Eventi principali

Azimut Global Network

- Milan
- Abu Dhabi
- Austin
- Cairo
- Dubai
- Dublin
- Hong Kong
- Estoril
- Istanbul
- Lugano
- Luxembourg
- Mexico City
- Miami
- Monaco
- New York
- Santiago
- São Paulo
- Shanghai
- Singapore
- St Louis
- Sydney
- Taipei

CPI US (11.13)
Sia l'inflazione headline che quella core negli Stati Uniti dovrebbero rimanere stabili al 3%.

DATI CINESI (14.11)
Si prevede che la crescita su base annua delle vendite al dettaglio, della produzione industriale e degli investimenti fissi rallenterà ulteriormente.

PIL GIAPPONESE (17.11)
L'economia giapponese si è contratta del 2,4% su base annua nel 3° trimestre, allentando la pressione sulla BoJ per aumentare i tassi di interesse.

FOMC MINUTES (20.11)
I verbali aiuteranno a valutare quanto sia realistico che la Fed possa astenersi dal tagliare i tassi a dicembre, come ha suggerito Powell nella sua ultima conferenza stampa.

Mercati sviluppati: monitoraggio della stagione degli utili del 3° trimestre 2025

- **Questa stagione degli utili è più forte delle attese, soprattutto negli Stati Uniti. La crescita degli utili per azione (EPS) riportata è +16% annuo negli USA contro +1% in Europa, con scostamenti rispetto alle stime del +9% e +2%, rispettivamente.**
- **Sia in Europa che negli Stati Uniti, la maggior parte della crescita dell'EPS su base annua è trainata dai settori tecnologico, finanziario e dei servizi di comunicazione.**
- **Le trascrizioni delle earnings call del Q3 2025 mostrano che margini, effetti valutari, benefici dell'AI e domanda restano i temi principali. Le prospettive e i commenti sulla domanda sono leggermente migliorati e le aziende sono molto più ottimiste sui margini rispetto al Q2.**

Ad oggi, oltre la metà delle aziende ha già riportato i risultati negli USA e in Europa. In sintesi, questa stagione degli utili è più forte delle attese, soprattutto negli USA. La crescita degli utili per azione (EPS) riportata è +16% annuo negli USA contro +1% in Europa, con scostamenti rispetto alle stime del +9% e +2%, rispettivamente. Negli USA, i settori Tech, Finanziario e Communication Services guidano la maggior parte degli utili, mentre i settori legati ai consumi sono più deboli. In Europa, i settori consumer e commodities pesano sui risultati complessivi.

Stati Uniti (S&P 500)

Per il trimestre luglio-settembre, le aziende statunitensi hanno registrato una crescita delle vendite del 9% e un aumento degli utili per azione (EPS) del 16%. In particolare, il 68% delle aziende ha superato le stime di vendita, con uno scostamento complessivo positivo del 3%. Tutti i settori mostrano crescita delle vendite. Sul fronte degli utili, l'83% delle aziende ha superato le stime del consensus, con uno scostamento positivo del 9%.

La maggior parte della crescita degli utili per azione (EPS) è trainata dai settori Technology, Financials e Communication Services, mentre i settori consumer, sia Discretionary che Staples, mostrano una crescita degli utili negativa o piatta in questo trimestre. Le reazioni dei prezzi azionari sono state insolite: le aziende che hanno superato le stime hanno registrato una reazione mediana negativa di -40 punti base, mentre i mancati target sono stati fortemente penalizzati con un calo mediano di -270 punti base.

Dopo un calo costante fino a metà 2025, le stime di consenso sugli EPS per il 2025 e il 2026 hanno recentemente invertito la tendenza e sono aumentate.

