INFLATION HEDGING AND PORTFOLIO MANAGEMENT

THE INFLATION DETERMINANTS, HOW TO REDUCE THE INFLATIONARY SCARES ON OUR PORTFOLIOS AND A NEW PORTFOLIO ENGENEERING STRATEGY

Investimento Custodito
Boutique Finanziaria S.r.l.

Authors:

Gabriele Galletta
Strategist, Analista, CEO

INVESTIMENTO CUSTODITO
Boutique Finanziaria

*PLEASE READ CAREFULLY DISCLAMER AT THE END OF THIS DOCUMENT

© 2021_ Investimento Custodito. All rights reserved.

ABSTRACT

«*We strongly believe that asset-return dynamics can be mostly explained by variations of expectations, rather than the levels themselves of the macroeconomic variables*». Pointing out our attention about the main economic and financial variables that, probably, will influence stocks, bond, gold and other financial asset class, we want to analyze the most important outcomes about inflation rate and long term interest rates, in the belief that these field has a lot of risk for the financial market. The New paradigm, the so called *Zero Interest rate Policy*, in which we have invested our money until today, could be goind to end in the future in the moment in which the rising up of inflation rate and long term interest rate could appear in the scene. Nowadays, we want to point out our attention both on the probability that financial assets class will be hit by the rising of inflation rate and interest rate and the importance of market expectations about this scenario: in other terms, we want to understand if investors expectations already pay for the rising up of inflation rate and interests rate and, so, if this macroeconomic shift will effectivly cause a large financial drawdown for traditional asset. At the same time, we want to understand waht kind of asset allocation will provide us the best protection from a rilevant macroeconomic shift not paid by investors expectations and a new paradigm in which we can develope a new form of portfolio engineering

***PLEASE READ CAREFULLY DISCLAMER AT THE END OF THIS DOCUMENT**

© 2021 Investimento Custodito.

**** All rights reserved.**

It's strictly forbidden print out or share this document and the relative contents without a written approvation.

***** If you need the entire document in english, please contact info@investimentocustodito.com**

BEST REGARDS

INVESTIMENTO
CUSTODITO
Boutique Finanziaria

«INFLATION CLOUDS AT THE HORIZON»

Misurare il tasso di inflazione effettivo in un'economia risulta essere, da un punto di vista strettamente econometrico, un'attività alquanto complessa. Periodicamente, l'ISTAT - e le varie agenzie nazionali mondiali che si occupano di statistica - pubblicano il cd. «c*arrello della spesa*», nel quale possiamo, con colpevole ritardo, analizzare i beni principalmente presi in analisi per misurare il Consumer Price Index. Lo stesso CPI è spesso criticato sia per «***arrivare tardi***» sull'effettivo valore dell'inflazione (i beni più rappresentativi in grado di meglio evidenziare aumenti o riduzione del livello generale dei prezzi spesso entrano nel carrello della spessa in ritardo rispetto al loro effettivo impatto sul livello generale dei prezzi), sia per non considerare a pieno il livello generale dei prezzi. Tralasciando questi appunti econometrici che interessano gli statistici più che gli analisti e gli investitori, ciò che deve attirare la nostra attenzione - e cerco di farlo capire con questa rapida introduzione - non è tanto **il valore dell'inflazione assunto in un dato momento di tempo, quanto invece la sua variazione nel tempo e l'importanza delle aspettative degli operatori sul livello stesso di inflazione**, che, come vedremo, sarà effettivamente il vero discrimine su cui basare la nostra analisi. In effetti, se focalizziamo la nostra attenzione solo soltanto sul valore assunto dal CPI in un dato momento storico, rischiamo di compiere tre ordini di errori

molto rilevanti, ovvero:

1. valutare soltanto quello che è un dato ritardato e poco discriminante su quella che sarà l'inflazione futura, focalizzandoci soltanto sui dati che a posteriori la variabile macro ha assunto, ma senza focalizzarsi su quelli che sono i motivi che hanno portato la variabile a «muoversi»;
2. non comprendere come variano i tassi di interesse a lungo termine, collegandosi ovviamente all'inflazione attesa;
3. non comprendere il ruolo delle aspettative

Se si compiono questi tre ordini di errori, l'analista e/o l'investitore che è chiamato non tanto ad effettuare previsioni più o meno inerenti al valore dell'inflazione nel futuro, quanto invece a comprenderne le dinamiche che impattano sul suo andamento (e sull'andamento dei tassi di interesse), compilerà importanti errori di valutazioni circa gli effetti che l'inflazione stessa avrà sugli asset che l'investitore detiene in portafoglio. Il nostro obiettivo, come detto, è capire a fondo cosa muove l'inflazione, quale sia il rischio che un rialzo moderato o più che moderato di inflazione e tassi di interesse possa alterare l'andamento del nostro portafoglio, quanto sia probabile questo evento e come sia possibile «proteggersi» da questo evento, tenendo sempre presente il principio fondamentale, ovverosia che «We strongly believe that asset-return dynamics can be mostly explained by variations of expectations, rather

than the levels themselves of the macroeconomic variables» (1).

