

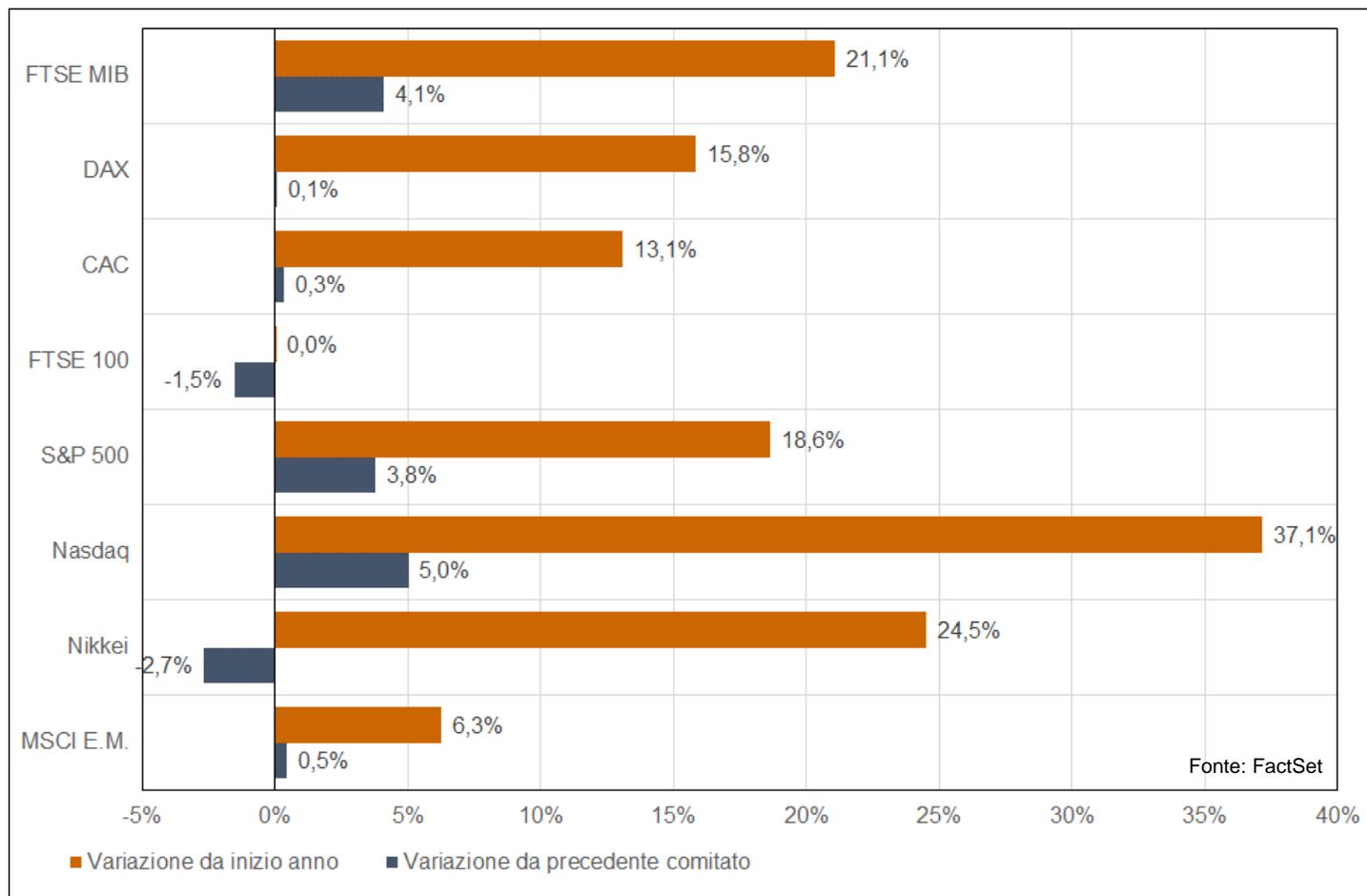


Analisi per il Comitato Investimenti

19 luglio 2023

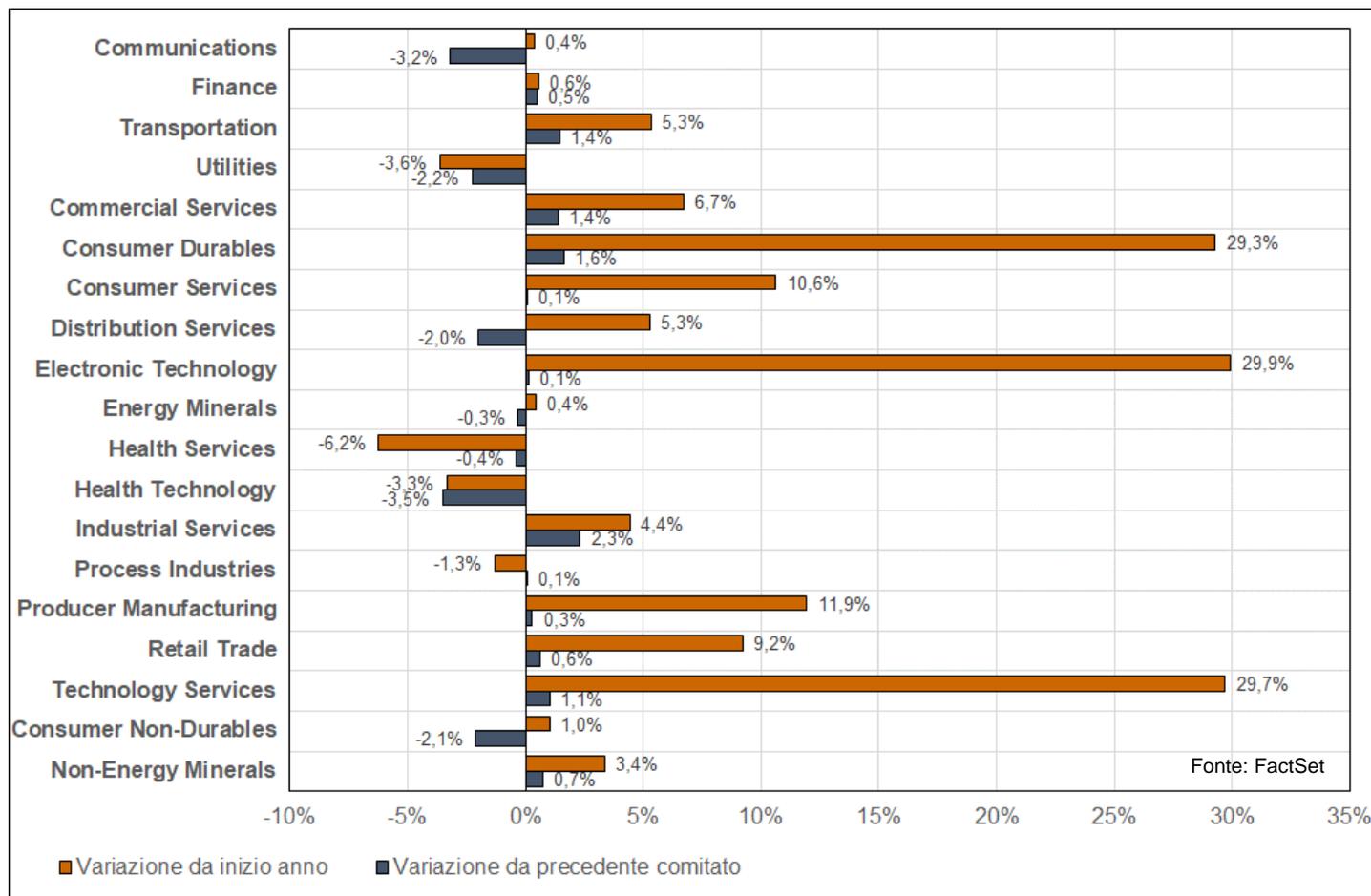
Andamento dei principali indici azionari

(dati in valuta locale)