(continua)

S&P: Riepilogo Q3 2025

	No. of cos reported	/	Total	% reported	% cos beating EPS estimates	% cos Missing EPS estimates	EPS surprise	%yoy EPS growth	% cos beating Sales estimates	% cos Missing Sales estimates	Sales surprise	%yoy Sales growth
S&P500	**257**	/	**499**	**52%**	**83%**	**13%**	**9%**	**16%**	**68%**	**14%**	**3%**	**9%**
Energy	9	/	22	41%	89%	0%	12%	27%	78%	11%	5%	5%
Materials	12	/	26	46%	75%	17%	11%	17%	83%	8%	2%	4%
Industrials	53	/	79	67%	83%	17%	0%	8%	51%	25%	2%	7%
Discretionary	23	/	50	46%	74%	22%	6%	-7%	65%	9%	5%	6%
Staples	15	/	36	42%	87%	0%	4%	0%	53%	7%	1%	2%
Healthcare	30	/	60	50%	90%	7%	11%	14%	83%	7%	3%	12%
Financials	50	/	75	67%	88%	12%	8%	22%	80%	12%	3%	10%
IT	21	/	68	31%	86%	10%	13%	34%	81%	0%	3%	15%
Com. Services	9	/	21	43%	67%	22%	13%	17%	33%	22%	1%	11%
Utilities	13	/	31	42%	77%	23%	6%	14%	69%	31%	1%	9%
Real Estate	22	/	31	71%	77%	14%	3%	8%	64%	14%	2%	8%
Ex-Financials & Real Estate	**185**	/	**393**	**47%**	**82%**	**14%**	**9%**	**14%**	**65%**	**14%**	**3%**	**9%**
Ex-Energy	**248**	/	**477**	**52%**	**83%**	**14%**	**9%**	**16%**	**68%**	**14%**	**3%**	**9%**
Cyclicals	**109**	/	**223**	**49%**	**81%**	**17%**	**8%**	**15%**	**63%**	**15%**	**3%**	**8%**
Defensives	**67**	/	**148**	**45%**	**84%**	**10%**	**10%**	**13%**	**67%**	**13%**	**2%**	**10%**

Fonte: JP Morgan

Big Tech

Alphabet ha riportato un trimestre eccezionale, segnando il suo primo trimestre con ricavi superiori a 100 miliardi di dollari, con un aumento totale del 16% su base annua (15% al netto degli effetti valutari). Search, precedentemente considerato il più a rischio per l'AI, è cresciuto del 14,5%, suggerendo che l'integrazione dell'AI sta migliorando la monetizzazione invece di cannibalizzarla. Anche i ricavi di Google Cloud sono accelerati al 34%, trainati da una forte domanda di AI enterprise. Complessivamente, i risultati mostrano che search potenziata dall'AI e l'adozione del cloud sono complementari, trasformando l'AI da rischio a opportunità.

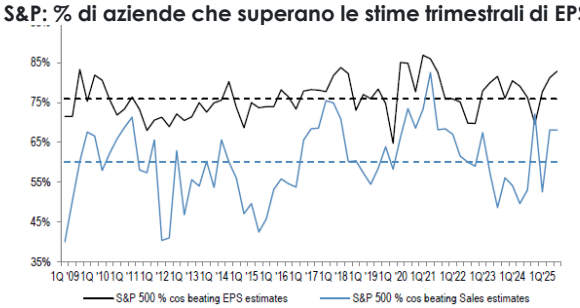
Meta ha registrato una crescita dei ricavi del 26%, superiore del 3,5% rispetto al consensus, mentre l'utile operativo ha superato le attese del 5%. Sebbene le previsioni per il Q4 (16–22% YoY) suggeriscano un rallentamento, appaiono conservative. Le stime di CapEx sono aumentate per il FY25 a 70–72 miliardi di dollari indicando un incremento "notevolmente più alto" per il FY26. Anche le spese totali sono previste in forte crescita nel 2026, con possibile pressione sui margini. Il mercato ha reagito con cautela, penalizzando Meta per il ritmo aggressivo degli investimenti, pur essendo destinati all'infrastruttura AI a lungo termine.

Amazon ha registrato risultati impressionanti, trainati da una riaccelerazione di AWS e da un tono ottimista sulla leadership nell'AI. La crescita dei ricavi di AWS si è rafforzata, mentre margini e profittabilità hanno superato le attese. La direzione ha sottolineato che la domanda legata all'AI sta generando carichi di lavoro incrementali e crescita dei ricavi. La combinazione di maggiore profittabilità di AWS e ampliamento del CapEx evidenzia il ruolo centrale di Amazon nel ciclo dell'infrastruttura AI.

