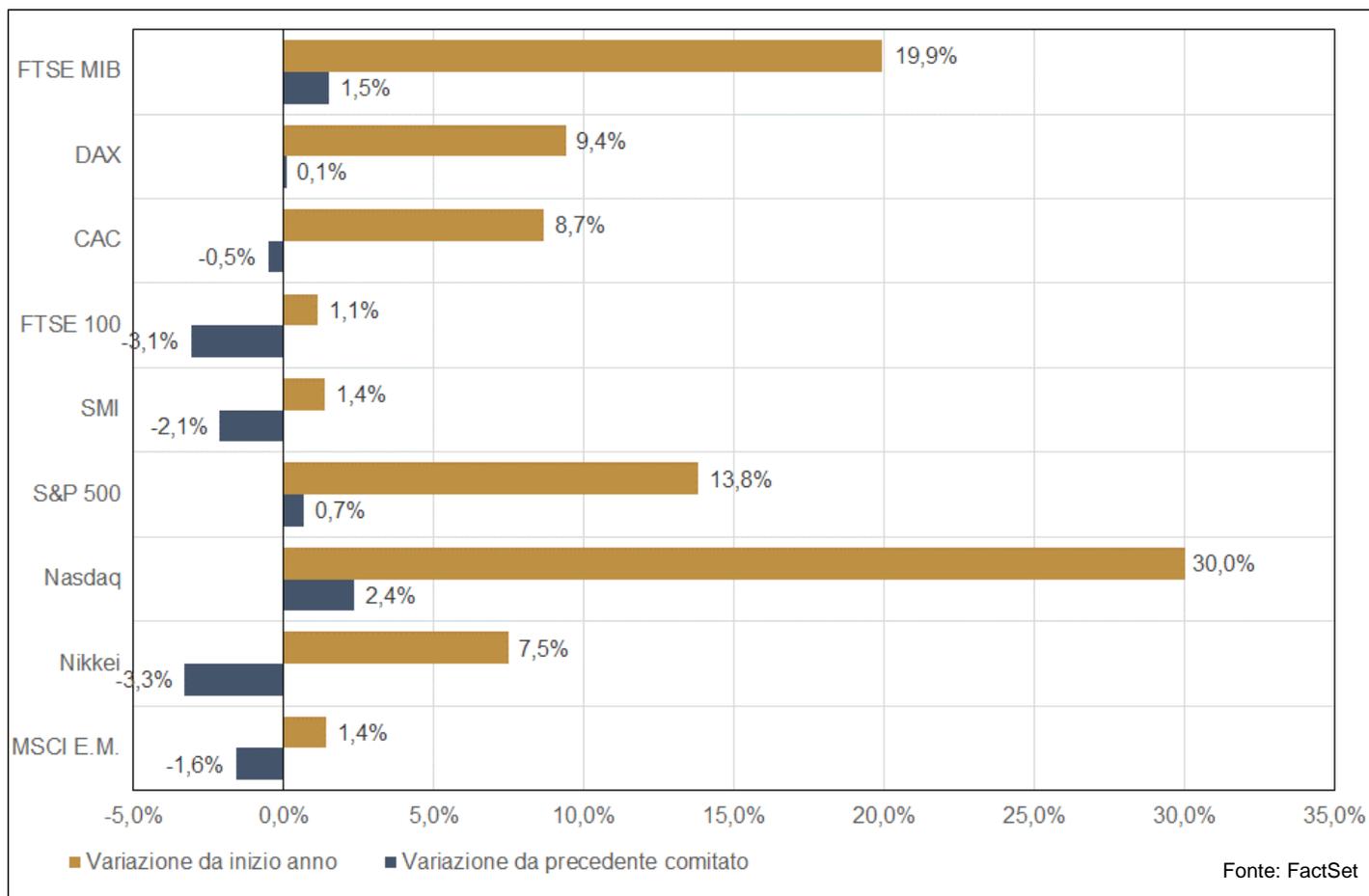




Analisi per il Comitato Investimenti

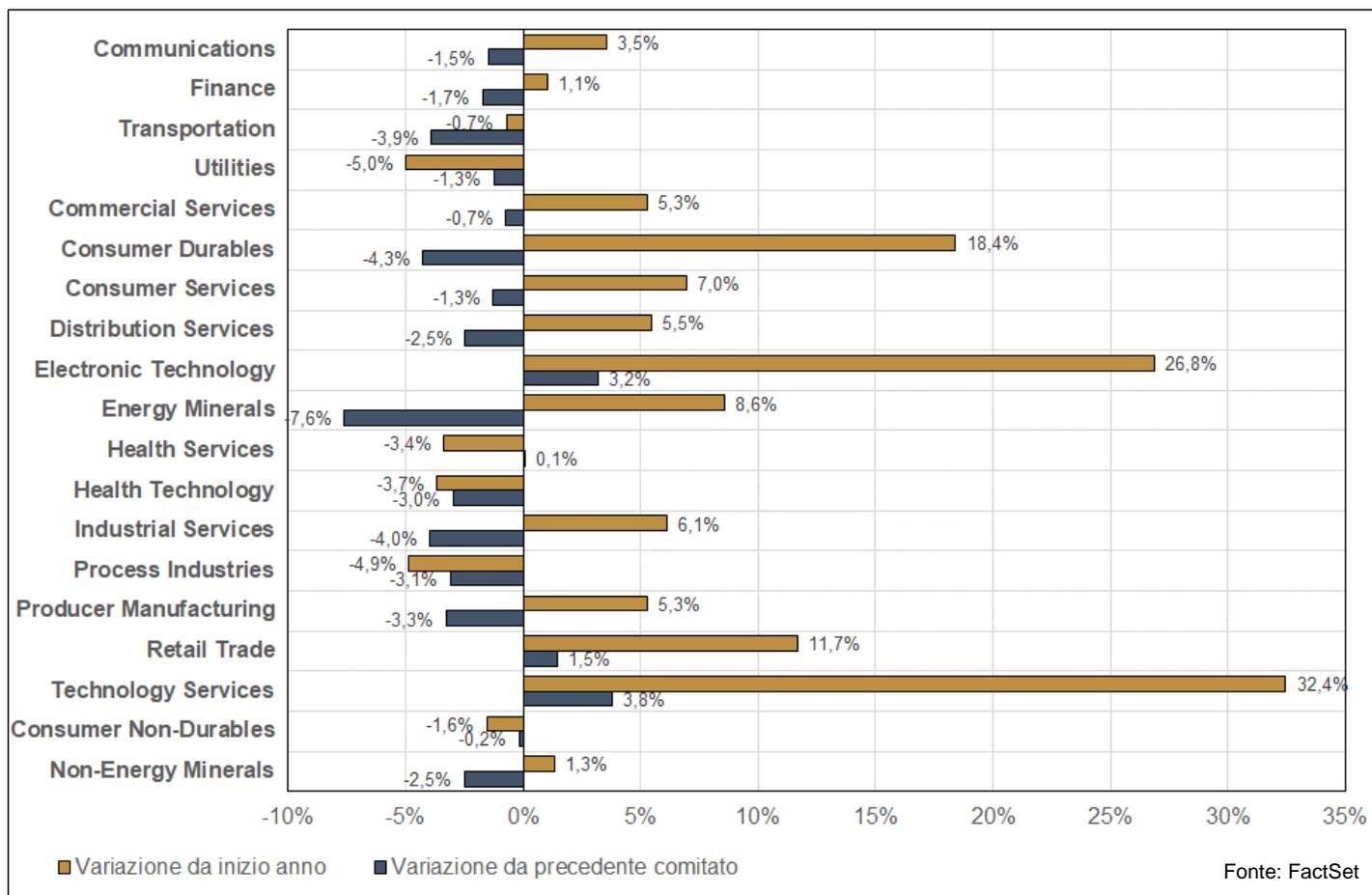
10 novembre 2023

Andamento dei principali indici azionari (dati in euro)