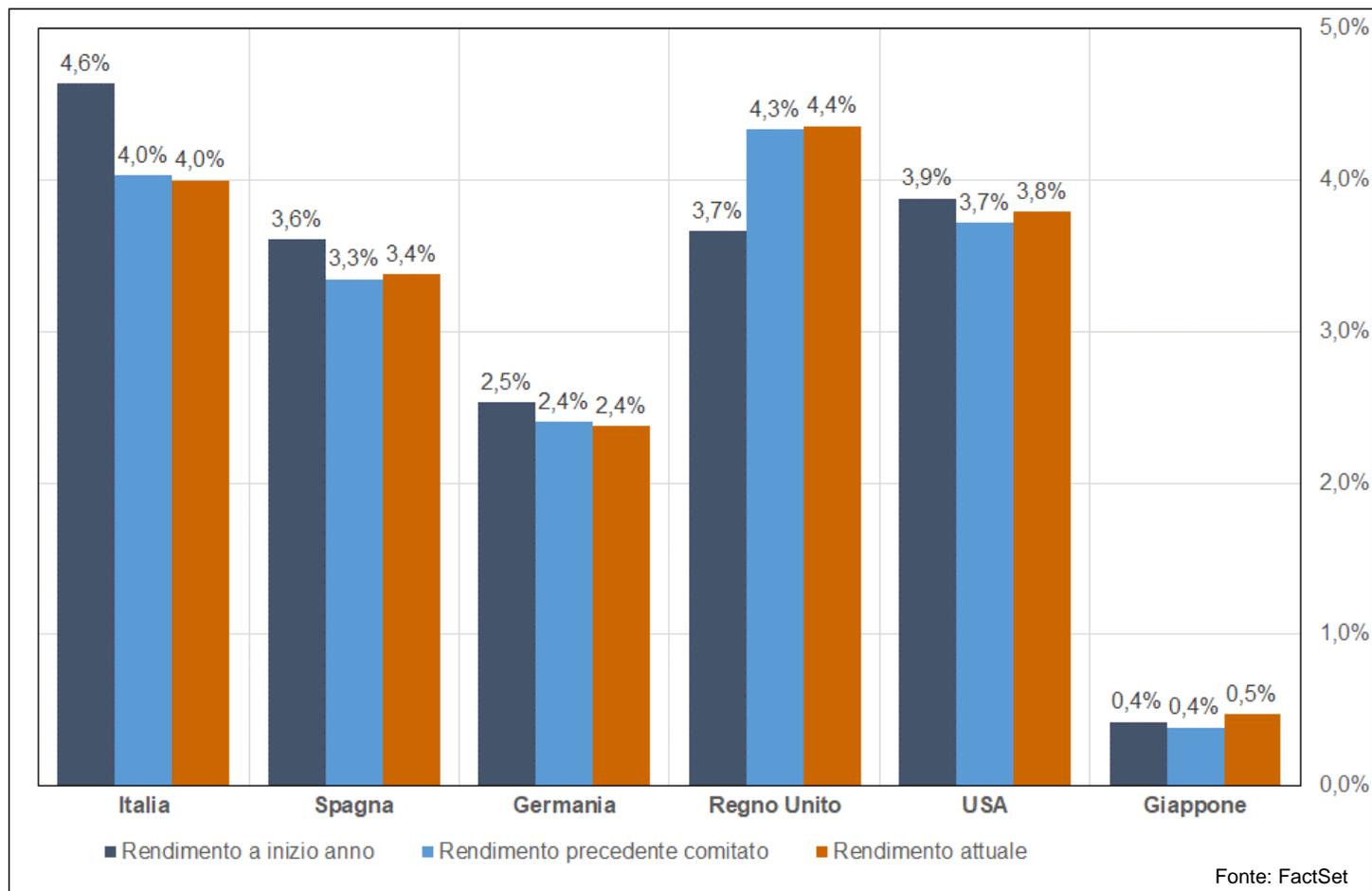


Andamento dei principali indici settoriali

(dati in euro, settori dell'indice FactSet World)