In altri termini, l'obiettivo di questo documento non è stimare l'andamento dell'inflazione e dei tassi di interesse nei prossimi mesi (anche se una nostra view complessiva sarà presente), quanto invece comprendere ciò che muove realmente l'inflazione e come comprendere, per il futuro, **quanta parte di quella inflazione che ci attendiamo è già incorporata nei prezzi (e quindi non rilevante per il futuro) e quanta invece sia non incorporata.**

Detto questo, ci focalizzeremo in primis sulle determinanti dell'inflazione, sulle nuove frontiere in tema di *Nuova Curva di Phillips* (Neo-Keynesiana), sul ruolo delle aspettative, sul rapporto intrinseco coi tassi di interesse, per poi muoverci verso l'analisi delle attuali condizioni macroeconomiche e, infine, sulle analisi delle possibili asset allocation per fronteggiare questi scenari.

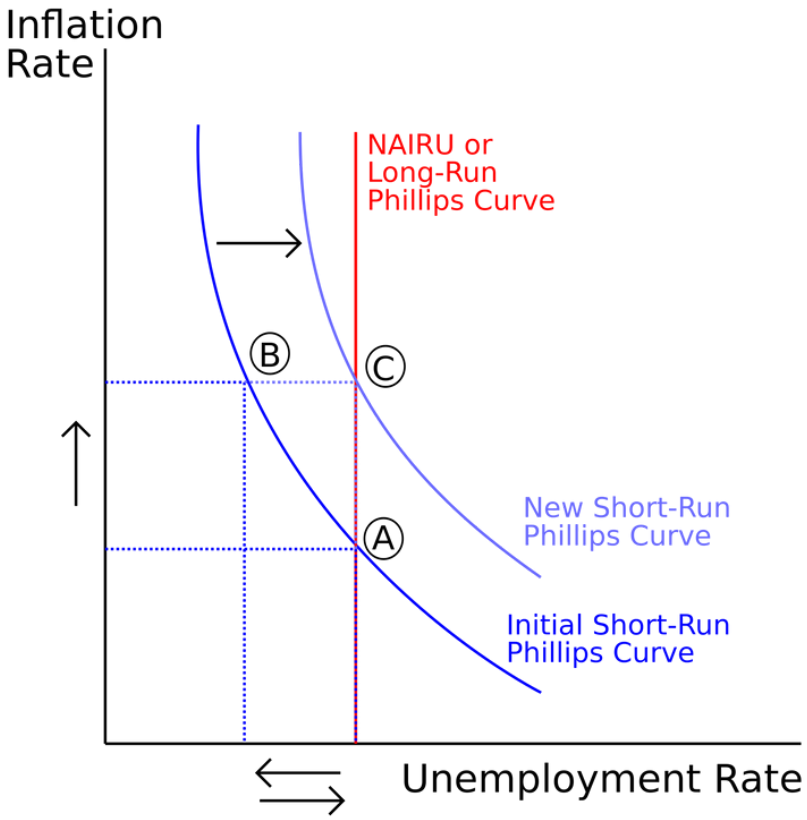
---

(1) Pola G., Facchinato S., 2014. "Managing Uncertainty With Dams*: From Asset Segmentation To Portfolio Management", AMUNDI Working Paper DP-06-2014

FOUNDATIONS AND INTERPRETATIONS

La curva di Phillips è un postulato della macro-economia keynesiana la quale legava, quando fu formulata per la prima volta, il tasso di inflizione al tasso di disoccupazione presente nell'economia: era una relazione che permise di superare, all'inizio, alcuni limiti della Teoria Quantitativa della Moneta nello spiegare l'andamento dell'inflazione, secondo cui l'inflazione rimaneva un fenomeno monetario (perchè, per semplice identità contabile, non possiamo osservare aumento del livello dei prezzi se non osserviamo un corrispondente aumento della quantità di moneta in circolazione o, parimenti, un aumento della sua velocità di circolazione), ma legava strettamente il tasso di inflazione al livello di disoccupazione e, in seconda battuta, al salario medio. Ergo, l'inflazione era guidata e «tirata» in primis dai costi aziendali che le imprese sostenevano, in cui i costi del personale giocavano un ruolo centrale. L'avvento della crisi iper-inflativa degli anni settanta, come ben si sa, mandò in crisi la curva di Phillips nella sua originaria formulazione, la quale, prevedendo una relazione strettamente inversa tra tasso di inflazione e tasso di occupazione, non poteva prevedere sia inflazione che disoccupazione. La potenza della Curva di Phillips come strumento di politica economica fu accontanata, proprio considerata fallace nella sua capacità di raggiungere il tasso di piena occupazione utilizzando