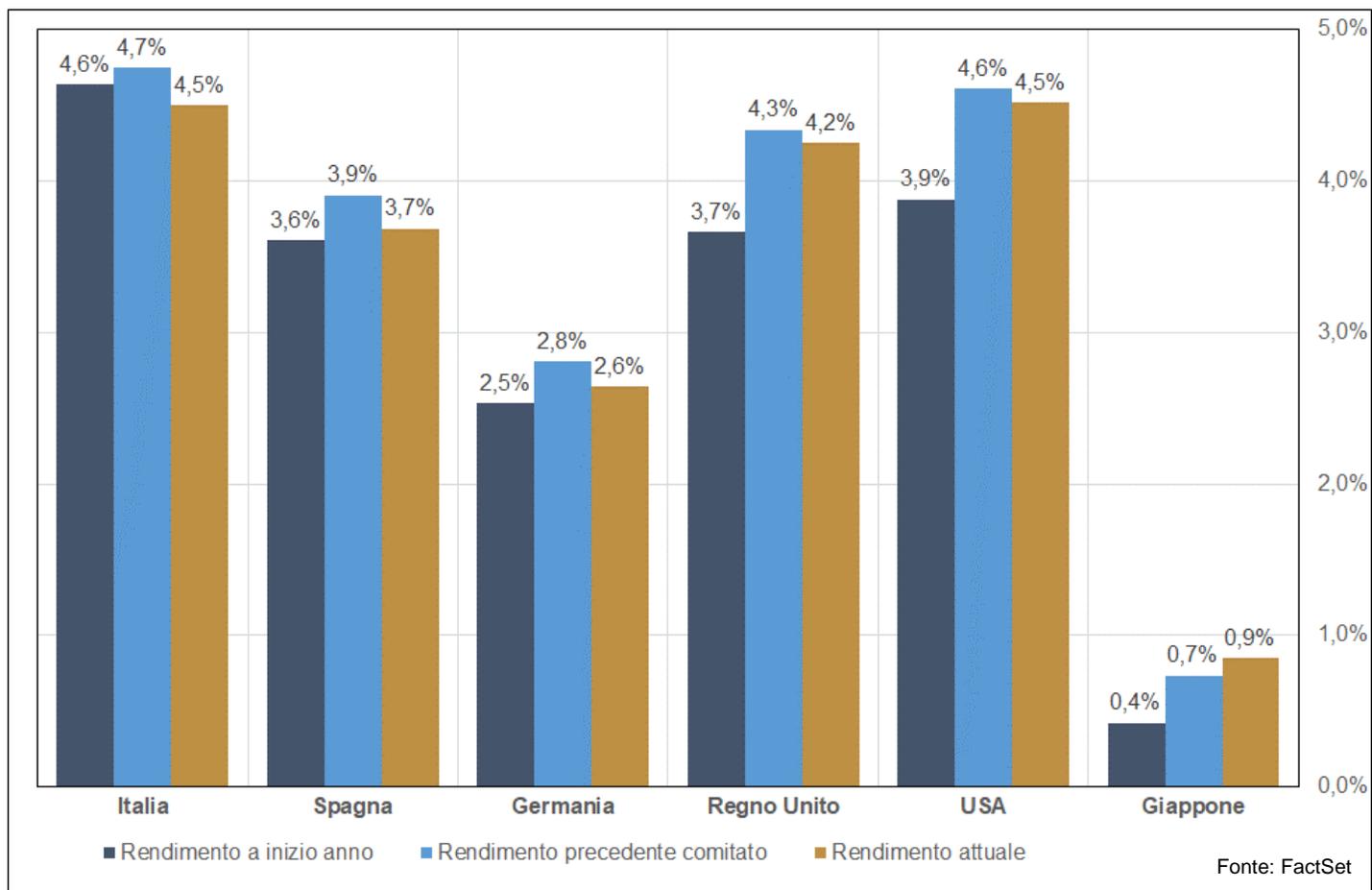


Andamento dei principali indici settoriali

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

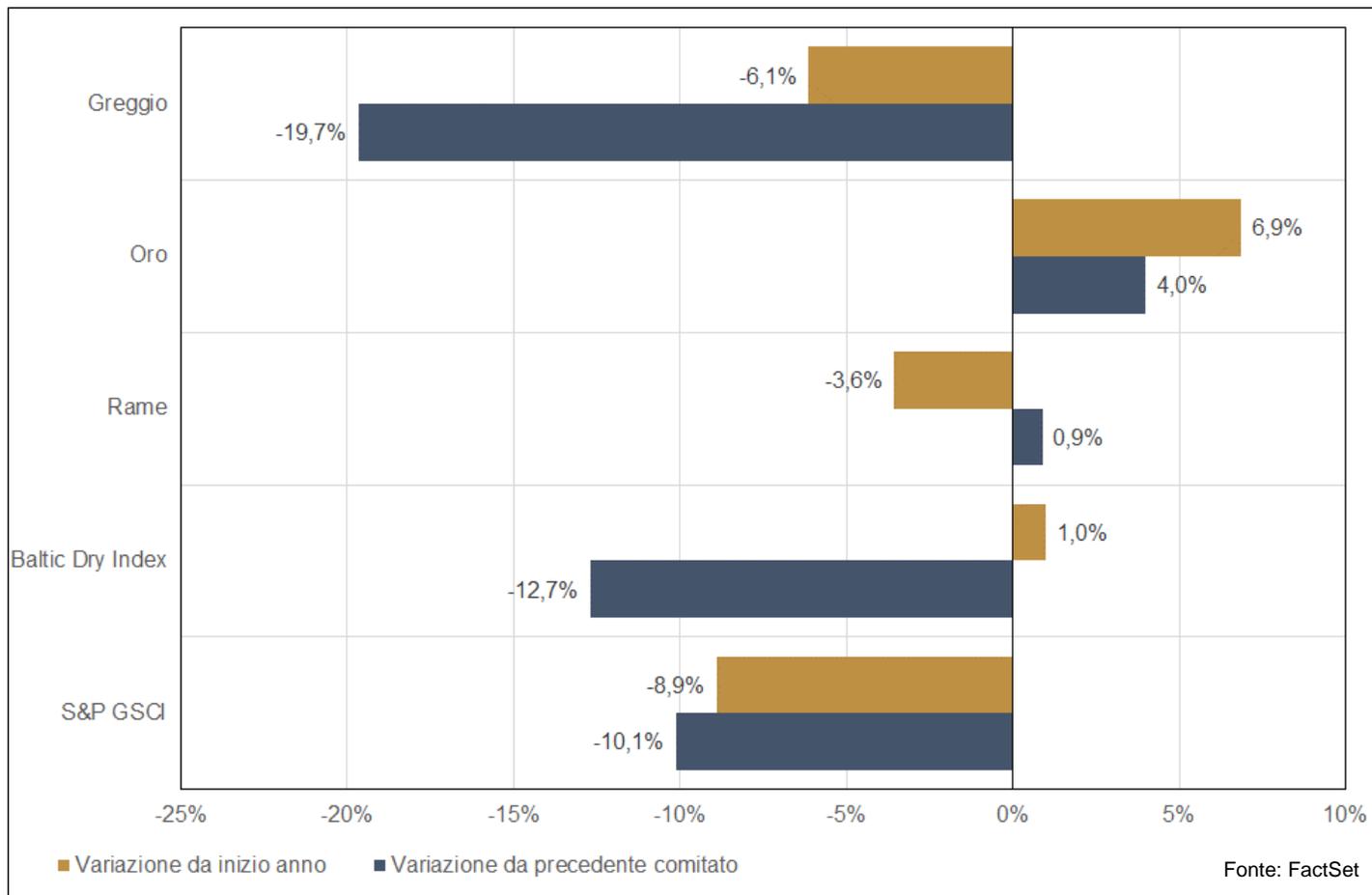


Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

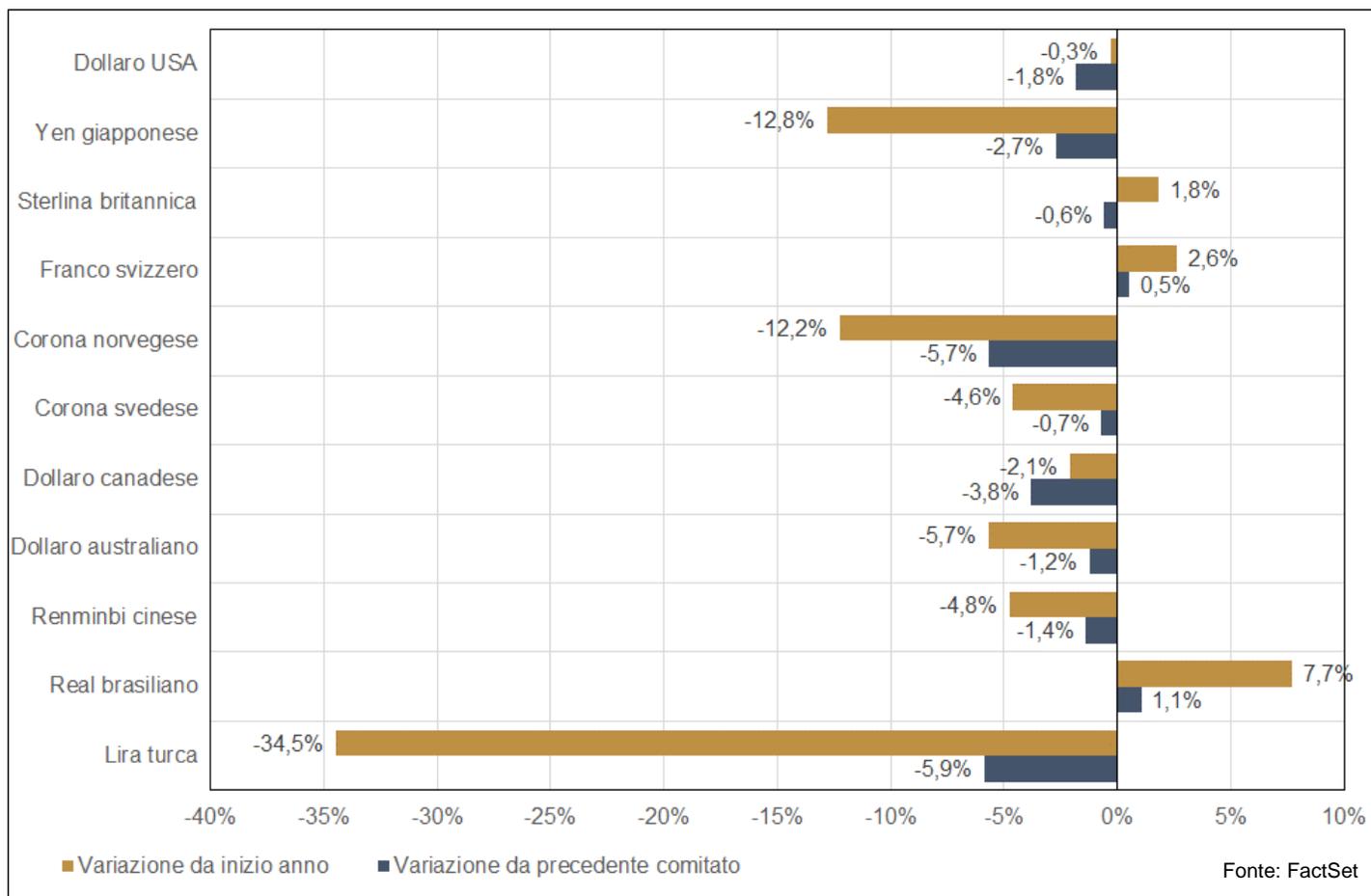


Variazione dei prezzi di alcune materie prime e indici relativi

(dati in dollari USA)



