo termine dovrebbe essere in via di esaurimento. Non stupisce che i tassi a lungo termine raggiungano il picco in anticipo rispetto a quelli a breve: i primi sono infatti mossi dalle attese di inflazione e si muovono rapidamente mentre i secondi, governati dalle banche centrali, raggiungono il picco al termine delle manovre restrittive da queste attuate.

## Rendimenti obbligazionari

(titoli di Stato a 10 anni)

	Attuale	2023 (previsione)	2024 (previsione)
USA	3,7%	3,0%	2,8%
Germania	2,0%	1,5%	1,5%
Giappone	0,2%	0,2%	0,2%

Fonte: FactSet



Come detto, l'inflazione negli USA è cresciuta per effetto di uno squilibrio fra domanda e offerta riconducibile al disordine diffusosi nell'economia mondiale per effetto della pandemia. Come si può rilevare dal grafico, infatti, la prima componente dell'inflazione che si è mossa al rialzo è stata quella delle merci. L'impossibilità per i consumatori di fruire di molti servizi, non erogati a causa dei *lock down*, li ha indotti a sostituirli con il consumo di beni: si compravano televisori nell'impossibilità di andare al cinema, attrezzi ginnici nell'impossibilità di frequentare una palestra e così via. Successivamente, con il procedere delle aperture, l'inflazione ha iniziato ad interessare anche i servizi. Come si vede, il picco dell'inflazione del sottoindice delle merci si è

già osservato a inizio 2022, ed è plausibile che a breve si registri anche il massimo di quello dei servizi e che l'indice generale, come atteso dagli analisti, inizi a declinare in autunno.

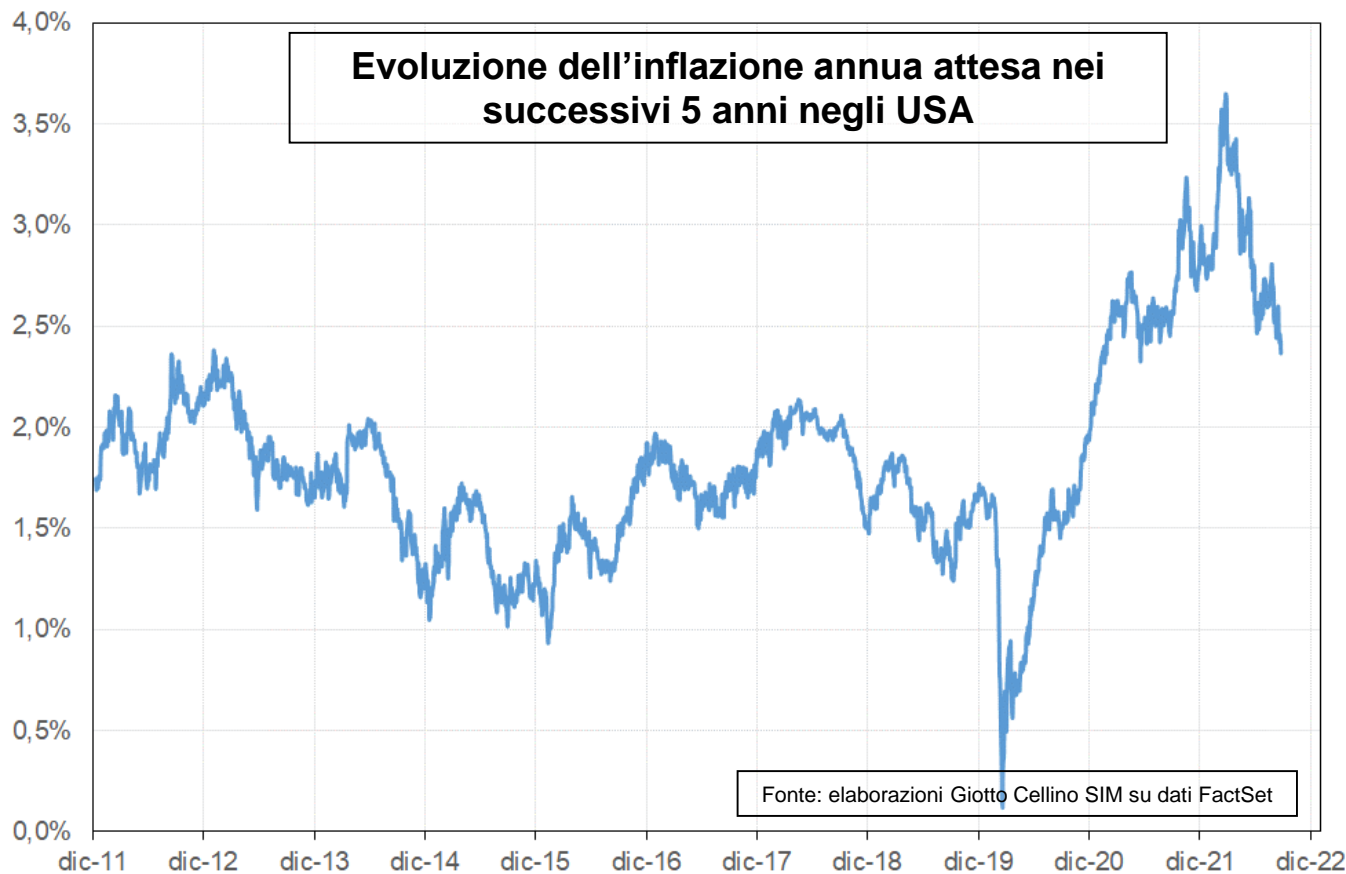
L'inflazione non è però destinata a ritornare a breve sui bassi livelli sperimentati nel decennio precedente, poiché è probabile che in futuro verranno meno alcuni elementi deflazionistici che hanno caratterizzato gli anni passati.