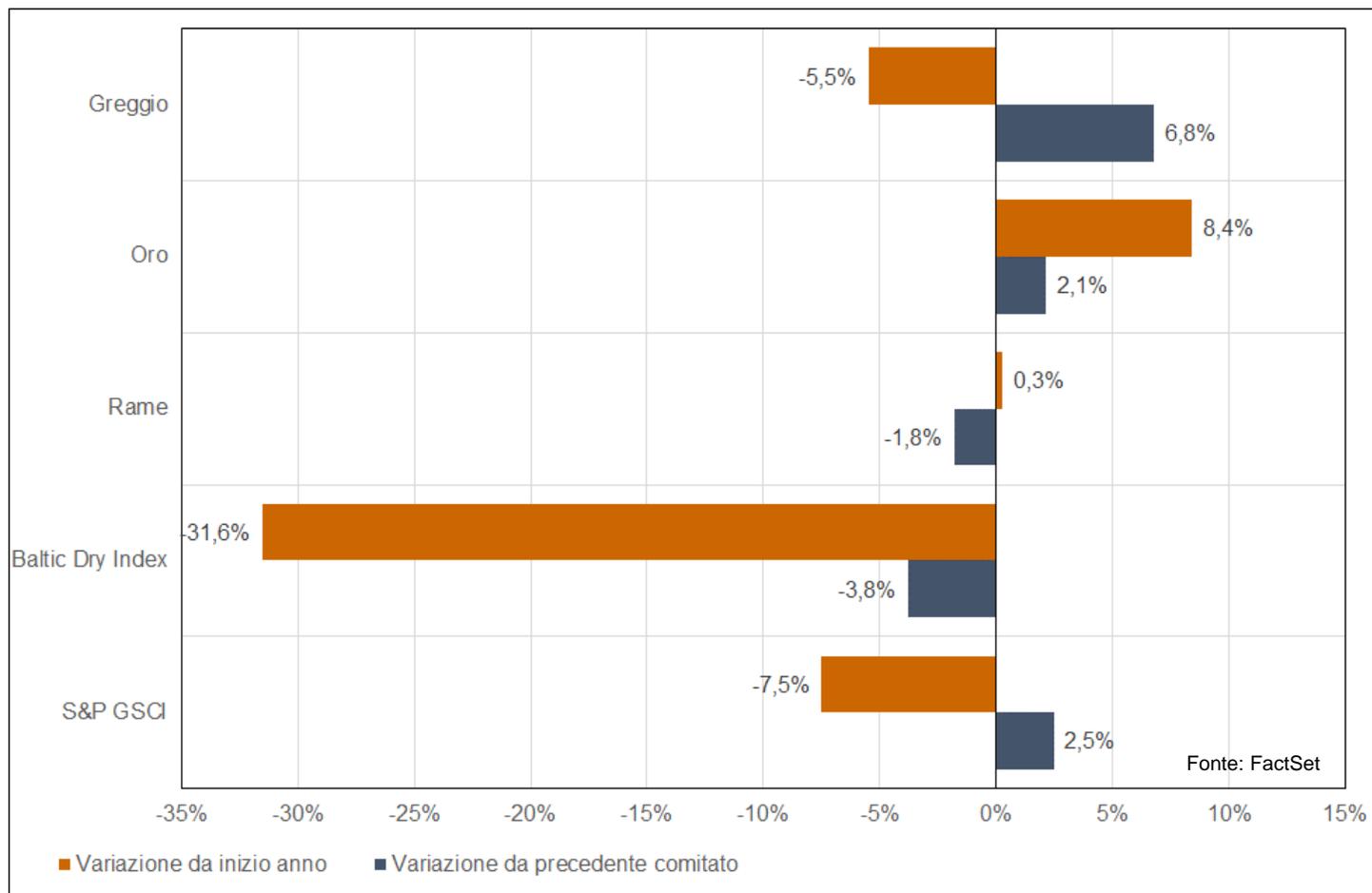


Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

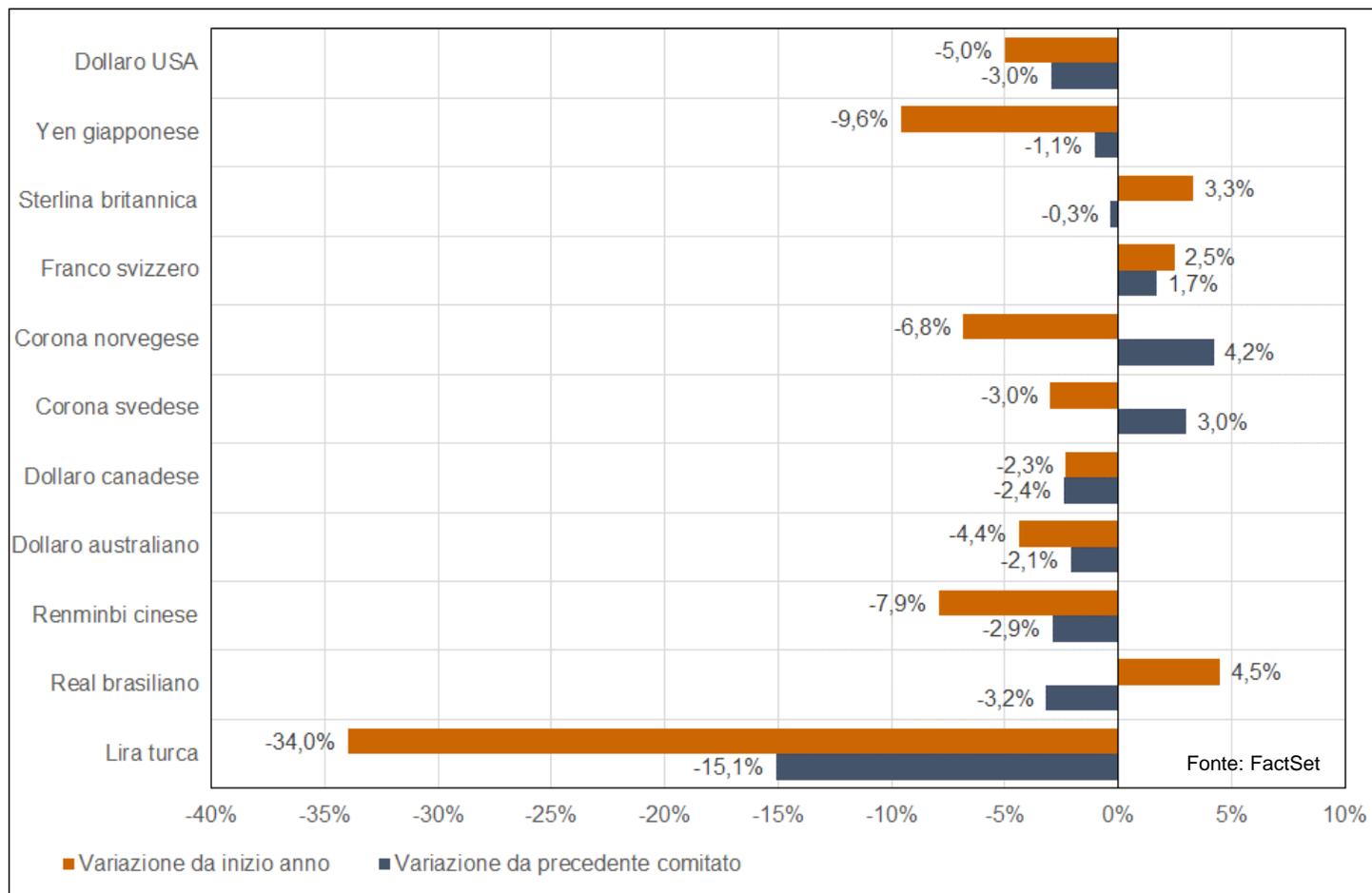


Variatione dei prezzi di alcune materie prime e indici relativi

(dati in dollari USA)



Tassi di cambio dell'Euro



Evoluzione attesa della congiuntura

	Crescita del PIL (*)			Inflazione (*) (CPI)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Eurozona	3,5%	0,5% ↓	1,0% =	8,4%	5,5% =	2,5% ↓
Francia	2,5%	0,6% =	1,0% ↓	5,9%	5,6% ↓	2,5% ↓
Germania	1,9%	-0,1% ↓	1,0% =	8,7%	6,0% ↓	2,5% ↓
Italia	3,8%	1,1% ↑	0,9% =	8,7%	6,3% ↓	2,4% =
Spagna	5,3%	2,1% ↑	1,5% ↑	8,3%	3,4% ↓	2,9% ↑
Regno Unito	4,1%	0,2% =	0,7% ↓	9,1%	7,2% ↑	2,8% =
USA	2,1%	1,3% ↑	0,6% ↓	8,0%	4,1% =	2,6% ↑
Giappone	1,0%	1,3% ↑	1,0% =	2,5%	2,8% ↑	1,5% ↑
Brasile	2,9%	1,9% ↑	1,5% ↓	9,3%	5,0% ↓	4,0% ↓
Cina	3,0%	5,5% ↓	4,9% =	2,0%	1,3% ↓	2,2% =
India	7,2%	6,0% ↑	6,2% =	6,7%	5,2% =	4,8% =
Russia	-2,1%	0,3% ↑	1,2% ↓	13,8%	5,5% ↓	5,0% =

Fonte: FactSet

Il quadro della tendenza del consenso è immutato: per la crescita del PIL nel 2023 sono maggioritarie le revisioni al rialzo (con l'eccezione della Germania, dell'Eurozona e della Cina), mentre per quella del 2024 continua a prevalere la tendenza a rivedere al ribasso le stime. Da tale peggioramento delle attese, però, è esclusa l'Eurozona.

Archiviati i timori di una recessione con epicentro negli USA, causata dalla stretta creditizia conseguente la crisi delle banche regionali, ora si tornano a disegnare scenari di stagnazione dovuti alla persistente

azione restrittiva delle banche centrali, tanto negli USA quanto in Eurozona.

È possibile notare come si stia raffreddando l'ottimismo che aveva caratterizzato gli analisti in relazione alla crescita economica cinese che non sta seguendo, come invece si ipotizzava all'inizio dell'anno, un percorso di uscita dal COVID simile a quello osservato nelle economie sviluppate.

Come si ricorderà, la forte accelerazione della crescita nella fase post-COVID nei paesi sviluppati fu sostenuta dai risparmi delle famiglie, cresciuti per l'impossibilità di spendere durante i lockdown, ma anche, e soprattutto, grazie ai generosi sussidi pubblici, questi ultimi quasi del tutto assenti in Cina.

Per quanto riguarda l'inflazione, si osserva l'ormai consolidato percorso che la vede decrescere nel 2023/2024 pur non essendo previsto il suo ritorno al 2%. Tale obiettivo, d'altronde, secondo un diffuso consenso, verrà mantenuto solo formalmente dalle banche centrali, poiché ci si attende nei prossimi anni una maggior tolleranza nei confronti della dinamica dei prezzi.

(*) La tabella riporta i dati di consenso attualmente disponibili, accanto a ciascuna previsione, con riferimento alle previsioni presentate nel precedente Comitato, la freccia rivolta verso l'alto indica una tendenza del consenso a rivedere al rialzo il dato, la freccia verso il basso una tendenza a rivederlo al ribasso, mentre l'uguale affianca valori stabili.

Evoluzione attesa della congiuntura

	Crescita trimestrale del PIL (*)				
	I trimestre 2023	II trimestre 2023	III trimestre 2023	IV trimestre 2023	I trimestre 2024
Eurozona	-0,1% =	0,2% =	0,2% =	0,2% =	0,2% =
Francia	0,2% =	0,1% ↓	0,2% =	0,3% =	0,3% ↑
Germania	-0,3% =	0,3% =	0,2% =	0,2% =	0,2% =
Italia	0,6% =	0,1% ↓	0,2% =	0,2% =	0,3% ↓
Spagna	0,6% ↑	0,3% =	0,3% =	0,4% ↑	0,4% =
Regno Unito	0,1% =	0,0% ↑	0,1% =	0,3% =	0,0% ↓
USA	2,0% ↑	1,1% ↑	0,3% ↑	-0,5% ↓	0,7% =
Giappone	2,7% =	1,8% ↑	0,8% ↓	0,9% ↓	0,5% =
Brasile	1,9%	-0,6%	0,4%	-0,1%	0,2%
Cina	2,2% =	0,8% =	1,4% ↑	1,2% =	0,0% =
India	6,1% =	7,0% =	6,5% ↓	6,1% =	0,0% =

Fonte: FactSet

(*) Accanto a ciascuna previsione, con riferimento alle previsioni presentate nel precedente Comitato, la freccia rivolta verso l'alto indica una tendenza del consenso a rivedere al rialzo il dato, la freccia verso il basso una tendenza a rivederlo al ribasso, mentre l'uguale affianca valori stabili. L'assenza di indicazioni riguarda i dati per i quali non è disponibile il dato di confronto.