Tassi di cambio dell'Euro



Evoluzione attesa della congiuntura

	Crescita del PIL (*)			Inflazione (*) (CPI)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Eurozona	0,5% =	0,8% ↓	1,5% ↓	5,6% ↑	2,7% =	2,1% ↓
Francia	0,8% ↑	0,8% ↓	1,3% =	5,8% ↑	2,9% ↑	2,0% ↓
Germania	-0,2% ↑	0,4% ↓	1,4% ↑	6,1% ↑	2,9% ↑	2,2% ↓
Italia	0,8% ↓	0,7% ↓	1,0% ↓	6,2% ↓	2,5% ↓	2,0% ↓
Spagna	2,3% ↑	1,3% ↓	2,1% ↑	3,6% ↑	3,1% ↑	2,2% ↑
Regno Unito	0,4% =	0,4% ↓	1,2% ↓	7,5% ↓	3,0% ↓	2,0% =
USA	2,1% ↑	1,0% ↑	1,8% =	4,2% ↑	2,7% ↑	2,2% =
Giappone	1,8% ↑	1,0% =	1,0% ↓	3,1% ↑	1,9% ↑	1,4% ↑
Brasile	2,9% ↑	1,5% =	1,9% ↓	4,7% ↓	3,9% =	3,8% ↓
Cina	5,1% ↓	4,5% =	4,4% ↑	0,5% ↓	1,8% ↓	1,9% ↓
India	6,3% ↑	6,2% ↓	6,7% ↑	5,7% ↑	4,7% ↓	4,7% ↑
Russia	2,0% ↑	1,3% ↑	1,0% =	5,8% ↑	5,5% ↑	4,3% ↓