Osservando il grafico si nota come il tasso di inflazione delle merci sia sempre stato pressoché pari a zero nel corso di tutto il decennio passato. Guardando ancora più indietro, si può constatare come il fenomeno abbia origini lontane nel tempo: l'assenza di inflazione nei prezzi delle merci è stato il principale beneficio apportato dalla globalizzazione che, delocalizzando la produzione con il solo obiettivo di minimizzare i costi, ha appiattito il livello dei prezzi dei manufatti.

L'unica componente inflazionistica è stata quindi, per molti anni, solo quella legata ai prezzi dei servizi che, in molti casi, non possono essere delocalizzati: c'è da attendersi che, pur ridimensionandosi rispetto agli attuali livelli, in futuro si sperimenterà un'inflazione positiva anche nei prezzi delle merci.

Infatti in futuro la localizzazione delle produzioni non mirerà solo all'ottimizzazione dei costi, ma anche a quella dei rischi legati all'interruzione delle catene del valore. Tali rischi, messi in luce dalla pandemia, si sono ulteriormente amplificati a causa degli sconvolgimenti geopolitici degli ultimi mesi, che stanno conducendo il mondo verso una nuova polarizzazione.

**Possiamo concludere che, sia pure a livelli inferiori agli attuali, un'inflazione significativamente superiore a quella degli anni passati ci accompagnerà probabilmente per lungo tempo.**



recessione indotta dalla pandemia, e la successiva esplosione che ci conduce ai giorni nostri. Oggi le attese di inflazione media annua per i prossimi 5 anni si attestano ad un livello del 2,4%, dopo essere transitate per il 3,6%: il brusco calo è dovuto alla vigorosa azione della FED che ha lasciato intendere di essere disposta a qualsiasi sacrificio pur di riportare l'inflazione all'obiettivo prefissato.