politiche fiscali espansive: la motivazione e la spiegazione secondo la quale la Curva di Phillips potesse proedvere sia disoccupazione che inflazione fu fornita da Milton Friedman, il quale ebbe l'onere e l'onore di introdurre le aspettative (adattive) nel campo della politica economica e della macro-economia: secondo Friedman, infatti, la curva di Phillips doveve contenere, nella sua formulazione, le aspettative degli operatori circa il tasso di inflazione, secondo il quale, ammenttendo un aumento del salario nominale, non è detto che nel lunfo periodo si osservi comunque una riduzione del tasso di disoccupazione, in quanto gli operatori si attendono (correttamente o non correttamente) un aumento dell'inflazione e, pertanto, riaggiustano le loro scelte relativamente al salario di riserva e alla propria offerta di lavoro



In altri termini, se nella normale formulazione della Curva di Phillips, un aumento del salario nominale avrebbe portato i lavoratori a offrire più lavoro e a ridurre il tasso di disoccupazione, passando da A a B, nella curva di Phillips corretta per le aspettative invece i lavoratori formulano delle aspettative sul tasso di inflazione atteso e correggono nel tempo il loro "errore di previsione", spostandosi quindi da B a C, in quanto è aumentato il salario nominale, ma non il salario reale. Pertanto, nel modello della Curva di Phillips aumentata delle aspettative adattive, il trade off inflazione-disocuppazione può sussistere solo nel breve periodo e solo per un errore di previsione degli agenti economici, ma non nel lungo periodo. Pertanto, in questa formulazione, come anche indicato nella figura precedente, la Curva di Phillips assume nel lungo periodo un andamento prettamente verticale, attorno a quello che viene chiamato il famoso tasso naturale di disoccupazione, il NAIRU (Non-accelerating inflation rate of unemployment), ovverosia quel tasso di disoccupazione (2) per il quale si stabilisce un'inflazione costante in equilibrio. Secondo quindi questa famosa interpretazione, sarebbe inutile proporre misure fmonetarie e fiscali espansive, in quanto gli aggiustamenti degli operatori delle proprie aspettative riporteranno sempre il sistema verso il tasso naturale NAIRU, con un aumento solo maggiore dell'inflazione. Tale formulazione viene ancora più superata dalla cd. Critica di Lucas (3), la quale, introducendo il famoso concetto delle **aspettative razionali** - che solo più avanti però

---

(2) Coe, David T, Nominal Wages. The NAIRU and Wage Flexibility. Organisation for Economic Co-operation and Development

(3) Lucas R. (1973), Some International Evidence on the Output Inflation Trade Off, American Economic Reviews

Lucas uniformerà e renderà omogeneo nel suo modello del ciclo economico (4) - per le quali gli agenti economici prevedono correttamente l'andamento delle variabili macro e non compiono invece errori sistematici sul loro andamento. Pertanto, la Curva di Phillips, nel modello del Real Business Cycle (5), è perfettamente verticale attorno al NAIRU.

Ovviamente, è pleonastico affermare in questa sede come quella formulazione della curva di Phillips, e quindi quella microfondazione della Curva di Phillips, sia ampiamente superata dalla scienza economica post-moderna, la quale, dopo aver fatte sue le innovazioni portate dalla macroeconomia classica, ha sviluppato nuovi modelli per comprendere la relazione tra occupazione, costi marginali, inflazione e aspettative. In particolare, si è compreso come:

1. il NAIRU varia nel tempo, a causa anche di **fenomeni di isteresi del tasso di disoccupazione**
2. la Curva di Phillips quindi è "mobile" in un certo qual senso
3. le rigidità nominali presenti nel sistema economico non permettono quel rapido riaggiustamento delle variabili macro che il modello neoclassico di Lucas vorrebbe (6)

---

(4) Lucas R. (1987), Model of Business Cycle, Oxford, Blackwell

(5) ivi n. 4

(6). Boitani A., Damiani M., Una nuova Economia Keynesiana, 2003, ed. Il Mulino

Perché questa lunga introduzione sulla Curva di Phillips e sullo stato dell'arte della ricerca scientifica in materia? **Perchè ad oggi la Curva di Phillips, nella nuova fomrulazione Neo-keynesiana, risulta essere lo strumento migliore in assoluto per prevedere il tasso d'inflazione di un'economia**. (7). La curva di Phillips oggi è "*derivata da modelli basati sull'ottimizzazione inter-temporale, come quelli di Calvo (1983) e appare quindi inattaccabile sul piano del rigore e dei micro fondamenti*" (8).