Fonte: FactSet

Il consenso sulla crescita mostra una tendenza al miglioramento delle previsioni relative agli USA (riviste al rialzo sia per il 2023 che per il 2024) e una tendenza al peggioramento delle previsioni relative all'Europa (riviste al ribasso sia per il 2024 che per il 2025). Le attese appaiono invece stabili per Giappone e Cina. Lo scenario che si delinea a cavallo fra il 2023 e il 2024 è di stagnazione in Eurozona e di bassa crescita negli USA, cui dovrebbe seguire una riaccelerazione nel 2025.

(*) 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. L'assenza di indicazioni riguarda i dati per i quali non è disponibile il dato di confronto.

Come detto, le stime degli analisti sulla crescita economica cinese si stanno stabilizzando su livelli più bassi di quelli ipotizzati all'inizio dell'anno.

Per quanto riguarda l'inflazione, prevalgono le revisioni al rialzo delle stime che comunque continuano a delineare l'ormai consolidato percorso che la vede decrescere nel 2023/24 sia negli USA che in Europa per avvicinarsi all'obiettivo del 2% nel 2025.

Come più volte osservato, secondo numerosi osservatori nei prossimi anni le banche centrali potrebbero mostrarsi più tolleranti e abbandonare, non ufficialmente, per qualche tempo il target del 2%.

La possibilità di osservare un periodo non breve di inflazione superiore ai target delle banche centrali è coerente con la necessità di supportare, sia negli USA che in Eurozona, il fenomeno della de-globalizzazione, intrinsecamente inflazionistico (ne abbiamo parlato in [«Mercati instabili: quali opportunità di investimento?»](#), p. 6).

Evoluzione attesa della congiuntura

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

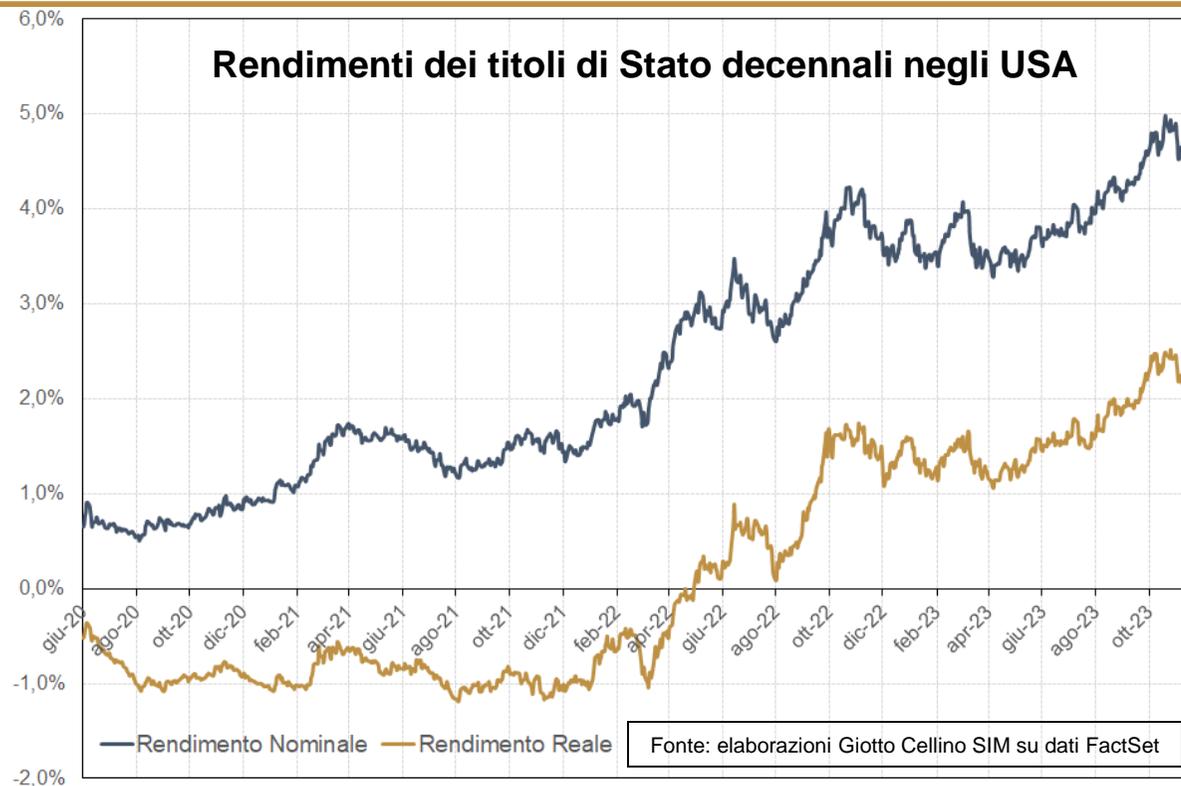


Come si può notare, negli USA le attese di inflazione nel lungo termine si sono stabilizzate e, da oltre un anno, oscillano fra il 2,1% e il 2,4% (ora si collocano nella parte alta dell'intervallo). Dopo una lunga corsa al rialzo, le attese di inflazione a lungo termine in Eurozona sembrano finalmente avere invertito la rotta e si collocano ora al 2,5%, dopo avere raggiunto un picco del 2,7%.