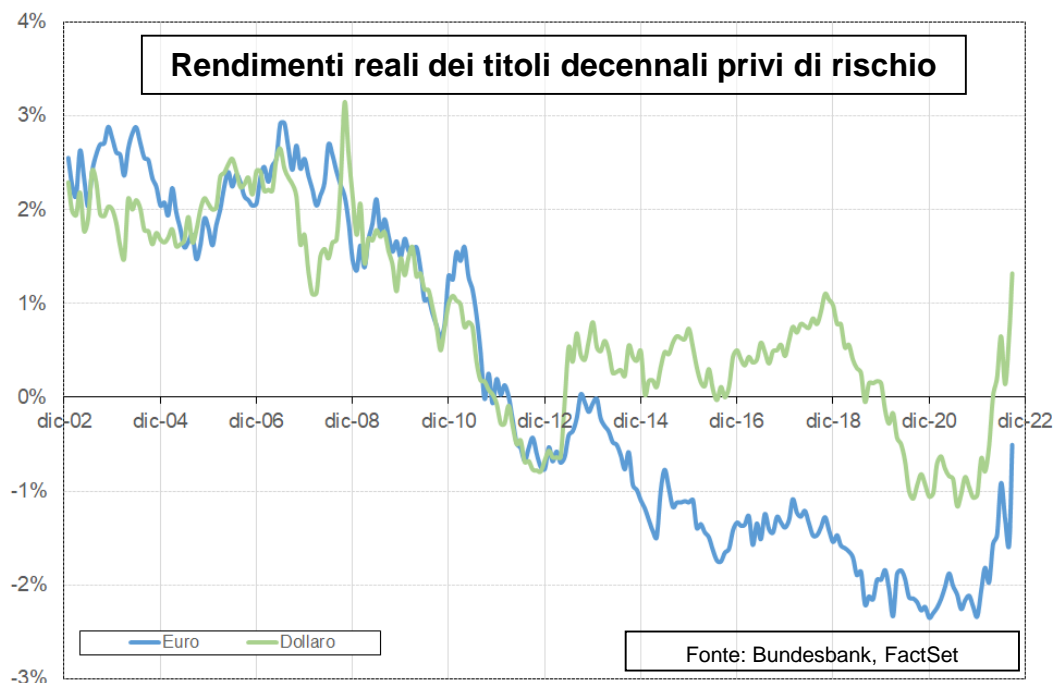
Supponendo che la banca centrale USA possa nel tempo rivelarsi meno aggressiva di quanto stia ora minacciando di voler essere e tenuto conto del fenomeno della deglobalizzazione, è ragionevole supporre che nei prossimi 5 anni l'inflazione USA si possa collocare su livelli superiori alle attuali attese di mercato, oscillando nella fascia 3-4% anziché in quella 2-3%.

L'analogo indicatore di inflazione attesa nella zona euro segna in questi giorni un valore del 2,9%, superiore a quello USA a causa della natura esogena più volte richiamata.

Sulla base di considerazioni analoghe a quelle svolte per gli USA, è ragionevole ipotizzare che anche nella zona euro i prossimi 5 anni potranno essere caratterizzati da un tasso di inflazione media annua oscillante nella fascia 3-4%.

Il grafico rappresenta l'evoluzione negli USA, nel corso dell'ultimo decennio, delle attese di inflazione a 5 anni, così come si sono potute derivare dal mercato obbligazionario. Come si può osservare, per buona parte del periodo di osservazione le attese hanno oscillato intorno al livello obiettivo del 2%, con una netta prevalenza di periodi nei quali si collocavano al di sotto.

Si nota il crollo delle attese di inflazione a inizio 2020, dovuto ai timori di una profondissima



Attese di inflazione elevata hanno riportato alla ribalta il concetto di rendimento reale dimenticato oramai da molto tempo.

Il rendimento reale è la parte di rendimento che eccede l'inflazione e consente al capitale investito di rivalutarsi in termini di potere d'acquisto.

Guardando agli investimenti obbligazionari a lungo termine privi di rischio di USA e Eurozona, cioè, rispettivamente, al Treasury e al Bund decennali, si osserva che tale rendimento reale è oggi positivo solo negli USA, mentre nell'Eurozona risulta negativo.

Come si può osservare dal grafico, fino al 2012 i rendimenti reali ottenibili sul dollaro e sull'euro si sono mossi in modo molto simile,

successivamente i rendimenti sull'euro hanno ripiegato stabilmente in territorio negativo mentre quelli sul dollaro, pur riducendosi rispetto ai livelli precedenti, si sono mantenuti prevalentemente in territorio positivo.