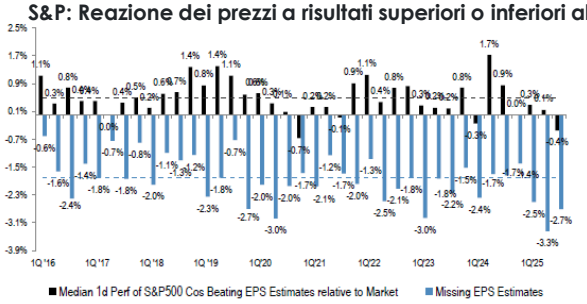
Microsoft ha registrato risultati eccezionali nel Q1FY26, con ricavi in crescita del 18,4% YoY a 77,7 miliardi di dollari. Azure e altri servizi cloud sono cresciuti del 40%, accelerando rispetto al 39% del trimestre precedente. La direzione ha sottolineato che la domanda rimane così intensa da essere limitata dalla capacità disponibile, che difficilmente si normalizzerà prima della fine del FY26. Un nuovo ordine da 250 miliardi di dollari da OpenAI evidenzia ulteriormente la forte domanda di cloud e la posizione consolidata di Microsoft come infrastruttura chiave per l'AI.

Apple ha riportato solidi risultati per il trimestre di settembre, con ricavi a 102 miliardi di dollari (+8% YoY) e margini lordi al 47,2%, entrambi superiori al consensus. L'EPS ha superato le stime del 4%, grazie al controllo dei costi. La guidance per il trimestre di dicembre prevede un aumento dei ricavi dell'11% YoY, implicando un +4–5% rispetto al consensus, trainato dalla crescita a doppia cifra degli iPhone. Alcuni nuovi modelli di iPhone hanno registrato vincoli di offerta, non per problemi di produzione, ma perché la domanda ha superato le previsioni iniziali di Apple.

S&P: % di aziende che superano le stime trimestrali di EPS/vendite



S&P: Reazione dei prezzi a risultati superiori o inferiori alle stime



Fonte di entrambi i grafici: JP Morgan

(continua)

STOXX 600: Riepilogo Q3 2025

	No. of cos reported / Total			% reported	% cos beating EPS estimates	% cos Missing EPS estimates	EPS surprise	%yoy EPS growth	% cos beating Sales estimates	% cos Missing Sales estimates	Sales surprise	%yoy Sales growth
Stoxx600	224	/	413	54%	56%	44%	2%	1%	43%	38%	1%	-1%
Energy	13	/	20	65%	69%	31%	5%	-11%	38%	62%	3%	-8%
Materials	18	/	35	51%	47%	53%	-7%	-10%	17%	61%	0%	-2%
Industrials	53	/	92	58%	58%	42%	-1%	6%	45%	38%	3%	7%
Discretionary	20	/	38	53%	29%	71%	-77%	-83%	28%	56%	1%	-1%
Staples	19	/	29	66%	29%	71%	2%	-2%	11%	39%	-1%	-2%
Healthcare	14	/	37	38%	50%	50%	7%	0%	57%	29%	1%	3%
Financials	42	/	81	52%	69%	31%	8%	14%	72%	15%	2%	1%
IT	17	/	23	74%	73%	27%	5%	12%	47%	35%	0%	2%
Com. Services	11	/	24	46%	29%	71%	-2%	11%	30%	20%	0%	-18%
Utilities	7	/	18	39%	43%	57%	3%	0%	33%	67%	-3%	2%
Real Estate	10	/	16	63%	33%	67%	-18%	28%	43%	29%	0%	-6%
Ex-Financials & Real Estate	172	/	316	54%	53%	47%	-2%	-8%	36%	43%	1%	-1%
Ex-Energy	211	/	393	54%	55%	45%	1%	4%	43%	36%	1%	1%
Cyclicals	108	/	188	57%	56%	44%	-11%	-12%	38%	44%	1%	2%
Defensives	51	/	108	47%	39%	61%	5%	0%	31%	35%	0%	-2%

Nvidia riporterà il 19 novembre.