Appaiono a questo punto ragionevoli le speranze riposte dai mercati sulla possibile fine della fase di innalzamento dei tassi da parte di entrambe le banche centrali anche se, sia la BCE che la FED, sembrano intenzionate a mantenere stabile il livello raggiunto per un periodo prolungato. Se è dunque possibile che il picco dei tassi sia stato raggiunto, è assai probabile che trascorrerà parecchio tempo prima di poter assistere al loro taglio.

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*).

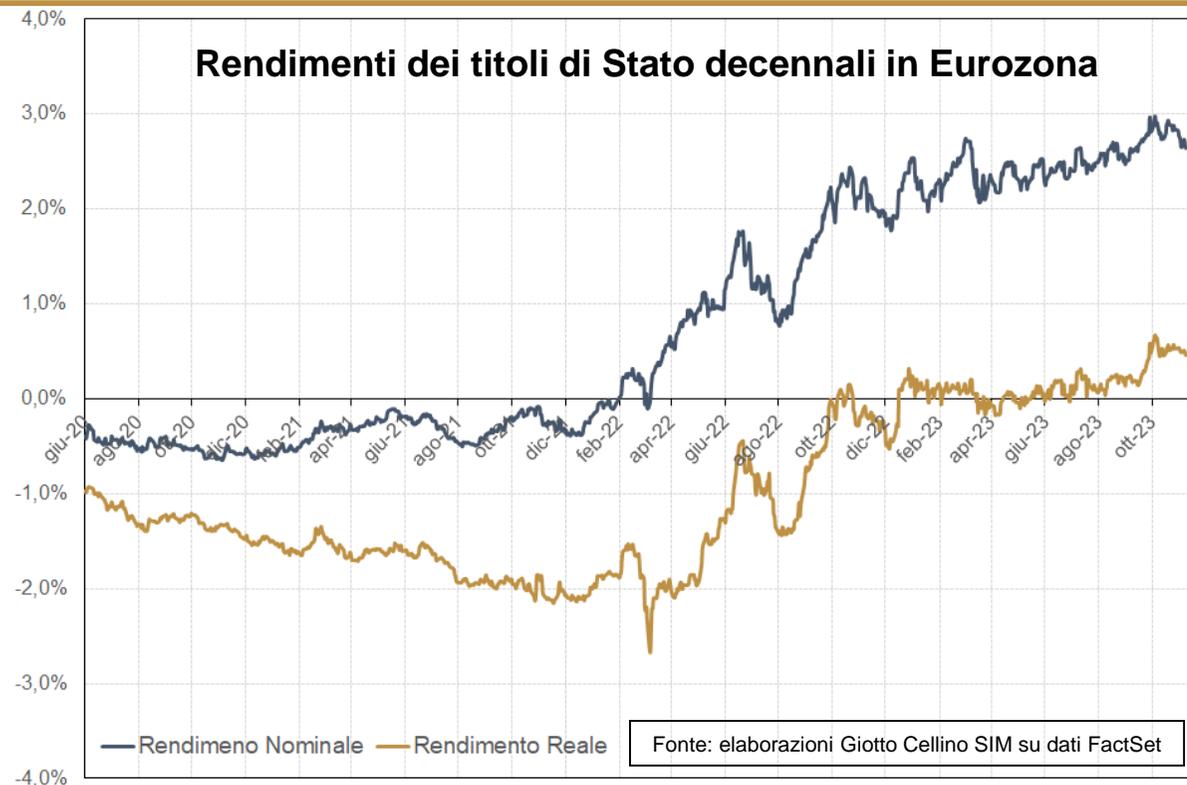
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il rendimento nominale del titolo decennale americano, dopo avere toccato un picco del 5%, è ora al 4,5%, al di sopra del 4,4% osservato in occasione del precedente Comitato. Analogo andamento si osserva per il rendimento reale offerto dal TIPS di pari scadenza, pari al 2,2% contro il 2,1% osservato in occasione della precedente analisi.