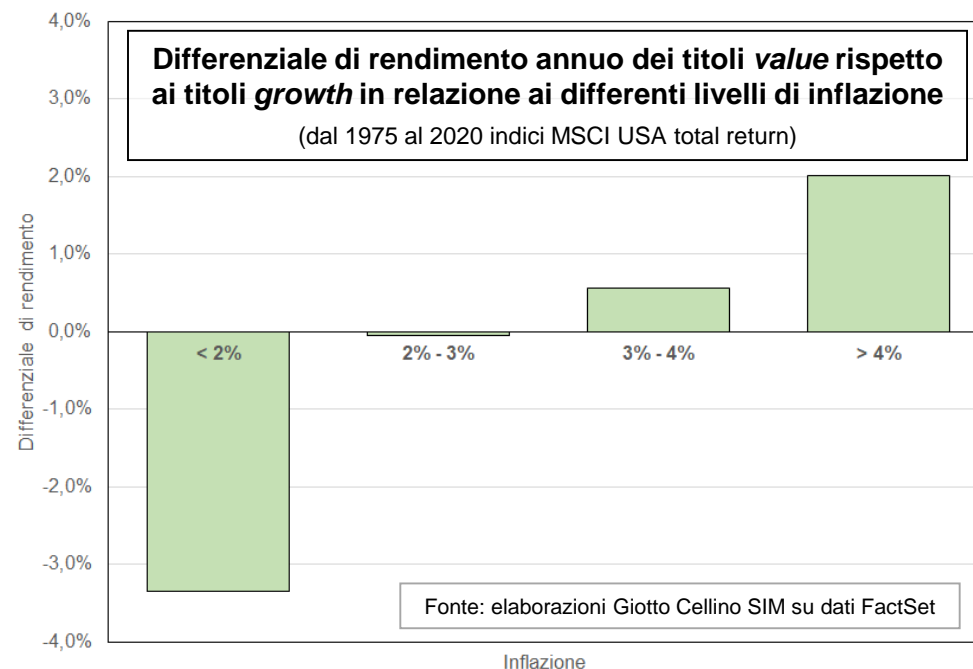
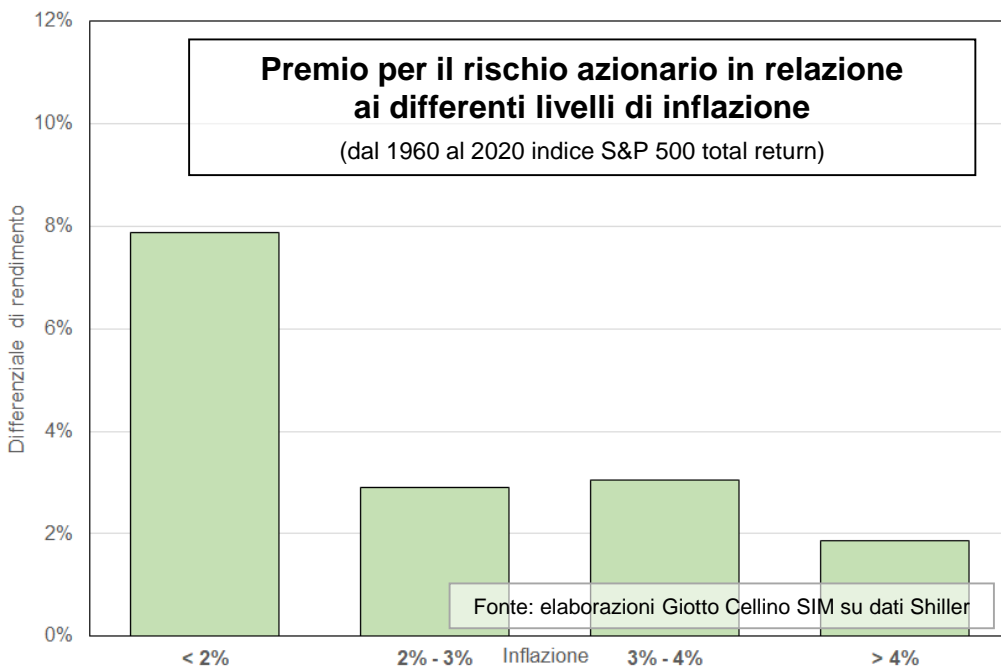
E' nostra convinzione che, a causa della scarsità di *risk-free asset* denominati in euro, il rendimento reale obbligazionario europeo privo di rischio sia destinato a mantenersi ancora a lungo al di sotto di quello USA.