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Come si può notare, negli USA le attese di lungo termine si sono stabilizzate su un livello medio di circa il 2,2%, con oscillazioni attorno alla media di ampiezza decrescente.

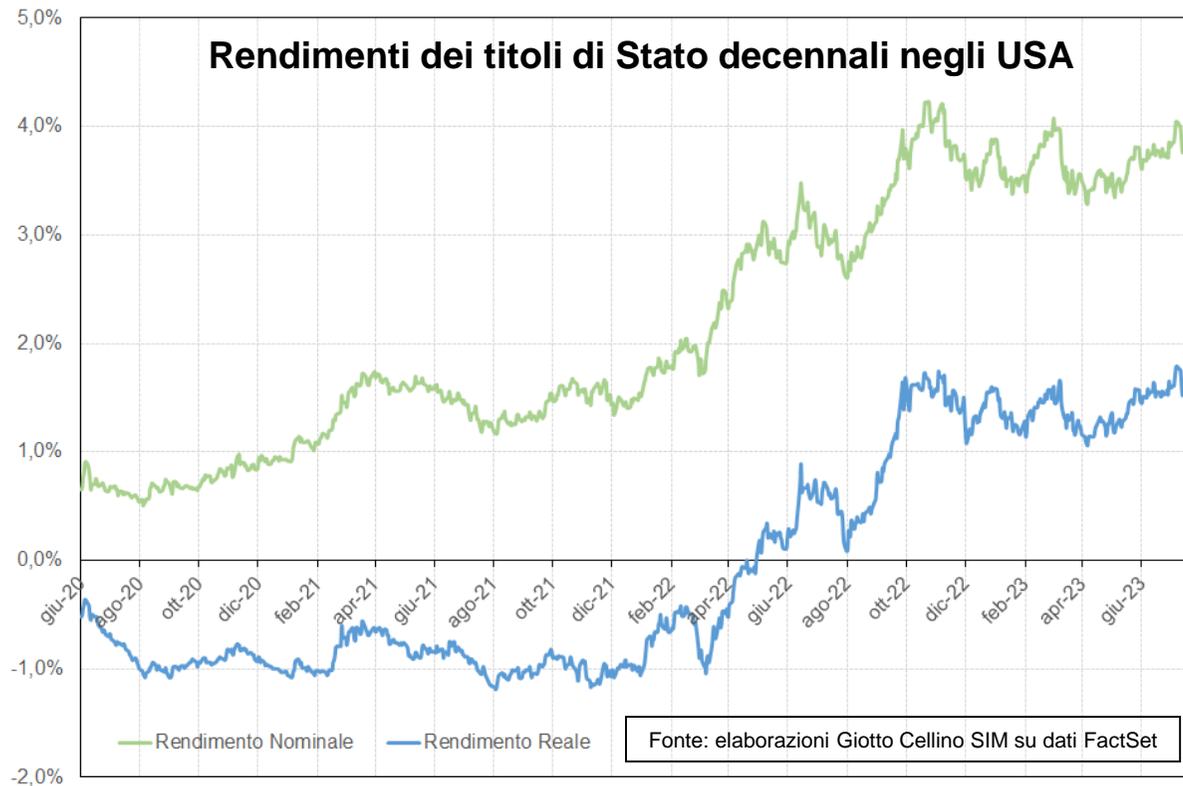
Permane dunque la contrapposizione fra la situazione osservata negli USA e quella che caratterizza l'Eurozona, dove le attese di inflazione a lungo termine non solo superano il 2,5%, ma appaiono anche non ancora stabilizzate.

Per quanto attiene l'inflazione nei prossimi anni, sia negli USA che in Eurozona, si ribadisce l'opinione che, per effetto della deglobalizzazione, si dovrebbe attestare ad un livello superiore alle attuali attese di mercato, presumibilmente al di sopra del 3% (*).

Le attese di inflazione rappresentate nei grafici, sono ricavate dai differenziali di rendimento fra i titoli di Stato USA e tedeschi nominali e gli omologhi titoli indicizzati all'inflazione (c.d. *breakeven inflation*).

(*) Si veda: [«Mercati instabili: quali opportunità di investimento?»](#), p. 6.

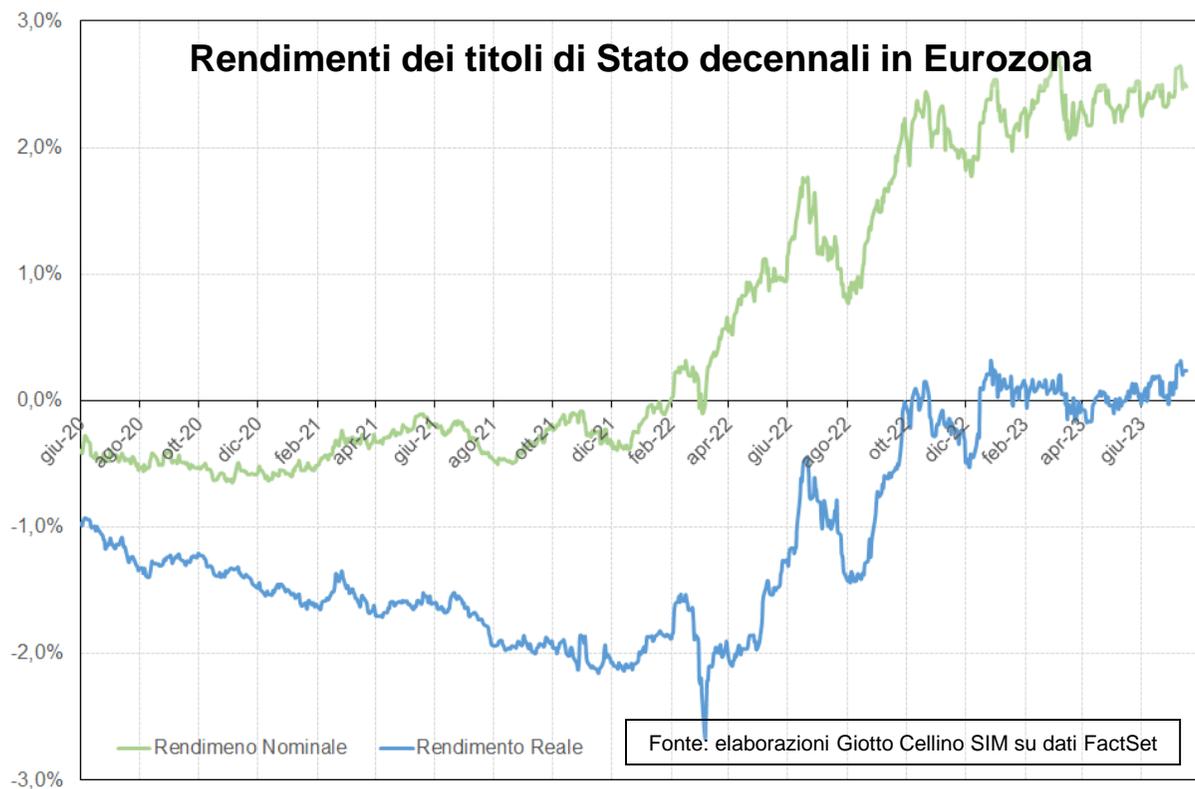
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il rendimento nominale del titolo decennale americano, pari al 3,8% come in occasione del precedente Comitato, continua a lateralizzare tra il 3,5 e il 4%. Laterale anche l'andamento del TIPS di pari scadenza che offre oggi un rendimento reale dell'1,6%, identico a quello osservato in occasione del precedente Comitato.