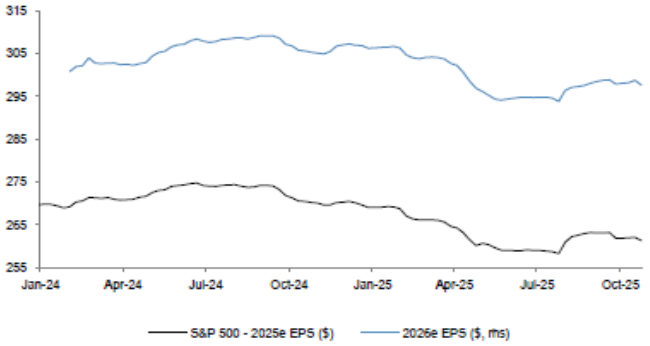
Europa (STOXX 600)

Con il 54% delle aziende che ha riportato i risultati, gli utili del Q3 mostrano una crescita contenuta. Le aziende dello STOXX 600 hanno registrato un calo dei ricavi dell'1%, comunque superiore dell'1% alle stime. Sul fronte dei ricavi, il 43% delle aziende ha superato le stime, ma 6 settori su 11 sono in calo su base annua.

Sul fronte degli utili, la crescita degli EPS è del +1% YoY, con uno scostamento positivo del 2%. Il 56% delle aziende ha superato le stime sugli EPS. I settori commodities e consumer sono stati particolarmente deboli, con Energy, Materials, Discretionary e Staples che registrano una crescita EPS negativa. Escludendo il settore Discretionary, la crescita degli EPS europei sarebbe del +6% YoY.

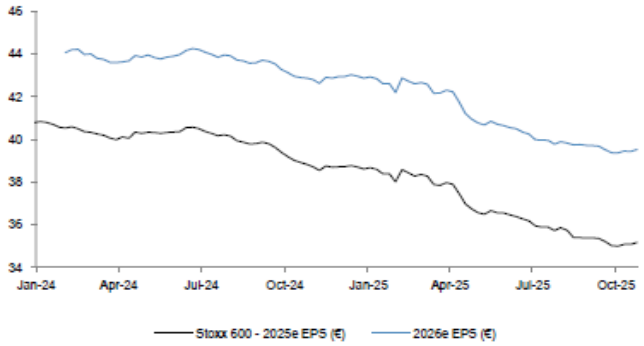
Le reazioni dei prezzi azionari in Europa sono state forti per i risultati superiori alle stime (mediana +140 bps). I mancati target hanno avuto invece una reazione relativamente contenuta (mediana -50 bps), suggerendo un sentiment di mercato resiliente. A differenza degli USA, le stime di consenso sugli EPS per il 2025 e il 2026 in Europa hanno continuato il loro calo costante.

S&P: Evoluzione delle stime degli utili per azione per il 2025 e il 2026



Fonte: JP Morgan

STOXX 600: Evoluzione delle stime degli utili per azione per il 2025 e il 2026



Fonte: JP Morgan

Giappone (Topix)

Con il 20% delle aziende del Topix che ha riportato i risultati del Q2 FY 2025 (luglio-settembre), il 58% ha superato le stime sugli EPS. La crescita aggregata degli EPS è del +14% YoY, con 2 settori su 10 in calo.

Sul fronte dei ricavi, il 49% delle aziende ha superato le stime, con una crescita complessiva delle vendite del +2% YoY, e 7 settori su 11 in crescita. Le stime sugli EPS per il 2025 in Giappone rimangono sostanzialmente solide e stanno leggermente aumentando, mentre quelle per il 2026 sembrano aver toccato il minimo e sono anch'esse in lieve rialzo.

(continua)

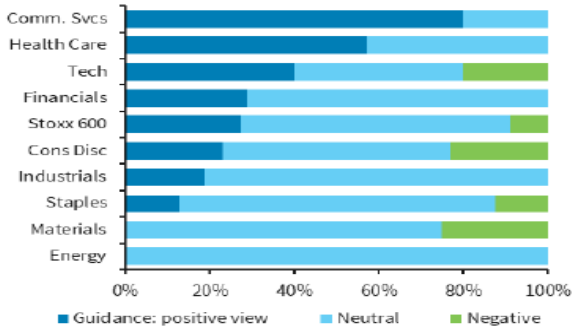
TOPIX: Riepilogo Q2 '26 (trimestre luglio-settembre)