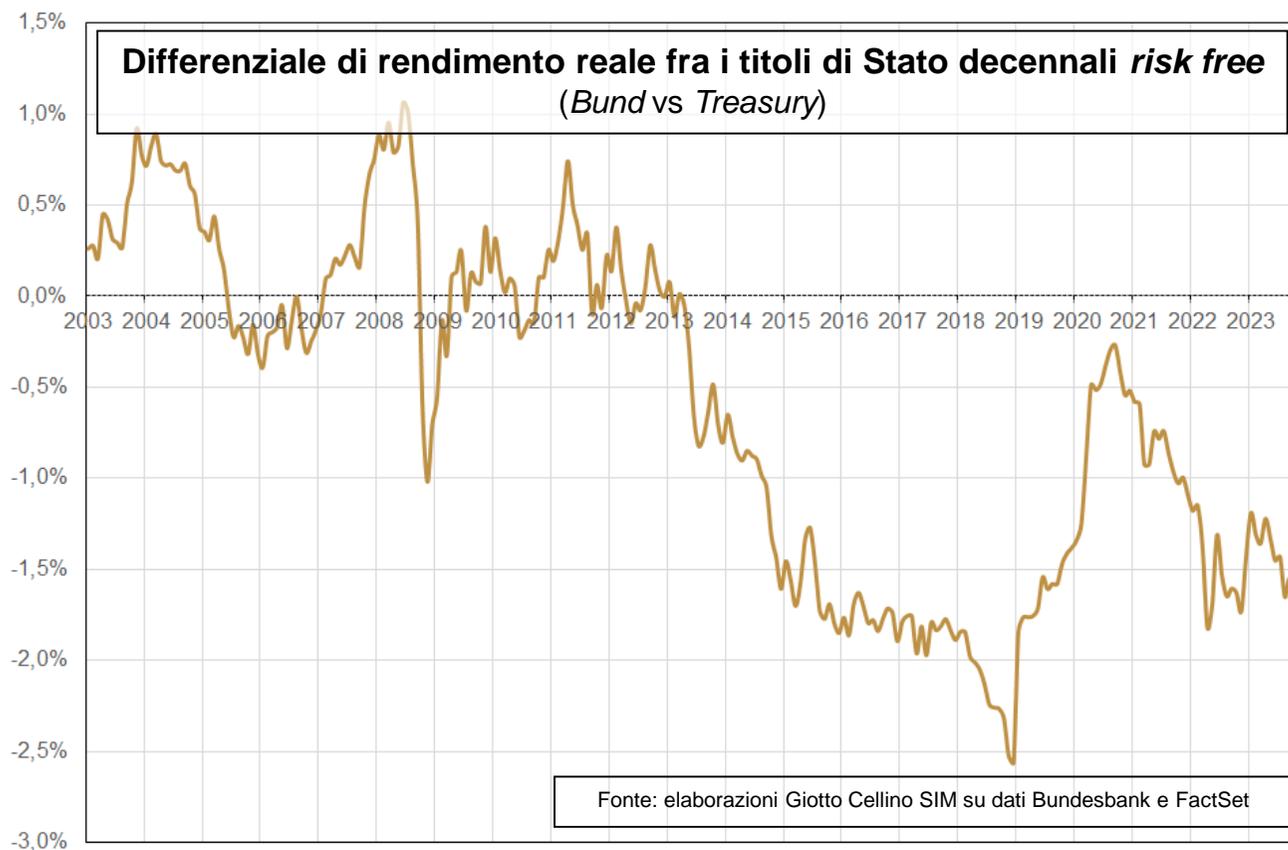
Come già rilevato nel precedente comitato, i rendimenti reali negli USA hanno integralmente recuperato i livelli che si osservavano prima della grande recessione successiva al fallimento di Lehman Brothers e dell'era delle politiche monetarie super espansive che ne è seguita, chiudendo così un'epoca di condizioni finanziarie eccezionalmente moderate che era iniziata nel 2009.

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il rendimento nominale del titolo decennale tedesco ha fermato la sua corsa ed è oggi pari al 2,6%, leggermente al di sotto del livello osservato nel precedente Comitato. Il Bund indicizzato all'inflazione di pari scadenza offre oggi un rendimento reale dello 0,5%, superiore allo 0,3% precedentemente rilevato. Il rendimento reale decennale privo di rischio sull'euro si è finalmente staccato dallo 0%, attorno al quale ha oscillato per circa un anno. Per quanto molto cresciuti, i rendimenti reali a lungo termine in Eurozona continuano a risultare decisamente inferiori al 2,5%, livello mediano osservato prima della grande recessione successiva al fallimento di Lehman Brothers e dell'era delle politiche monetarie super espansive che ne è seguita. **A differenza di quanto osservato negli USA, in Eurozona l'era delle condizioni finanziarie eccezionalmente moderate non si è ancora conclusa.**