A tal proposito, il confronto con il dollaro è impietoso: poiché l'intero debito pubblico USA può essere considerato privo di rischio, l'offerta di obbligazioni *risk-free* denominate in quella valuta equivale a oltre il 120% del PIL, mentre per l'Eurozona, considerando i soli emittenti dotati di rating almeno pari a quello americano, l'universo investibile privo di rischio non arriva al 30% del PIL.

In tale situazione, lo squilibrio fra domanda e offerta di attività *risk-free* rende quasi impossibile ai rendimenti offerti da taluni emittenti di salire al di sopra di certe soglie.

A conferma di quanto detto, si noti che la discesa in territorio negativo del rendimento del titolo decennale tedesco è avvenuta in concomitanza con la crisi del debito pubblico dei PIIGS. Tale crisi ha ristretto enormemente il bacino dei titoli *risk-free*: se fino a quel momento, infatti, tutti i titoli di Stato dell'Eurozona potevano essere considerati tali, una volta che si è palesata l'indisponibilità dei paesi nordici a "mutualizzare" il debito, gli emittenti realmente privi di rischio si sono ridotti a pochi nomi, determinando la scarsità di *asset* disponibili.

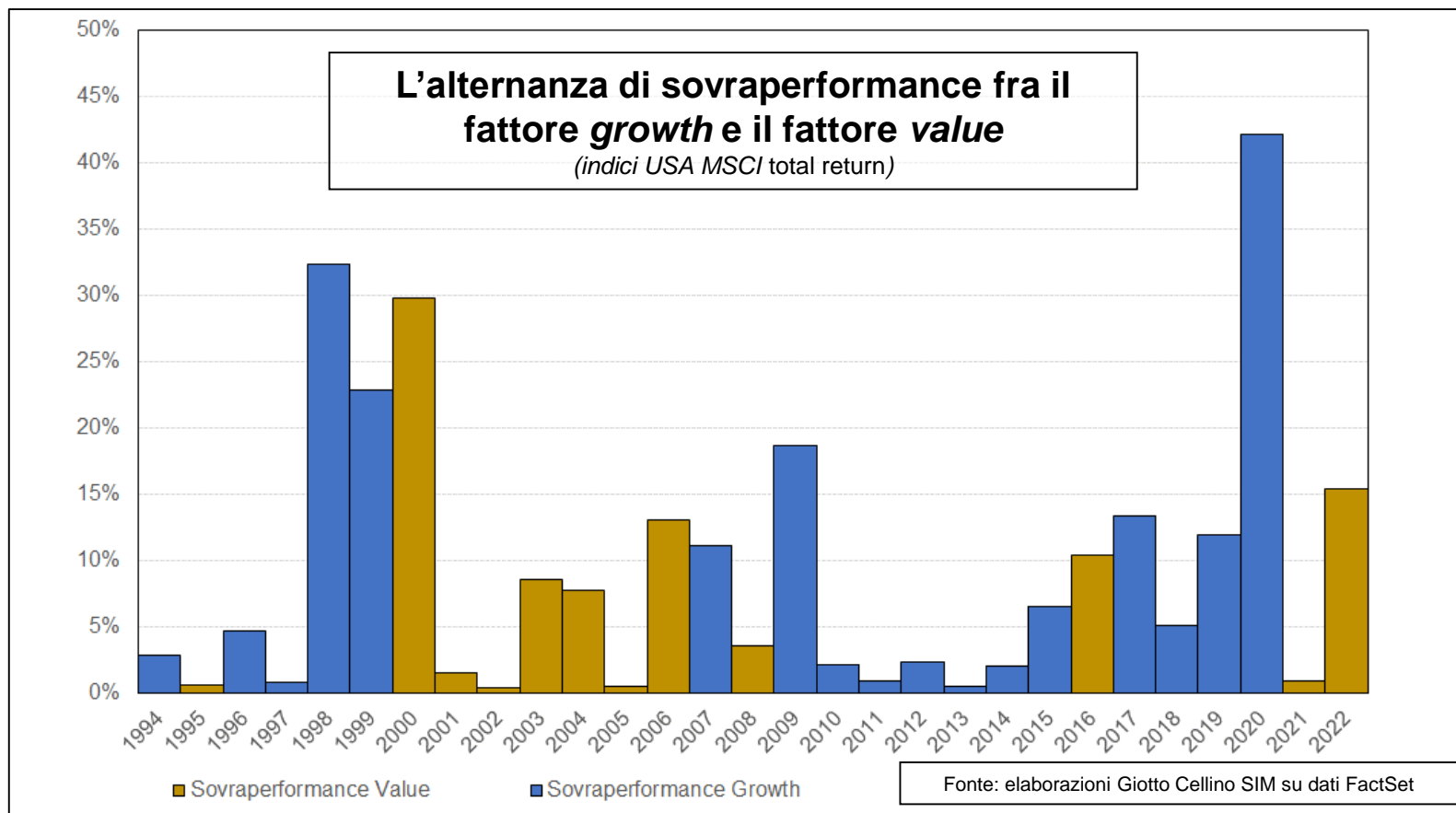




I due grafici sopra riprodotti mostrano due aspetti interessanti della relazione fra rendimenti azionari e inflazione.

Il primo attesta che l'*Equity Risk Premium*, cioè il sovrarendimento delle azioni rispetto alle obbligazioni, pur riducendosi, rimane positivo anche con livelli di inflazione elevata; il secondo mostra invece che oltre certi livelli di inflazione i titoli *value* iniziano a sovraperformare quelli *growth*.

Solo livelli di inflazione molto elevati, superiori 7/8%, se protratti per lunghi periodi di tempo mettono in crisi i rendimenti azionari, come accaduto negli anni '70, ma le previsioni attualmente disponibili e le attese di mercato, come si è visto, escludono nettamente questa ipotesi.