	No. of cos reported / Total			% reported	% cos beating EPS estimates	% cos Missing EPS estimates	EPS surprise	%yoy EPS growth	% cos beating Sales estimates	% cos Missing Sales estimates	Sales surprise	%yoy Sales growth
Topix	330	/	1662	20%	58%	42%	2%	14%	49%	40%	1%	2%
Energy	1	/	15	7%	-	-	-	-	-	-	-	-3%
Materials	20	/	160	13%	40%	60%	-30%	5%	36%	50%	-1%	-4%
Industrials	74	/	448	17%	60%	40%	2%	22%	48%	45%	2%	6%
Discretionary	72	/	291	25%	57%	43%	8%	8%	60%	31%	0%	3%
Staples	44	/	145	30%	46%	54%	11%	45%	30%	45%	-2%	0%
Healthcare	19	/	86	22%	50%	50%	3%	-39%	25%	56%	-1%	1%
Financials	19	/	127	15%	60%	40%	15%	-1%	38%	63%	10%	9%
IT	54	/	250	22%	64%	36%	2%	24%	47%	40%	2%	8%
Com. Services	10	/	79	13%	100%	0%	16%	82%	75%	13%	3%	25%
Utilities	10	/	23	43%	80%	20%	29%	59%	100%	0%	7%	-3%
Real Estate	7	/	37	19%	33%	67%	-21%	5%	67%	33%	-5%	15%
Ex-Financials & Real Estate	304	/	1497	20%	59%	41%	2%	15%	48%	39%	1%	2%
Ex-Energy	329	/	1647	20%	58%	42%	2%	14%	49%	40%	1%	2%
Cyclicals	220	/	1149	19%	59%	41%	-3%	17%	50%	39%	1%	5%
Defensives	83	/	333	25%	59%	41%	11%	12%	44%	38%	0%	-1%

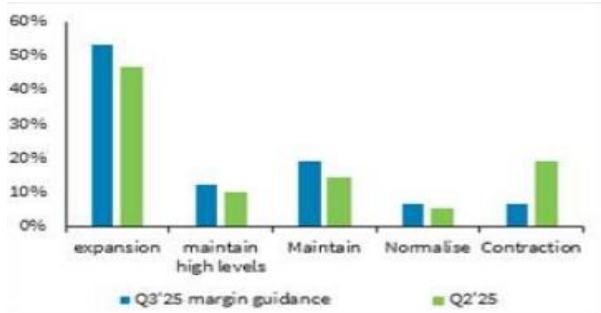
Analisi delle trascrizioni, ritorno del capitale e guidance

Le trascrizioni delle earnings call del Q3 2025 evidenziano che margini, effetti valutari, benefici dell'AI e domanda restano i temi principali. L'impatto valutario è stato nuovamente un ostacolo significativo, con l'87% delle aziende che ha citato effetti negativi dalle fluttuazioni valutarie. In netto contrasto, l'"Intelligenza Artificiale" è emersa come tema fortemente positivo, con il 94% delle menzioni positive, trainata dai settori Technology, Financials e Industrials. I commenti sull'"Economia" rimangono una preoccupazione centrale, con il 58% delle menzioni negative, mentre i "Tariff" continuano a rappresentare un freno (45% negativo).

Le prospettive e i commenti sulla domanda sono migliorati leggermente. Il sentiment complessivo della guidance è stato per lo più neutrale (64% delle menzioni), con solo il 9% negativo. Il sentiment sulla domanda ha registrato un piccolo miglioramento rispetto al Q2, con il 50% delle aziende che ha citato una domanda positiva. I margini hanno rappresentato un punto di forza, con il 63% delle menzioni positive. Le aziende sono molto più ottimiste sui margini rispetto al Q2, con la maggioranza che prevede ulteriori espansioni. Per settore, Communication Services, Health Care e Tech risultano più positivi sulla guidance, mentre Discretionary (Auto) e Materials sono i più negativi.