Per quanto molto cresciuti, i rendimenti reali negli USA continuano a risultare inferiori al livello mediano del 2% osservato prima della grande recessione successiva al fallimento di Lehman Brothers e dell'era delle politiche monetarie super espansive che ne è seguita.

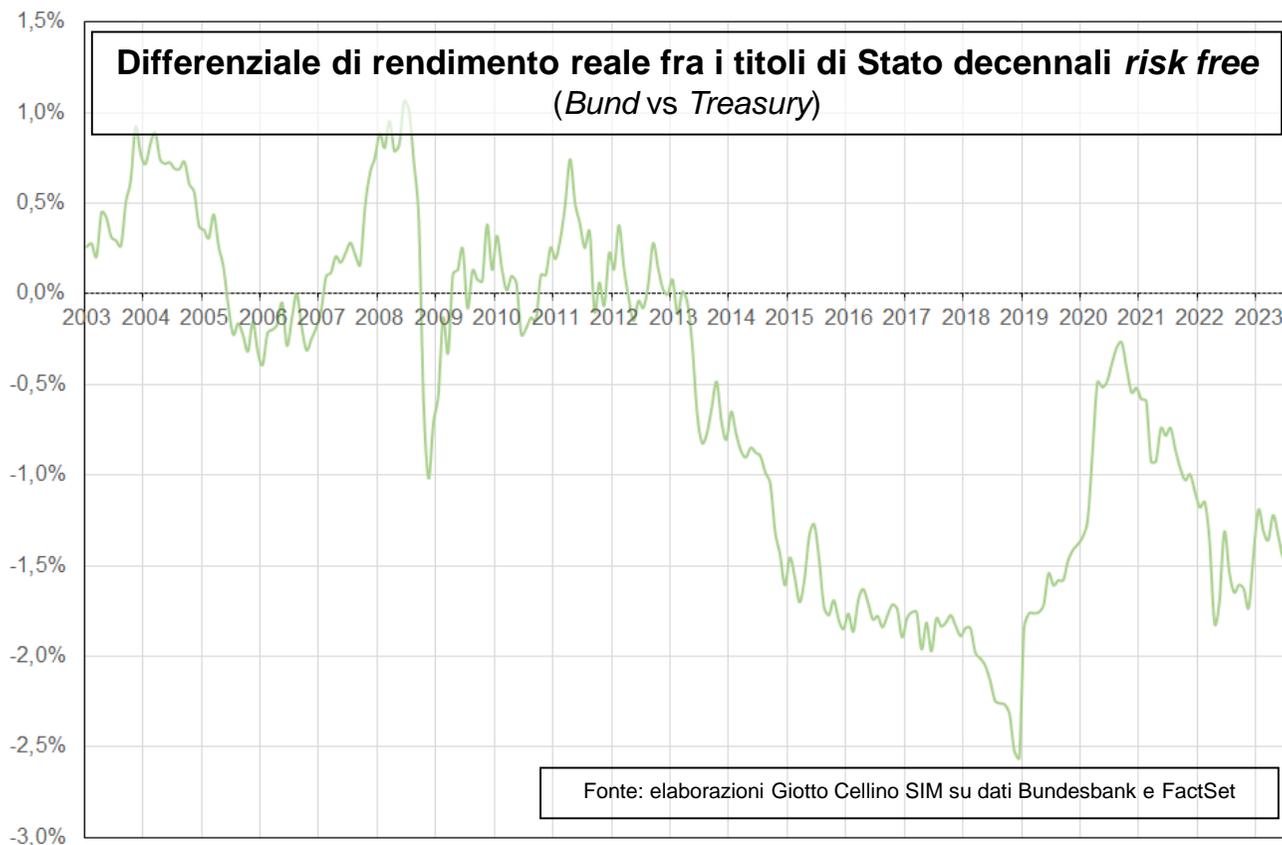
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il rendimento nominale del titolo decennale tedesco è oggi pari al 2,5%, in linea con quanto osservato in occasione del precedente Comitato. Anche in questo caso si osserva un andamento laterale, oscillante fra il 2 e il 2,5%. Il Bund indicizzato all'inflazione di pari scadenza offre oggi un rendimento reale dello 0,2%, anch'esso in linea con quanto osservato in occasione del precedente Comitato. Il rendimento reale decennale privo di rischio sull'euro, dopo un lungo periodo trascorso in territorio negativo, da alcuni mesi oscilla attorno allo 0%.

Per quanto molto cresciuti, i rendimenti reali a lungo termine in Eurozona continuano a risultare decisamente inferiori al livello mediano, pari al 2,5%, osservato prima della grande recessione successiva al fallimento di Lehman Brothers e dell'era delle politiche monetarie super espansive che ne è seguita.

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali

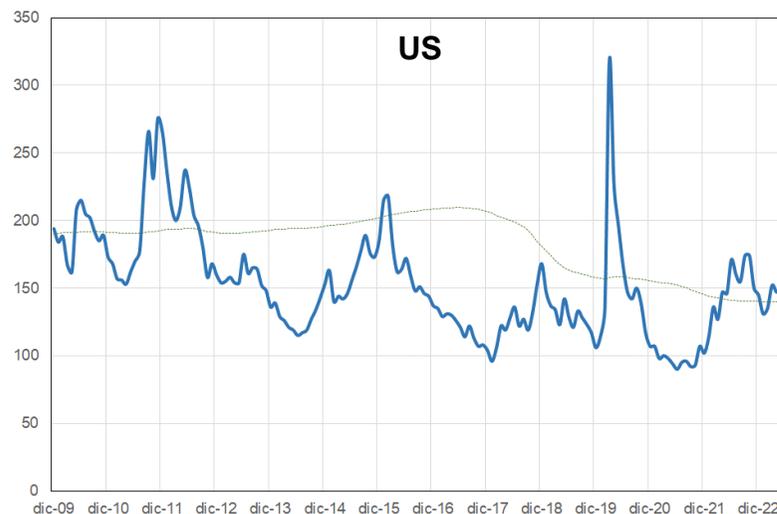


Continuiamo a monitorare il differenziale di rendimento reale tra *Bund* e *Treasury* decennali, sceso stabilmente in area negativa dopo il 2013. Come più volte osservato, non si riscontrano le condizioni necessarie per riportare, nel breve/medio termine, il rendimento del *Bund* su livelli paragonabili a quello del *Treasury* (*). Presumibilmente, quindi, il differenziale fra i rendimenti reali offerti dal dollaro e quelli dell'euro, nettamente favorevole al primo, ci accompagnerà ancora a lungo.

Fino al dicembre 2018, il grafico riporta il differenziale fra il rendimento del TIPS USA e il rendimento reale dei titoli di Stato tedeschi così come riportato dalla Bundesbank (differenza fra il rendimento nominale e le attese di inflazione degli analisti) dal gennaio 2019 anche per i titoli tedeschi si è utilizzato il rendimento del titolo decennale indicizzato all'inflazione.

(*) Si veda: [«Mercati instabili: quali opportunità di investimento?»](#), p. 8.