Com'è formata, quindi, oggi la Curva di Phillips? Qual è il modo in cui prevede il tasso di inflazione futuro? Qual è il ruolo delle aspettative degli operatori?

Nella formulazione, diciamo, più evoluta della Curva di Phillips, si assume che al tempo t le imprese fissino i prezzi π tenendo conto del livello dei prezzi π al tempo t-1, del livello dei prezzi atteso al tempo t+1 (Eπ) e in funzione dei costi marginali x al tempo t che sostengono, moltiplicati per un fattore di ponderazione λ di cui a breve discuteremo (9)

$$\pi t = \gamma 1\, b\pi t{-}1 + \gamma 2\, f\, Et\pi t{+}1 + \lambda xt \quad (1)$$

---

(7) Stock J., Watson M. (1999), Forcasting Inflation, Journal of Monetary Economics, vol.44, p. 293-335

(8). Boitani A., Damiani M., Una nuova Economia Keynesiana, 2003, ed. Il Mulino, pag. 183

(9). Nason J., Smith G., (2008), The New Keynesian Phillips Curve: Lessons From Single-Equation Econometric Estimation, Economic Quarterly—Volume 94, Number 4—Fall 2008—Pages 361–395

Si noti che il contesto nel quale ci stiamo muovendo è un contesto cd. neo-keynesiano, nel quale le imprese e i lavoratori godono di un potere di fissazione dei prezzi, le prime, e dei salari, le seconde, proprio per la presenza di un certo potere monopolistico (10). Per tanto, le imprese potranno traslare un eventuale aumento dei costi marginali x al tempo t sui prezzi dei loro prodotti, tra cui in primis il costo del lavoro.

Si noti inoltre come il valore del livello dei prezzi al tempo t dipenda sia dal livello di inflazione attesa degli operatori per il periodo t+1, sia da quella che viene chiamata *laggered inflation,* ovverosia inflazione storica o ritardata, reintroducendo quindi il problema delle aspettative adattive assieme alle aspettative razionali. Ad esempio, Woodford (2003) provò che "t*he present-value version of the hybrid NKPC shows that inflation persistence can arise from the influence of lagged inflation or the slow evolution of the present value of marginal costs*" (11).

Detto questo, abbiamo parzialmente compreso come il livello di inflazione dipenda in modo strutturale, date le nostre ipotesi, da due elementi fondamentali:

---

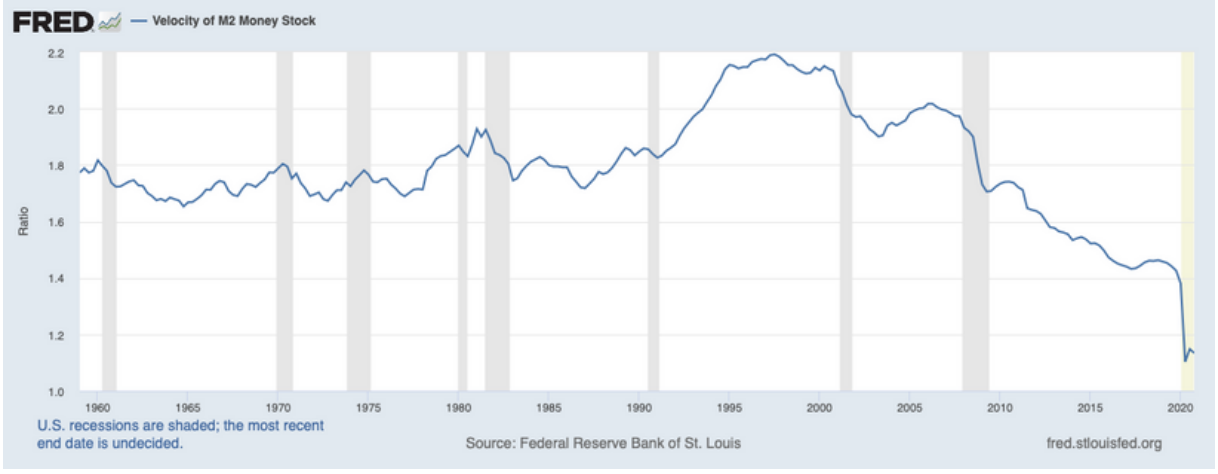
(10) Per approfondire il tema della NEK e della NEKIM si può leggere sempre Boitani A., Damiani M., Una nuova Economia Keynesiana, 2003, ed. Il Mulino

(11) Woodford. 2007. “Interpreting Inflation Persistence: Comments on the Conference on ‘Quantitative Evidence on Price Determination.’”Journal of Money, Credit and Banking 39: 203–10