In particolare, per quanto riguarda il fattore *value*, osserviamo come nel tempo l'alternanza di sovraperformance fra i titoli *value* e quelli *growth* si sia manifestata attraverso fasi decisamente prolungate. Quello cui abbiamo assistito nel 2021, quindi, potrebbe essere l'inizio di un lungo periodo di dominio del *value* sul *growth*. Gli elementi a sostegno di questa ipotesi non mancano: l'inflazione elevata che, come detto, favorisce i titoli *value*, le attese per una fase di rallentamento economico, anch'esso potenzialmente favorevole, e l'oggettiva sopravvalutazione, solo in parte colmata dai recenti ribassi, che caratterizza i titoli di *growth*.

## Il premio per il rischio prospettico di alcuni mercati azionari (\*)

	Premio per il rischio prospettico	Premio per il rischio prospettico medio degli ultimi 25 anni
<b>Italia</b>	6,1%	5,9%
<b>Francia</b>	4,4%	4,1%
<b>Germania</b>	8,2%	3,9%
<b>Spagna</b>	7,4%	6,2%
<b>Svizzera</b>	3,7%	3,7%
<b>Regno Unito</b>	6,5%	5,2%
<b>Giappone</b>	5,0%	4,2%
<b>USA</b>	2,4%	2,7%

(\*\*)

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet, Shiller

I forti ribassi delle ultime settimane e i tassi reali piuttosto bassi, soprattutto per quanto riguarda l'Eurozona e il Giappone, determinano livelli di premio per il rischio prospettici molto elevati, generalmente superiori alle medie storiche. Si conferma anche oggi quanto avvenuto in passato: l'elevata inflazione non dovrebbe intaccare la capacità dei mercati azionari di generare rendimenti reali positivi e di garantire un sovrarendimento rispetto a quello offerto dai mercati obbligazionari.

In presenza di rendimenti privi di rischio inadeguati a contrastare l'inflazione, l'investitore in attività finanziarie dovrà necessariamente elevare il profilo di rischio per ottenere rendimenti reali positivi. Le obbligazioni dotate di rating medio/basso e, soprattutto, i titoli azionari sono gli unici strumenti capaci di vincere la sfida con l'inflazione.

Ovviamente tali scelte di portafoglio porteranno ad una maggiore volatilità dei rendimenti, amplificata sia dall'incertezza congiunturale derivante dall'elevata inflazione sia dalle politiche restrittive attraverso le quali le banche centrali tenteranno di contenere l'ascesa dei prezzi. Ma, come abbiamo ampiamente illustrato, non vi sono alternative per chi si pone l'obiettivo di una crescita significativa del potere d'acquisto del proprio patrimonio.