Gli spread dei titoli corporate *Investment Grade*

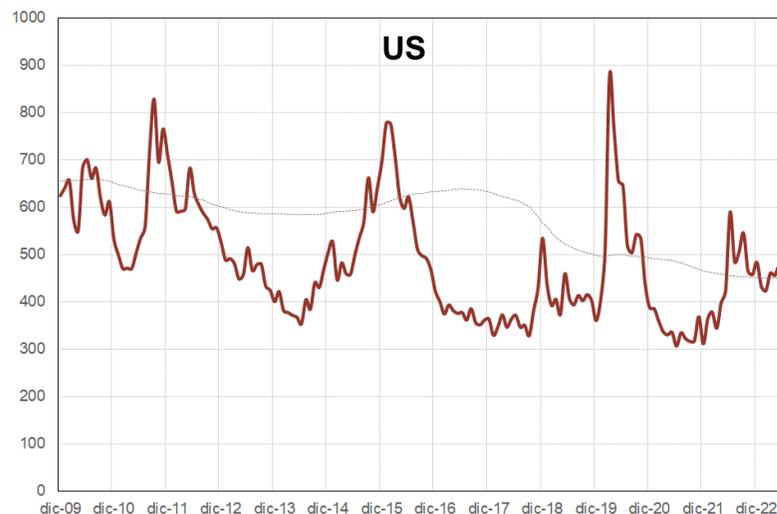
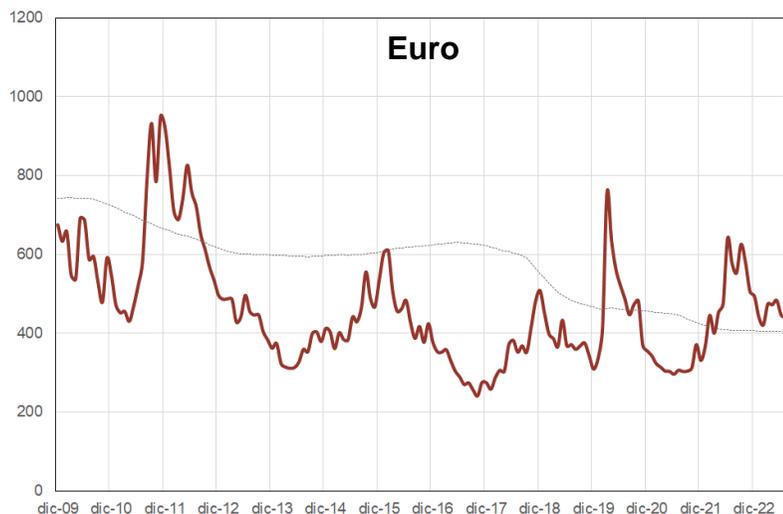


Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

Le emissioni corporate *Investment Grade* (IG) in euro, a differenza di quelle denominate in dollari, continuano a offrire uno spread che risulta significativamente superiore alla media mobile degli ultimi 10 anni: esse costituiscono quindi una buona opportunità di investimento.

Lo spread in linea con la media porta ad esprimere un giudizio più cauto sulle obbligazioni IG denominate in dollari, anche se, come detto, le attese di consenso non vedono per il momento all'orizzonte una recessione, quanto, piuttosto, una crescita stagnante.

Gli spread dei titoli corporate *High Yield*

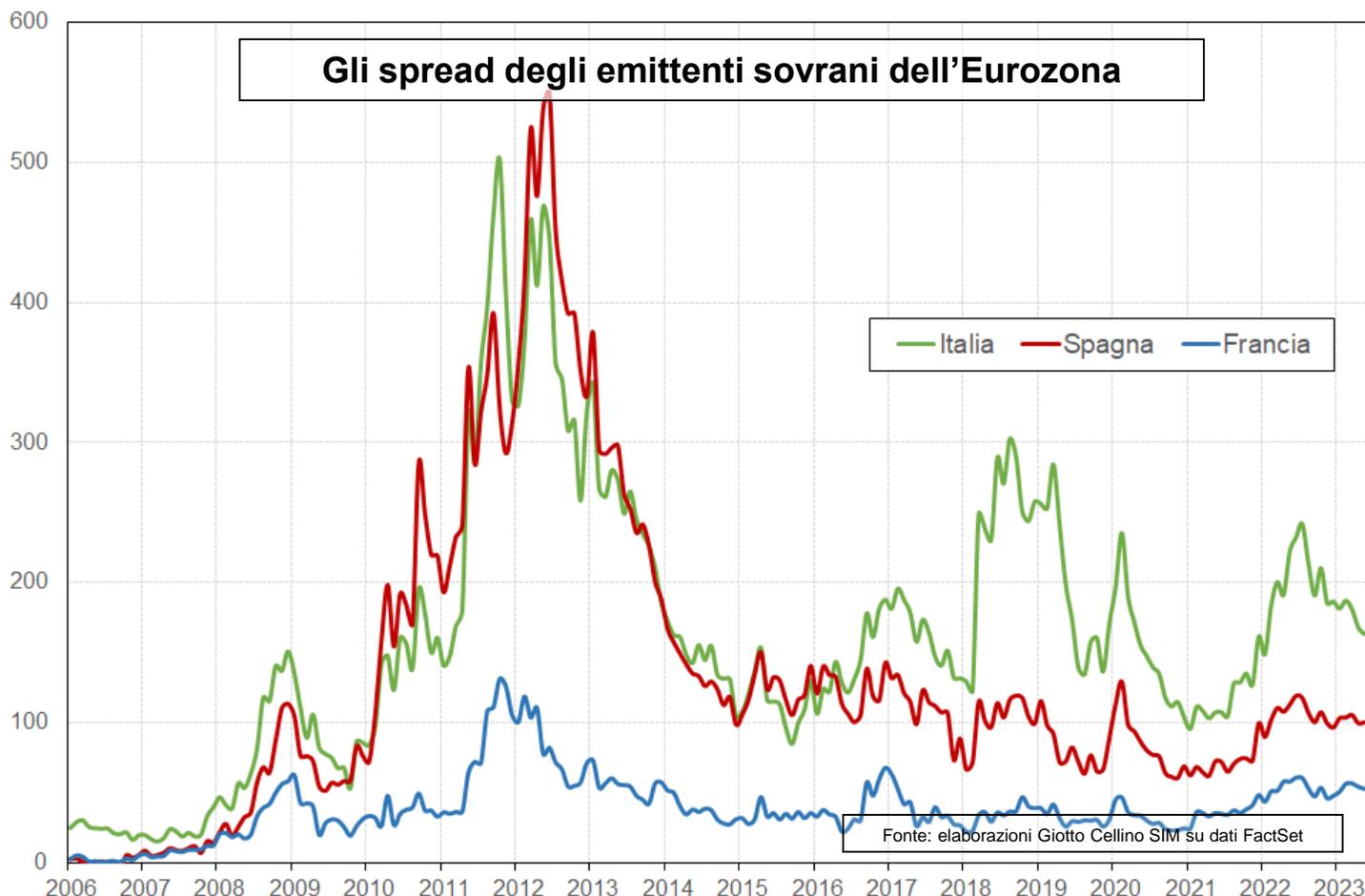


Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

La traiettoria seguita dagli spread delle obbligazioni *High Yield* (HY) è simile a quella di quelle IG: dopo i picchi dell'autunno 2022, infatti, si è avviata una fase di riduzione e, al pari degli omologhi IG, gli spread dei titoli in euro si collocano leggermente al di sopra della media mobile a 10 anni e quelli dei titoli in dollari al di sotto.

Si suggerisce quindi una certa cautela in relazione alle obbligazioni HY, soprattutto per quelle USA.

Gli spread obbligazionari



Per quanto attiene gli spread sovrani dell'Eurozona, il differenziale di rendimento italiano prosegue la fase di restringimento avviata successivamente all'insediamento del nuovo Governo.

Permane il giudizio positivo sui titoli emessi dal Tesoro italiano, caratterizzati da un buon rapporto rischio/rendimento.

Le attese del consenso sui tassi di cambio dell'Euro

	OGGI	2023	2024	2025
Dollaro USA	1,12	1,12	1,15	1,16
Yen giapponese	156,2	147,8	145,0	150,6
Sterlina britannica	0,868	0,874	0,880	0,880
Franco svizzero	0,962	1,000	1,020	1,000
Corona norvegese	11,23	11,25	10,75	10,30
Corona svedese	11,49	11,30	11,00	10,35
Dollaro canadese	1	1,46	1,46	1,52
Dollaro australiano	1,66	1,61	1,64	1,67
Renminbi cinese	8,08	7,84	7,70	-
Lira turca	30,1	31,7	39,1	47,3

Fonte: FactSet

Rendimenti e premi per il rischio di lungo periodo storici e prospettici

	CAPE (17/07/2023)	Rendimento reale annuo atteso (1/CAPE)	Rendimento reale annuo storico (1979-2022)	Excess CAPE Yield	Excess CAPE Yield medio ultimi 25 anni
Italia	17,3	5,8%	4,9%	5,2%	6,0%
Francia	23,0	4,3%	7,2%	3,6%	4,2%
Germania	15,6	6,4%	6,1%	6,3%	4,2%
Spagna	15,0	6,7%	6,8%	6,0%	6,3%
Svizzera	21,9	4,6%	7,4%	4,1%	3,6%
Regno Unito	12,6	7,9%	4,9%	6,5%	5,4%
Giappone	21,3	4,7%	4,1%	5,1%	4,3%
USA	30,8	3,2%	7,9%	2,1%	2,7%
Cina	10,9	9,2%	5,3%	8,3%	4,6%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet, Shiller e Barclays

Il rendimento atteso di Italia, Germania e Regno Unito si mantiene al di sopra della media storica, quello spagnolo risulta in linea mentre Francia e Svizzera presentano valori inferiori. Al di fuori del Vecchio Continente, le valutazioni del mercato giapponese e cinese prospettano un rendimento atteso superiore al dato storico mentre negli USA il CAPE continua a segnalare una sopravvalutazione considerevole, evidenziata da un rendimento atteso significativamente inferiore al dato storico.