1. Il livello dei costi che le aziende sostengono, ovverosia i loro costi marginali;
2. le aspettative degli operatori sul futuro dell'inflazione
3. i valori assunti dall'inflazione nel recente passato

Questa nuova formulazione della NKPC (Neo Keynesian Phillips Curve) permette di comprendere come l'inflazione non sia un fenomeno strettamente monetario, ma che invece dipende, in termini di relazione causa-effetto, da fattori microfondati economici che niente hanno a che vedere con la moneta offerta dalle banche centrali. Quesa formulazione della NKPC spiega quindi perchè si osserva completa de-correlazione, specie nel breve termine, tra moneta in circolazione (M2) e livello generale dei prezzi e perchè, invece, la velocità della moneta varia in modo molto elevato. La velocità della moneta dipenderà, in ultima battuta, dalle aspettative degli operatori circa il livello futuro dei prezzi (e passato), in quanto gli operatori tenderanno sempre più ad accantonare moneta in caso di attese di inflazione

Source: Fred St. Loius



moderatamente bassa. Pertanto, l'inflazione cessa di essere un fenomeno monetario collegato alla moneta stampata dalle banche centrali e diventa un fenomeno prettamente economico guidato endogenicamente dal sistema economico e dalle sue aspettative.

Quindi, per comprendere veramente dove potrebbe andare l'inflazione, e con essa i tassi di interesse, nel prossimo futuro dobbiamo fare attenzione non alla quantità di moneta in circolazione, bensì ai costi marginali dell'economia (in primis, al costo del lavoro) e alle aspettative degli operatori, presente, passate o ritardate (laggered) e future. Ergo, la vulgata tipica del "*è stata stampata troppa moneta, l'inflazione e i tassi non potranno che salire*" è errata, in quanto se i costi marginali sostenuti dalle imprese non aumenteranno e se le aspettative delle imprese e degli operatori non attenderanno un'inflazione futura maggiore, questa non aumenterà, indipendentemente dalla moneta in circolazione.

A riguardo, è necessario inoltre parlare brevemente di come si formino le aspettative degli operatori. Gran parte della letteratura scientifica in economia e finanza si basa sul concetto di **razionalità** degli operatori, soggetti "massimizzanti" che utilizzano tutte le informazioni presenti e future, con costi pressoché nulli, e che compiono scelte che massimizzano la loro utilità attesa. In realtà, una lunga serie di ricerche e studi sperimentali psicologici hanno mostrato come gli individui si allontanino spesso e volentieri dal

concetto di razionalità, per numerosi motivi: l'uso di informazione irrilevante, la difficoltà di trattare l'informazione rilevante, le incoerenze delle scelte intertemporali e nello sconto di eventi futuri, l'incapacità di aggiornare le probabilità degli eventi, sono solo alcuni dei fattori che rischiano di allontanare gli operatori dal concetto di piena razionalità, che autori importanti come Kahneman, Tversky, Slovic e Thaler hanno studiato (12) (13). In questo campo, quindi, la scienza economica ha sviluppato un nuovo paradigma rilevante, quello delle **aspettative quasi-razionali**, che chiameremo per semplicità aspettative **Akerlof-Yellen** (14), in quanto proprio i due studiosi menzionati furono i primi a sviluppare questo concetto. Le aspettative quasi razionali ci dicono che, pur continuando ad esistere soggetti razionali e massimizzanti, e quindi non abbandonando il concetto di razionalità introdotto dalla Nuova Macroeconomia Classica, **l'esistenza di uno sparuto numero di operatori che compie scelte non ottimali e adattive può addirittura influenzare l'equilibrio generale e la formazione delle aspettative a livello macro** (specie quando esiste complementarità strategica, come in contesti caratterizzati da concorrenza monopolistica).

---

(12) Kahneman D., Slovic P., Tversky A. (2000), Choices, values ancd frames, Cambridge University Press

(13) Kahneman D., Slovic P., Tversky A. (1987) Judgement Under Uncenrtainty Heuristics and biases, Cambridge University Press

(14) Akerlof G., Yellen J., Can Small Deviation from rationality make significant differences to economic equilibria?, American Economic Review, vol. 75, pp 708-20

In questo contesto, la presenza anche di pochi soggetti non massimizzanti porta nuovamente sulla scena il problema della comparsa degli errori sistematici, che allontana quindi l'equilibrio generale permanente e riporta sulla scena il sottoutilizzo dei fattori produttivi. Ma soprattutto, ammette che non solo shock esogeni esterni non attesi possano determinare variazioni rilevanti dei corsi finanziari dalle loro “medie” storiche.