Fonte: Alphasense, Barclays research



Fonte: Alphasense, Barclays research

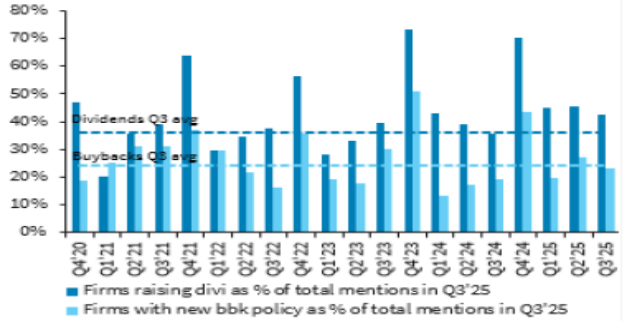
Infine, i programmi di ritorno del capitale sono rimasti solidi. Gli annunci di dividendi hanno mantenuto livelli elevati, ben al di sopra della media storica. I nuovi annunci di buyback sono stati vicini ai livelli medi, sebbene inferiori ai livelli forti osservati nel Q2.

Punti chiave dalle trascrizioni

Q3 2025	Positive	Neutral	Negative	mentions as % of total
Margins	63%	20%	17%	70%
FX	5%	8%	87%	54%
Guidance/Outlook	27%	64%	9%	52%
Demand	50%	26%	24%	43%
Economy	10%	32%	58%	40%
Artificial Intelligence	94%	6%	0%	32%
Tariffs	2%	52%	45%	28%
Capex	33%	47%	21%	28%
China	36%	21%	44%	25%
Dividends	94%	6%	0%	21%
Inventory	19%	52%	29%	20%
Buybacks	90%	10%	0%	19%
Inflation	29%	38%	29%	15%
Layoff	5%	20%	75%	13%