Grazie al modesto rendimento reale privo di rischio, in Eurozona il premio per il rischio (ECY) risulta accettabile anche dove il rendimento atteso appare modesto, come in Francia. Anche in Italia e in Spagna, pur collocandosi al di sotto della media storica, l'ECY appare accettabile, mentre in Germania è superiore al dato storico. Al di fuori dell'Eurozona, in Giappone, in Cina e nel Regno Unito l'ECY supera la media storica negli USA è invece inferiore.

NOTE ALLA TABELLA

Il CAPE e l'ECY degli USA sono riferiti all'indice S&P 500, quelli della Cina all'indice MSCI China, gli altri agli indici nazionali elaborati da FactSet. Il rendimento reale annuo storico di tutti i mercati è riferito agli indici nazionali MSCI total return in valuta locale. La metodologia di calcolo e l'interpretazione dei valori indicati in tabella sono illustrati in: [«Il Cyclically Adjusted Price Earnings e l'Excess CAPE Yield»](#).

Il rendimento storico del mercato britannico è riferito al periodo 1988-2022, quello del mercato cinese al periodo 2002-2022. Gli ECY medi del mercato giapponese e cinese sono calcolati su dati riferiti, rispettivamente, agli ultimi 17 e agli ultimi 18 anni.

CAPE e ECY

(oggi e al culmine della bolla speculativa delle dot-com)

	CAPE (17/07/2023)	Excess CAPE Yield (17/07/2023)	CAPE (31/12/1999)	Excess CAPE Yield (31/12/1999)
Italia	17,3	5,2%	52,2	0,7%
Francia	23,0	3,6%	49,6	-1,4%
Germania	15,6	6,3%	43,2	-0,8%
Spagna	15,0	6,0%	32,8	2,0%
Svizzera	21,9	4,1%	28,7	1,3%
Regno Unito	12,6	6,5%	28,7	1,3%
Giappone	21,3	5,1%	N.D.	N.D.
USA	30,8	2,1%	44,2	-1,1%
Cina	10,9	8,3%	N.D.	N.D.

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet, Shiller e Barclays

Integriamo l'analisi di lungo periodo con un confronto fra i valori correnti del CAPE e dell'ECY e i livelli che gli stessi raggiunsero a fine 1999, in corrispondenza del picco della bolla delle dot-com.

L'analisi confuta il parallelismo che talvolta viene effettuato fra la situazione attuale e quella osservata a fine millennio. Si noti, in particolare, il dato relativo al mercato USA, la cui rilevante sopravvalutazione è fuori discussione, ma i cui livelli valutativi appaiono molto distanti da quelli della bolla delle dot-com.

Non si può escludere la possibilità che alcuni titoli esprimano valutazioni da bolla speculativa, in particolare quelli riferibili al tema della *Artificial Intelligence*, ma la peculiarità del fenomeno in corso consiste nel fatto che, a differenza di quanto accaduto nel 2000, l'interesse degli investitori si sta concentrando su pochi titoli, prevalentemente statunitensi e a grande capitalizzazione, senza

diffondersi oltre.

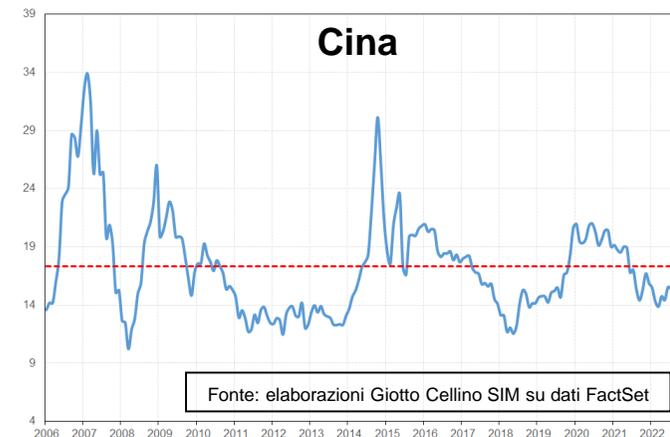
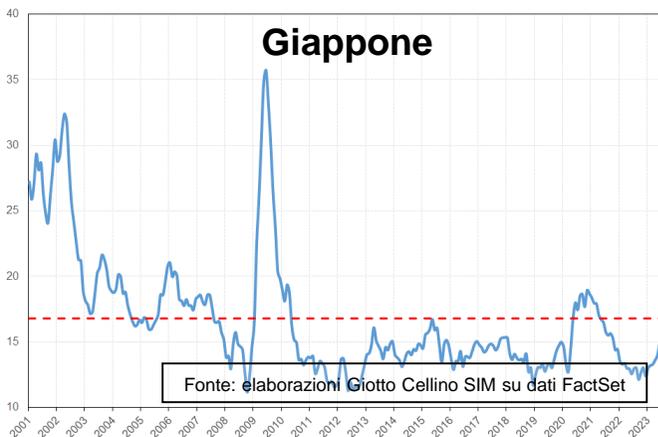
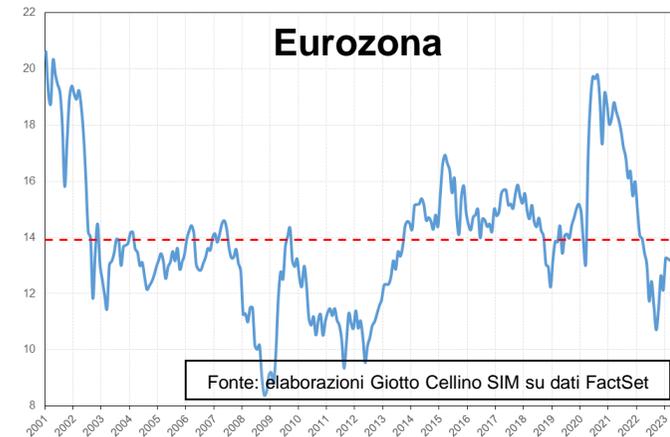
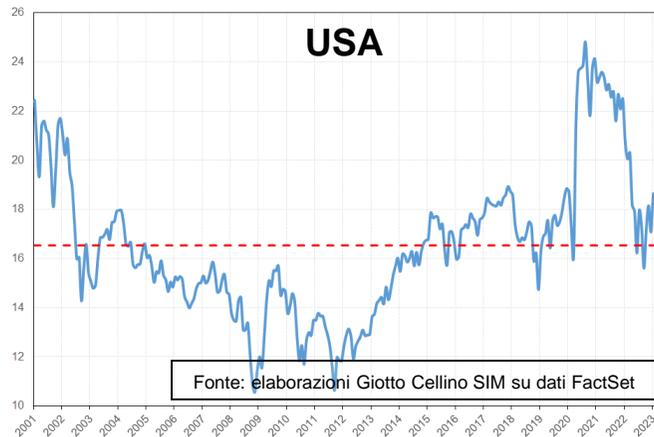
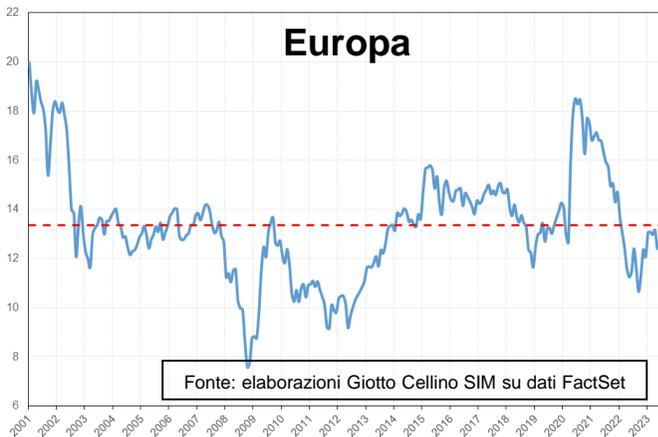
La bolla del 2000 si estese a tutti i mercati internazionali e a un grande numero di settori e di titoli, sostenuta dall'idea che non esistessero barriere alla diffusione delle nuove tecnologie, coerentemente con lo spirito del tempo, dominato dalla globalizzazione economica iniziata con la caduta del muro di Berlino.