(\*) il premio per il rischio azionario prospettico, ossia il differenziale di rendimento annuo che le azioni dovrebbero garantire rispetto alle obbligazioni nel lungo termine, è calcolato seguendo la metodologia recentemente proposta dal premio Nobel Robert Shiller, illustrata nel nostro studio « Il Cyclically Adjusted Price Earnings e l'Excess CAPE Yield », scaricabile al seguente link: [https://www.giottocellinosim.it/varipdf/studiericerche/studi/CAPE\\_ECY.pdf](https://www.giottocellinosim.it/varipdf/studiericerche/studi/CAPE_ECY.pdf)

(\*\*) Il dato medio del mercato giapponese è calcolato su dati riferiti agli ultimi 16 anni.

Area geografica	Giudizio inizio anno	Giudizio attuale
Eurozona	SOVRAPESARE	NEUTRALE
Regno Unito	SOVRAPESARE	SOVRAPESARE
Svizzera	SOTTOPEARE	SOTTOPEARE
Giappone	SOVRAPESARE	SOVRAPESARE
Paesi Emergenti	NEUTRALE	NEUTRALE
USA	SOTTOPEARE	SOTTOPEARE

L'asset allocation azionaria internazionale da noi suggerita ad inizio anno ha subito un solo cambiamento, relativo all'Eurozona, sul cui mercato il giudizio è ora neutrale.

**Eurozona:** il giudizio neutrale è determinato dal bilanciamento tra fattori positivi (valutazioni attraenti, elevata quota di titoli *value*, premio per il rischio significativamente superiore alla media storica) e fattori negativi (forte dipendenza dalle importazioni di gas russo, inflazione di natura prevalentemente esogena, rischio di frammentazione dei mercati dei capitali).

**Regno Unito:** il giudizio positivo è determinato dalla valutazione a sconto, dall'elevato premio per il rischio e dalla composizione settoriale dell'indice, particolarmente ricco di titoli *value* e appartenenti a settori difensivi.

**Svizzera:** il giudizio negativo è determinato dalla valutazione elevata e dal modesto premio per il rischio.

**Giappone:** il giudizio positivo è determinato dalla valutazione a sconto, dall'elevato premio per il rischio e dalla composizione settoriale dell'indice, particolarmente ricco di titoli *value* e appartenenti a settori difensivi.

**Paesi Emergenti:** il giudizio neutrale è determinato dal bilanciamento tra fattori positivi (relativa insensibilità alle tensioni geopolitiche) e negativi (potenziali danni derivanti dalla forza del dollaro, maggiore sensibilità all'andamento del ciclo economico, interventismo delle banche centrali).

**USA:** il giudizio negativo è determinato dalla prevalenza dei fattori negativi (valutazioni elevate, premio per il rischio modesto, forte presenza di titoli *growth*) su quelli positivi (totale indipendenza dalle importazioni di gas russo).

Azione	Settore
Assicurazioni Generali	Assicurazioni
Poste Italiane	Assicurazioni
Brembo	Auto
Pirelli	Auto
Stellantis	Auto
Banca IFIS	Banche
Intesa Sanpaolo	Banche
Unicredit	Banche
OVS	Beni di consumo
Buzzi Unicem	Costruzioni
SOL	Salute
Datalogic	Industriali
Leonardo	Industriali
Prysmian	Industriali
ENI	Energia
SNAM	Energia
Tenaris	Energia

Fonte: Giotto Cellino SIM

Per il mercato azionario italiano selezioniamo, all'interno del nostro portafoglio consigliato, una lista di titoli interessanti per costruire un portafoglio adatto al prosieguo dell'anno in corso e per quello venturo, rinnovando l'invito a **sovrappesare il settore bancario** (beneficiario dell'innalzamento dei tassi) e quello **dell'energia** (beneficiario dell'andamento dei prezzi delle materie prime energetiche).

La presente pubblicazione è stata prodotta da Giotto Cellino SIM S.p.A. è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita a titolo meramente informativo. Essa non costituisce attività di consulenza da parte della stessa SIM 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 Giotto Cellino 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 SIM stessa. 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 Giotto Cellino SIM S.p.A. è un soggetto autorizzato dalla Consob alla prestazione dei servizi di investimento di cui al Testo Unico della Finanza.