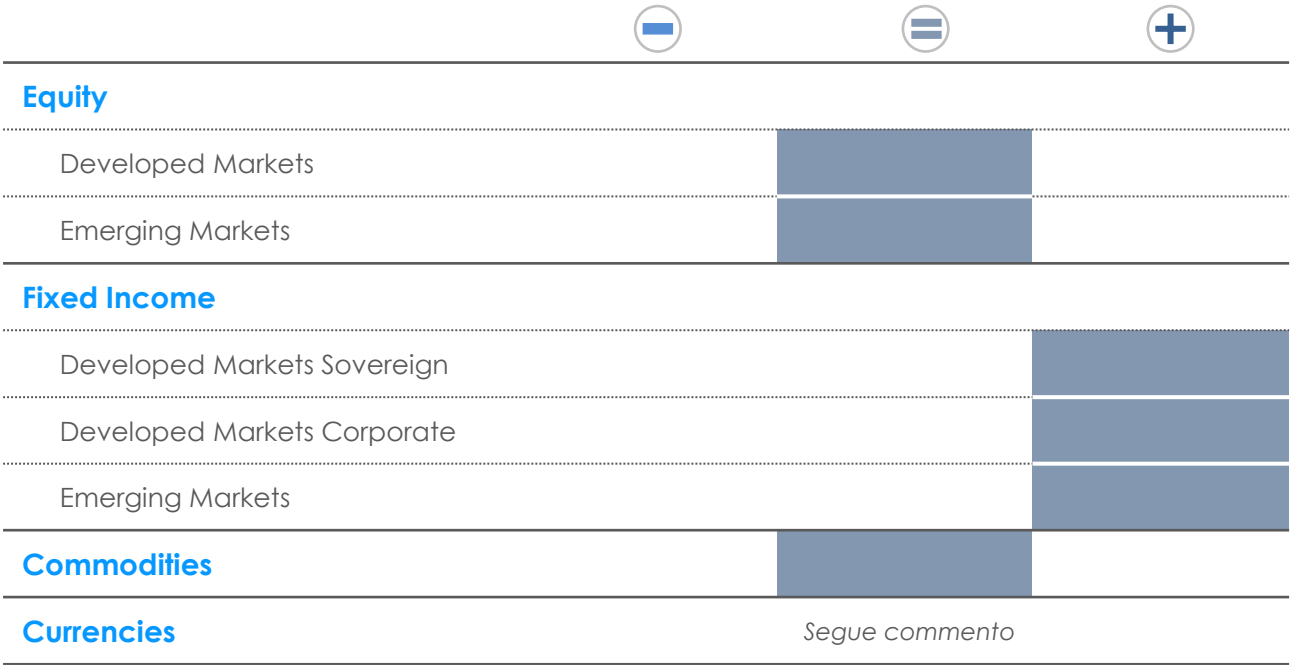
Fonte: Alphasense, Barclays research

Dividend/Buybacks



Fonte: Alphasense, Barclays research

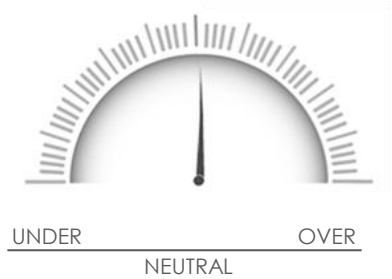
Asset Allocation View



UNDER NEUTRAL OVER

Equity

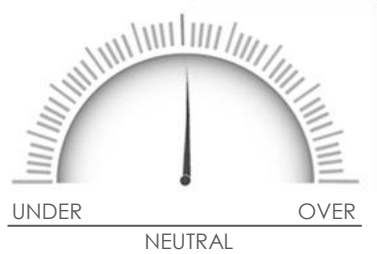
Developed Markets



View mantenuta **neutrale**. Le valutazioni rimangono elevate e il forte rally da aprile suggerisce ancora periodi di volatilità, sebbene la stagionalità a breve termine sia favorevole. La possibile risoluzione dello shutdown governativo negli USA potrebbe fornire un impulso costruttivo fino a fine anno. La maggior parte dei membri del comitato preferisce non ridurre l'esposizione in un mercato che resta costantemente forte, nonostante le valutazioni. Un eventuale rallentamento dei dati economici potrebbe anche dare alla Federal Reserve spazio per intervenire, cosa che verrebbe probabilmente percepita positivamente dagli asset rischiosi. Continuiamo a raccomandare un'ampia diversificazione tra settori e regioni, poiché le valutazioni elevate restano concentrate in un gruppo ristretto di titoli dominanti negli indici.

US	Europe	Japan

Emerging Markets

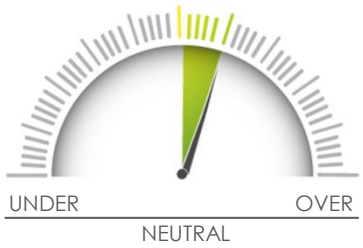


View mantenuta **neutrale**. Le valutazioni nei mercati emergenti rimangono significativamente più basse rispetto a quelle dei mercati sviluppati, il che rafforza il nostro orientamento relativamente più favorevole, mentre gli investitori cercano sempre più opportunità sottovalutate. La Cina resta centrale nelle prospettive. Un ulteriore rallentamento della sua economia potrebbe spingere il governo a un sostegno fiscale improvviso e consistente, creando ulteriore potenziale di rialzo per questa asset class. Nonostante una tregua tra Cina e Stati Uniti abbia attenuato le tensioni, i rischi geopolitici richiedono ancora un'attenta sorveglianza.

Asia ex-Japan	EEMEA	LATAM

Fixed Income

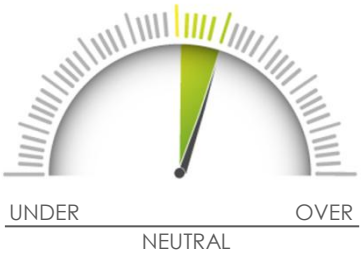
Developed Markets Sovereign



View mantenuta a **leggero sovrapeso**. La volatilità dei tassi è diminuita nettamente e l'attuale intervallo di negoziazione sembra improbabile che cambi in modo significativo prima della fine dell'anno. Anche il rendimento dei Treasury USA a 10 anni difficilmente supererà in modo sostenibile l'area del 4,25%, il che supporta il mantenimento della duration come elemento stabilizzante nei portafogli. In questo contesto, l'esposizione ai titoli di Stato continua a fungere da copertura naturale nel caso in cui la volatilità di mercato aumenti nuovamente a seguito di un catalizzatore imprevisto. Con la maggior parte dell'inclinazione della curva dei rendimenti già prezzata, continuiamo a vedere margine per estendere la duration in modo misurato, concentrandoci su scadenze fino a 10 anni ed evitando i tenor più lunghi.