La bolla che si starebbe gonfiando oggi nel comparto dell'*Artificial Intelligence* risente invece di un contesto geopolitico profondamente mutato: la de-globalizzazione e la nuova guerra fredda che caratterizzano l'era in cui viviamo, infatti, inducono a pensare che l'innovazione tecnologica sarà guidata dall'occhio vigile dei governi, che finanzieranno e difenderanno tecnologie sviluppate all'interno dei propri confini: per questo il mercato si è persuaso, a nostro giudizio correttamente, che gli attori principali di questa nuova fase di evoluzione tecnologica saranno i grandi campioni nazionali.

Difficilmente, quindi, si assisterà alla corsa all'acquisto di titoli a media e piccola capitalizzazione di società innovative (o presunte tali) che invece caratterizzò la bolla del 2000.

Rapporto prezzo/utile forward

(prezzo corrente rapportato agli utili attesi nei 12 mesi successivi)



Nei grafici è rappresentato il rapporto prezzo/utile *forward* a 12 mesi, un multiplo più "veloce" del CAPE, rispetto al quale risulta molto più sensibile agli effetti congiunturali.

L'analisi conduce ad esiti concordanti con quelli ottenuti dal CAPE: l'Europa (in particolare l'Eurozona), il Giappone e la Cina quotano a livelli inferiori alla media storica (linea rossa tratteggiata), mentre appare evidente la sopravvalutazione degli USA, il cui multiplo, sia pure in misura meno marcata di quanto osservato tramite il CAPE, eccede la media storica.

Implicazioni per i mercati azionari e obbligazionari dello scenario descritto

- I rendimenti reali dei titoli *risk free* denominati in euro risultano solo di poco superiori allo zero, mentre quelli sui titoli in dollari si sono avvicinati ai livelli precedenti le politiche monetarie super espansive. Ne deriva un contesto di premi per il rischio azionario elevati (in Europa in Giappone e anche in Cina) e in deterioramento negli USA, dove oramai anche l'ECY, indicatore che ha controbilanciato a lungo la forte sopravvalutazione evidenziata dal CAPE, segnala l'incapacità del mercato americano di remunerare adeguatamente il rischio. Le valutazioni in Europa, Giappone e Cina, invece, risultano ancora generalmente interessanti.

- Per gli investimenti obbligazionari in euro, il rialzo dei rendimenti nominali non è ancora sufficiente a rendere appetibili i titoli *risk free*. Rendimenti interessanti si possono ottenere sui titoli *high yield* (rispetto ai quali si invita ad una certa cautela in considerazione della riduzione degli spread che però rimangono sopra la media) e nella fascia bassa degli emittenti *investment grade* (con particolare attenzione ai titoli di Stato italiani).

Diversa la situazione negli USA, dove i rendimenti dei titoli privi di rischio, per quanto ancora modesti se osservati in una prospettiva storica, risultano già attraenti.

I titoli ad elevata *duration* potranno essere accumulati nel tempo, approfittando delle fasi di debolezza.

Si continua a guardare positivamente all'investimento in titoli indicizzati all'inflazione.

Le previsioni attualmente disponibili suggeriscono, per il 2023, la possibilità di un rallentamento della crescita che porterà probabilmente a una stagnazione piuttosto che a una vera e propria recessione. Anche nel 2024 l'economia europea e quella USA sono viste crescere ad un ritmo modesto.

Le previsioni di crescita per l'economia cinese cominciano a segnalare un raffreddamento degli entusiasmi che le caratterizzavano a inizio anno: in Cina, infatti, i benefici per l'economia derivanti dalle riaperture post-COVID appaiono molto meno significativi di quelli sperimentati nei paesi industrializzati, nei quali, grazie al sostegno delle politiche fiscali espansive, le famiglie avevano accumulato ingenti risparmi nel corso dei lock-down.

La tenuta della profittabilità di impresa continua a sostenere i mercati azionari, costituiscono invece fattori sfavorevoli alla congiuntura e ai mercati azionari il perdurare del conflitto in Ucraina, cui si associa il rischio di escalation, le rinnovate tensioni fra la Cina e Taiwan e un'inflazione che, pur avendo probabilmente raggiunto il picco, non appare ancora del tutto sotto controllo, soprattutto in Eurozona.

Il forte interesse degli investitori per i titoli riferibili al tema della *Artificial Intelligence* si sta concretizzando in comportamenti molto differenti rispetto a quelli osservati in occasione della bolla speculativa delle dot-com: ora gli acquisti si concentrano su pochi selezionati titoli a grande capitalizzazione e non si rinvergono ragioni per pensare che tale tendenza possa mutare e l'euforia estendersi a vasti segmenti del mercato, come invece accaduto nel 2000.

Come già constatato nei precedenti Comitati, i rendimenti attesi dei mercati azionari e di quelli obbligazionari, pur in presenza di rilevanti differenze, risultano generalmente appetibili. Le eccezioni più significative sono rappresentate dal mercato azionario USA, decisamente sopravvalutato, e l'investimento obbligazionario *risk free* denominato in euro che, anche sulle scadenze più lunghe, non è in grado di salvaguardare adeguatamente il potere d'acquisto del capitale investito.

Permane il giudizio positivo sui mercati azionari dell'Eurozona, sostenuti dalle interessanti valutazioni; analogo giudizio, per il medesimo motivo, si esprime sul mercato giapponese e su quello britannico.

Positivo, come in precedenza, anche il giudizio sui mercati emergenti, nonostante la riapertura dell'economia cinese non stia offrendo alla congiuntura economica i benefici sperati, infine, a causa delle valutazioni elevate, si mantiene il giudizio negativo sul listino USA.

Rimane invariata, stanti le attuali attese di inflazione e il livello raggiunto dai tassi, l'indicazione di sovrappesare i titoli *value* a discapito dei titoli *growth* (per una dettagliata disamina delle argomentazioni a supporto di questa indicazione, si veda [«Value vs Growth»](#)).

Le mutate prospettive congiunturali invitano ad una certa cautela relativamente ai titoli appartenenti ai settori ciclici. Le valutazioni di tali titoli risultano però sovente interessanti, il che, unitamente alla constatazione che le attese di crescita, per quanto declinanti, non indicano una vera e propria recessione, ci porta a mantenere un giudizio complessivamente positivo sul comparto.

Per quanto riguarda gli investimenti obbligazionari, si mantiene il suggerimento di sfruttare le possibili fasi di debolezza per accumulare titoli a elevata *duration*.

In assenza di rendimenti reali positivi sui titoli *risk free* in euro, si suggeriscono emittenti corporate, sia *high yield* che *investment grade* di fascia bassa, e i titoli di Stato italiani, sia nominali che indicizzati all'inflazione.

In relazione alla componente valutaria, si reitera l'invito ad inserire nei portafogli divise che potrebbero trarre beneficio dalla scarsità delle materie prime energetiche, quali la corona norvegese. Per quanto concerne invece il dollaro, lo spazio di ulteriore indebolimento della divisa USA sembrerebbe oramai contenuto, stanti il forte deprezzamento già osservato e il differenziale dei rendimenti reali che dovrebbe sfavorire l'euro nel medio termine.

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.