Il concetto delle aspettative quasi-razionali, uniti alla vischiosità dei prezzi e dei salari introdotti dalla NEKIM, permette di individuare il senso dei fattori di ponderazione γ e λ nella (1) che abbiamo precedentemente studiato: soltanto una frazione di imprese ω "*change prices*", mentre la frazione 1 - ω "*do not choose this option*" (15). Si possono allora definire i parametri strutturali nel seguente modo:

Source: Nason, Smith (2008)

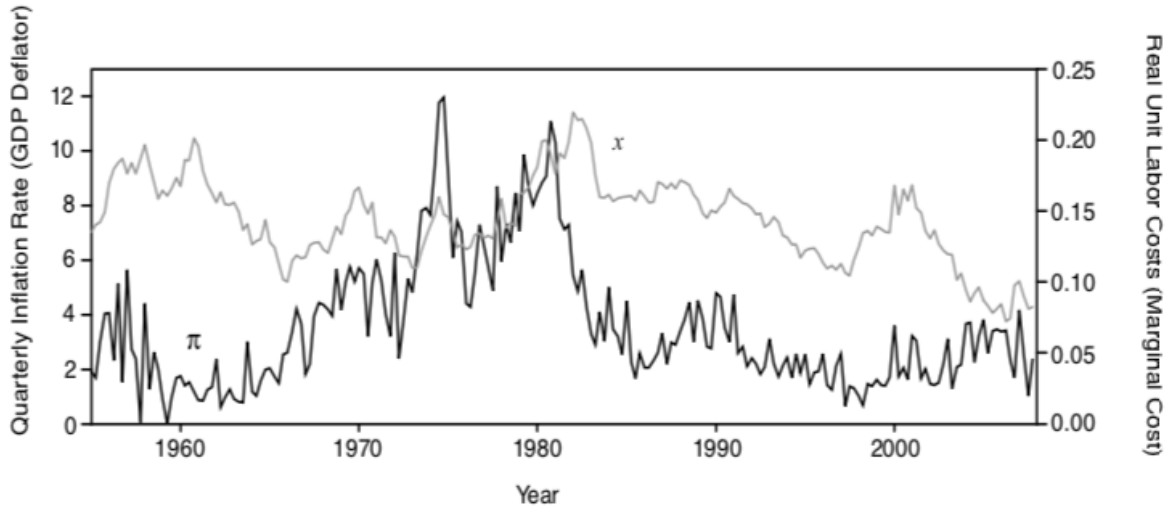
$$\gamma_b = \frac{\omega}{\phi}, \quad \gamma_f = \frac{\beta\theta}{\phi}, \quad \lambda = \frac{(1-\omega)(1-\theta)(1-\beta\theta)}{\phi}.$$

---

(15) Nason J., Smith G., (2008), The New Keynesian Phillips Curve: Lessons From Single-Equation Econometric Estimation, Economic Quarterly—Volume 94, Number 4—Fall 2008—Pages 361–395

Se ciò è vero, abbiamo compreso come non tutti i soggetti sono massimizzanti e formano aspettative razionali e corrette e la presenza di soggetti non massimizzanti può comportare una certa vischiosità e inerzia nel tasso di inflazione, o una certa sua persistenza circa i suoi valori passati in caso di alta inflazione. Certo è che, con questa formulazione della NKPC, possiamo comprendere quali siano i driver dell'inflazione futura, in primis l'analisi dei costi marginali sostenuti dalle imprese:

Source: Nason, Smith (2008)



Allo stesso momento, però, abbiamo compreso come 1) non tutte le imprese riescono ad aggiustare i prezzi sulla base dei costi marginali e 2) non tutti i soggetti formano aspettative corrette sul livello di inflazione attesa. A riguardo, gran parte della ricerca economica sulla NKPC si è soffermata sulle dimensioni dei parametri γ1 e γ2 nell'equazione (1), per comprendere se fosse più rilevante l'inflazione ritardata o

l'inflazione attesa (16). Ad esempio, se il parametro γ2 è maggiormente rilevante, allora l'inflaizone dipenderà dalle attese future, dalle prossime mosse di politica monetaria o dai prossimi andamenti dei costi marginali, mentre se γ1 è maggiormente rilevante, come mostra Woodford (2007) (17) avremo una maggiore rilevanza della persistenza dell'inflazione storica.