EU Core	EU Periphery	US Treasury	Japanese JGB

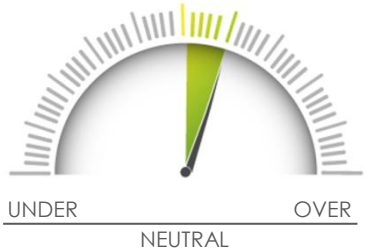
Developed Markets Corporate



View mantenuta a **leggero sovrapeso**. La domanda di credito rimane solida e gli spread si sono ridotti a minimi storici. Sebbene il mercato del lavoro statunitense mostri alcuni primi segnali di rallentamento, non è consigliabile rimanere sottopesati sul credito, data la continua resilienza delle economie USA ed europee. Continuiamo a raccomandare un focus su emittenti di alta qualità, evitando un'esposizione eccessiva agli strumenti high-yield.

IG Europe	IG US	HY Europe	HY US

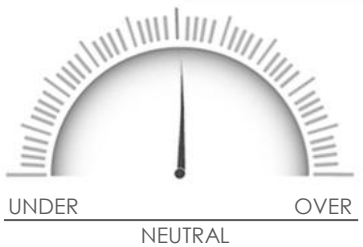
Emerging Markets



View mantenuta a **leggero sovrapeso**. Il rapido restringimento degli spread nei titoli di Stato dei mercati sviluppati rende gli spread dei mercati emergenti relativamente più attraenti rispetto a emittenti sviluppati con rating simile. La debolezza del dollaro USA e la continua diversificazione degli investitori internazionali lontano dagli asset statunitensi possono sostenere ulteriormente i flussi di capitale verso i mercati emergenti. Le valutazioni restano interessanti in gran parte dell'asset class e offrono ancora una fonte di rendimento più elevata per gli investitori in cerca di reddito senza assumere rischi creditizi eccessivi.

Local Currency	Hard Currency IG	Hard Currency HY

Commodities



View mantenuta **neutrale**. All'interno dell'asset class, il movimento recente dei prezzi è stato caratterizzato da una volatilità insolitamente elevata nelle ultime settimane, dopo il forte rialzo dei mesi precedenti. Preferiamo quindi attendere che l'asset class si stabilizzi prima di rialzare la nostra raccomandazione a sovrappeso, dato che le prospettive a medio-lungo termine restano positive.

Precious	Energy	Industrial	Agricultural

Currencies

Dollaro USA: View mantenuta **neutrale.** Riconosciamo la possibilità di una continuazione del rimbalzo a breve termine dell'USD, guidato da cambiamenti temporanei nel sentiment del mercato o da aggiustamenti delle aspettative sui tassi d'interesse.

EURO: view mantenuta **neutrale.**

Renminbi Cinese: view mantenuta **neutrale**, in attesa di maggiore chiarezza sull'esito dei negoziati commerciali in corso con gli Stati Uniti, nonché sul potenziale annuncio di ulteriori stimoli.

Valute Emergenti: view mantenuta **neutrale** con una **tendenza rialzista**. La massiccia sovraperformance da inizio anno delle strategie di debito emergenti sta guadagnando slancio tra gli investitori, nonostante le incertezze che ancora circondano le relazioni commerciali.

Euro	USD	CNY	Other EM
=	=	=	+

Il presente documento è stato redatto da Azimut Investments S.A., società facente parte del Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità a scopo informativo. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso. E' necessario che l'investitore concluda un'operazione solo dopo averne compreso la natura e il grado di esposizione ai rischi che esso comporta tramite un'attenta lettura della documentazione di offerta alla quale si rimanda. Per valutare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze personali, si consiglia di rivolgersi al proprio consulente finanziario. Azimut Investments S.A. non assume alcuna responsabilità in merito all'effettiva correttezza dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento, pertanto, nessuna responsabilità può essere imputata ad Azimut Investments S.A. per omissioni, imprecisioni, errori eventualmente riscontrabili. I dati e le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut Investments S.A. è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Dette informazioni sono dunque fornite senza alcuna garanzia, di qualsiasi tipo, nonostante Azimut Investments S.A. abbia adottato ogni ragionevole attenzione affinché le stesse rispondano a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. Azimut Investments S.A. ha la facoltà di modificare, in qualsiasi momento ed a propria discrezione, il contenuto del documento, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.