Ora, questa dissertazione generale sullo stato dell'arte della ricerca economica in materia di inflazione ci è servita per comprendere quali possano essere le determinati da analizzare per comprendere, oggi, quale possa essere lo stato dell'arte dell'inflazione attesa presente e futura. La NEKIM ha permesso di trovare, nella micro-fondazione della NKPC, quelle rigidità nominali che permettono di ammettere la non-neutralità della moneta, mentre a noi ha dato validi strumenti per capire su cosa soffermarci oggi per comprendere quello che vogliamo comprendere con questo testo: **quanta inflazione è attesa nei prezzi? E' corretto attendersi maggiore inflazione domani? Come comportarci coi nostri portafogli?**

---

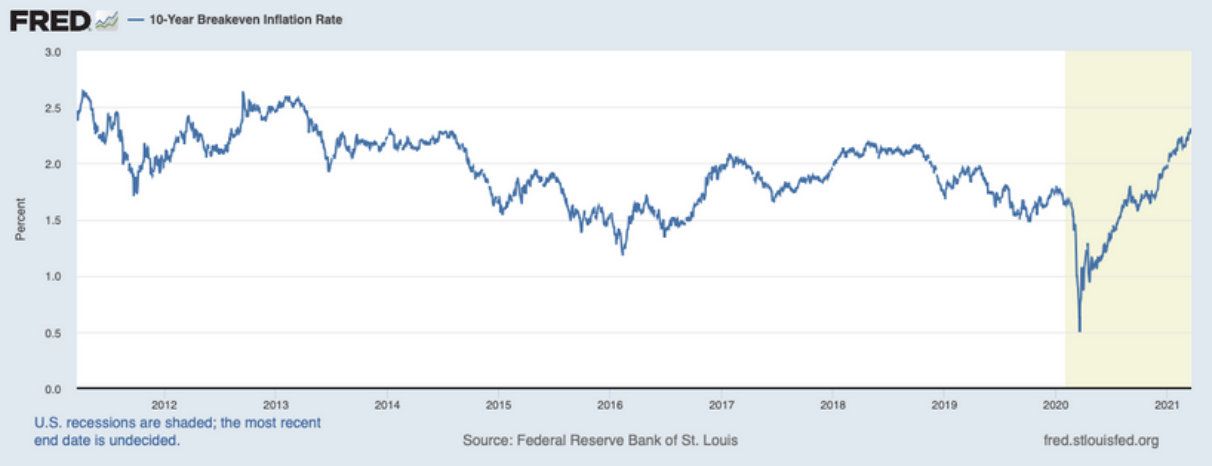
(16) Nason J., Smith G., (2008), The New Keynesian Phillips Curve: Lessons From Single-Equation Econometric Estimation, Economic Quarterly—Volume 94, Number 4—Fall 2008—Pages 361–395

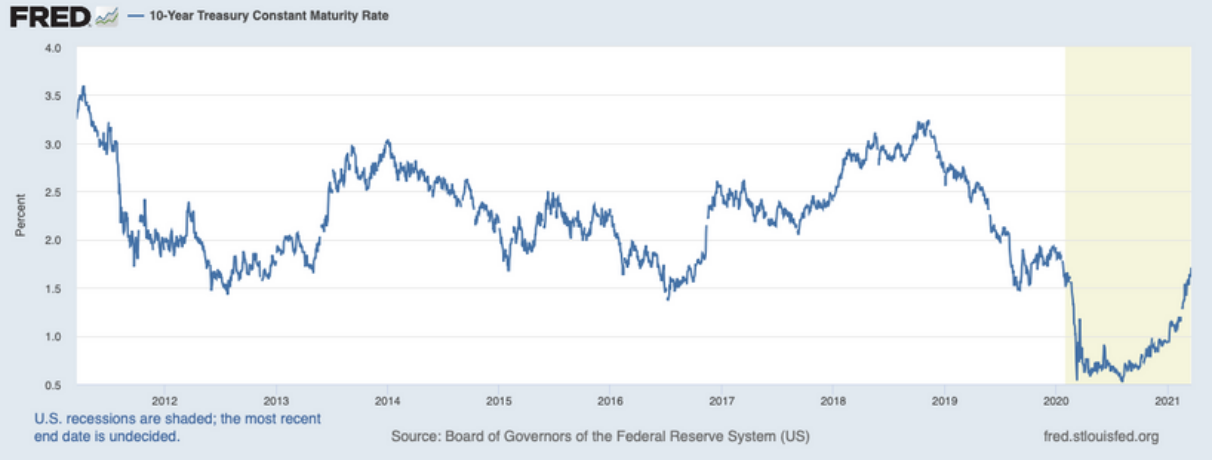
17) Woodford. 2007. “Interpreting Inflation Persistence: Comments on the Conference on ‘Quantitative Evidence on Price Determination.’”Journal of Money, Credit and Banking 39: 203–10

WHAT'S GOING HAPPEN?

«***The breakeven inflation rate represents a measure of expected inflation derived from 10-Year Treasury Constant Maturity Securities***». Allo stato attuale, sono queste due le variabili di maggiore interesse per gli investitori, ovverosia il tasso di rendimento dei Treasury Notes a lungo termine e il cd. Breakeven Inflation Rate a 10, ovverosia il tasso di inflazione atteso per i prossimi dieci anni sulla base di quello che è livello dei tassi di interesse.

Source: Fred St. Loius





***IL DOCUMENTO COMPLETO È DISPONIBILE SOLO PER GLI ISCRITTI ALLA ALL WEATHER ACADEMY E PER I CLIENTI PRIVATE DEI NOSTRI CONSULENTI PARTNER**

© 2021 Investimento Custodito.

**** All rights reserved.**

It's strictly forbidden print out or share this document and the relative contents without a written approvation.

***** If you need the entire document in english, please contact info@investimentocustodito.com**

BEST REGARDS

INVESTIMENTO CUSTODITO
Boutique Finanziaria

DISCLAIMER

Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l. (la "Società") è una società specializzata in servizi di formazione, divulgazione, studio e ricerca su temi finanziari nonché in servizi di consulenza generica. La Società non fornisce in nessun modo il servizio di consulenza finanziaria su investimenti Consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5-septies, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, né altri servizi di investimento oggetto di riserva di legge. La Società rimanda eventualmente tali rapporti a soggetti esterni quali consulenti finanziari abilitati con i quali può intrattenere rapporti di natura puramente commerciale. Tutti i contenuti presenti all'interno del sito, dei documenti, dei video, degli articoli e qualsiasi riferimento al logo della Società sono da considerarsi a scopo puramente informativo, educativo e divulgativo. Tutti i servizi offerti si ritengono esclusi dalle riserve di legge. Le informazioni, i prodotti, i dati, i servizi, gli strumenti e i documenti contenuti o descritti su questo documento/sito internet (i "Dati") rivestono esclusivamente carattere informativo e non sono da intendersi come sostitutivi del servizio di Consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5-septies, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, oggetto quindi di riserva di legge. Le informazioni fornite sul documento/sito internet non costituiscono, pertanto, né un'attività pubblicitaria o una raccomandazione né un'offerta o un invito ad acquistare o vendere strumenti di investimento, ad effettuare un'operazione o ad assumere un impegno giuridico. I prodotti e gli strumenti finanziari, nonché gli studi menzionati non sono idonei per tutti gli investitori in quanto standardizzati. Le informazioni contenute non costituiscono un parere finanziario, legale, fiscale e/o una raccomandazione di qualsivoglia altra natura. Le decisioni di investimento o di altra natura non devono essere assunte esclusivamente sulla base di tali informazioni. Prima di adottare tali decisioni di investimento, si consiglia di richiedere una revisione approfondita della documentazione e la consulenza di uno specialista qualificato. Il cliente è responsabile del proprio comportamento e delle decisioni intraprese nonché dei rischi derivanti dall'attività di investimento. La società declina ogni responsabilità derivanti da un utilizzo improprio di tali informazioni. Aderendo ai servizi proposti il cliente è consapevole di avere accesso a contenuti proprietari protetti da copyright e sollevando Investimento Custodito – Boutique Fiananziaria s.r.l. da qualsiasi utilizzo improprio di essi. I contenuti riportati appartengono al libero pensiero degli autori. Nella misura massima consentita dalle leggi e/o dai regolamenti vigenti, Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l., nonché i suoi amministratori, agenti, dipendenti e appaltatori non assumano alcuna responsabilità per perdite o danni di qualsiasi natura derivanti da (i) l'accesso, l'utilizzo o la consultazione dei documenti e del Sito; (ii) qualsiasi inesattezza, errore, incompletezza o altra circostanza concernente i Dati contenuti; (iii) l'impossibilità di accedere o utilizzare i docmenti ed il Sito per qualsiasi ragione. Fatta salva l'ipotesi in cui siano accompagnati da una dichiarazione esplicita del contrario, tutti i materiali contenuti sono protetti da copyright, diritti relativi ai database o altri diritti di proprietà intellettuale di proprietà di Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l.. Nessuna previsione è da intendersi come idonea a concedere alcuna licenza o diritto di utilizzare qualsiasi immagine, testo, marchio o logo. Il download o la copia dei Dati non è in alcuna forma idoneo a trasferire all'utente diritti di proprietà intellettuale su software o altri materiali. Qualsiasi riproduzione, pubblicazione o distribuzione dei contenuti è consentita esclusivamente nel caso di espressa autorizzazione scritta della Società e con specifica indicazione della fonte dei dati. I risultati passati non costituiscono un indicatore della performance futura di un investimento. Il valore degli investimenti può essere soggetto a fluttuazioni e gli investitori potrebbero non recuperare l'importo investito. Le variazioni dei tassi di cambio delle valute straniere possono altresì incrementare o diminuire il valore dell'investimento.