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali

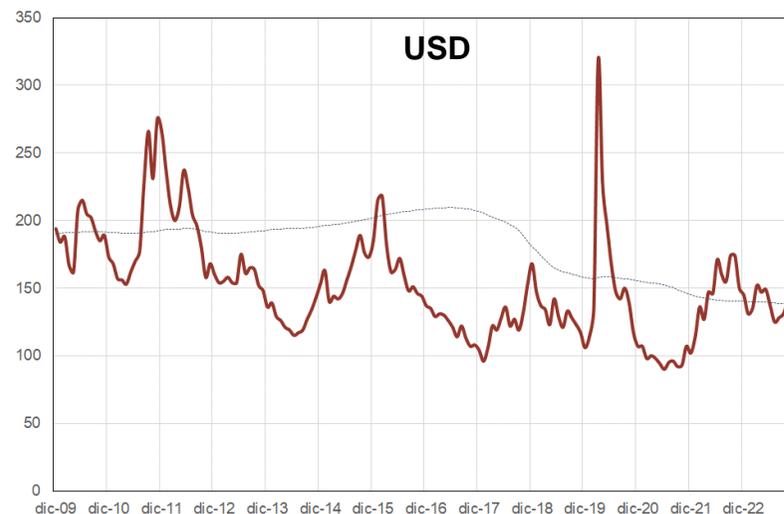
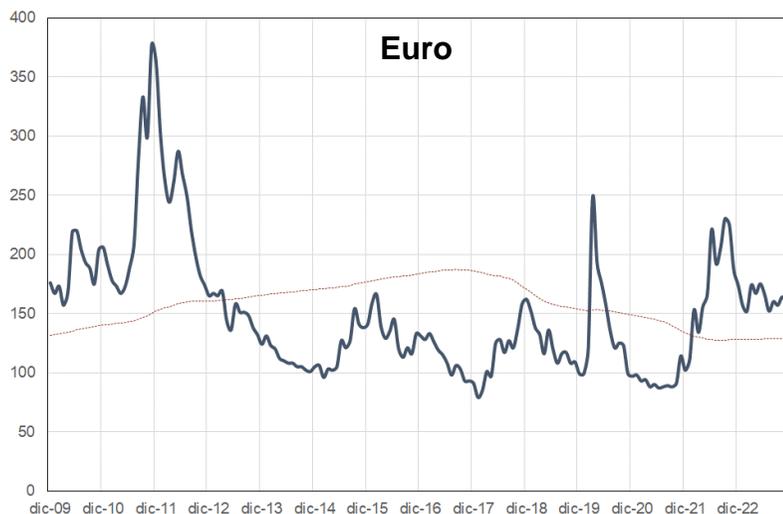


Continuiamo a monitorare il differenziale di rendimento reale tra *Bund* e *Treasury* decennali, sceso stabilmente in area negativa dopo il 2013. Come più volte osservato, non si riscontrano le condizioni necessarie per riportare nel breve/medio termine il rendimento del *Bund* su livelli paragonabili a quello del *Treasury* (*). Presumibilmente, tale differenziale positivo, nettamente favorevole al dollaro, 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*

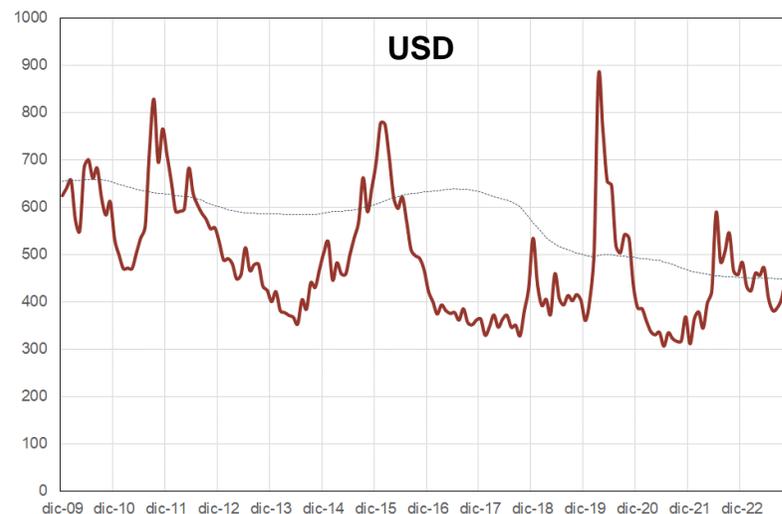
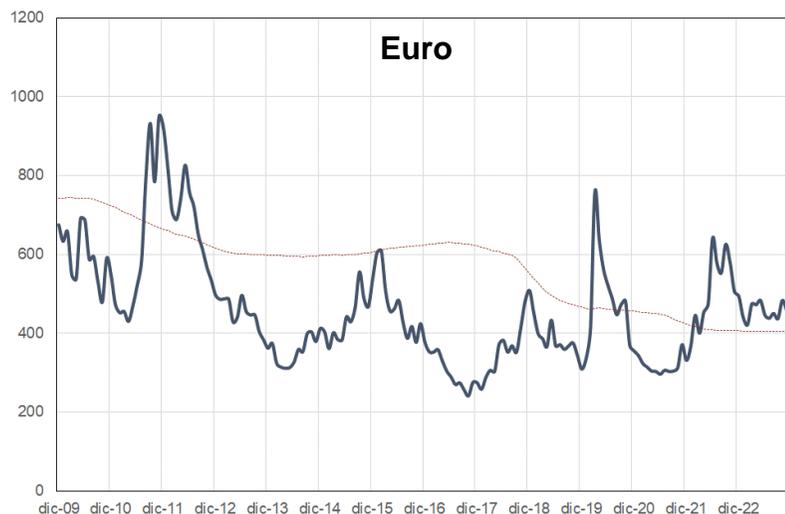


Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

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

Anche lo spread sulle obbligazioni IG denominate in dollari, in linea con la media, appare adeguato, in considerazione delle prospettive di crescita più robuste vantate dall'economia USA.

Gli spread dei titoli corporate *High Yield*

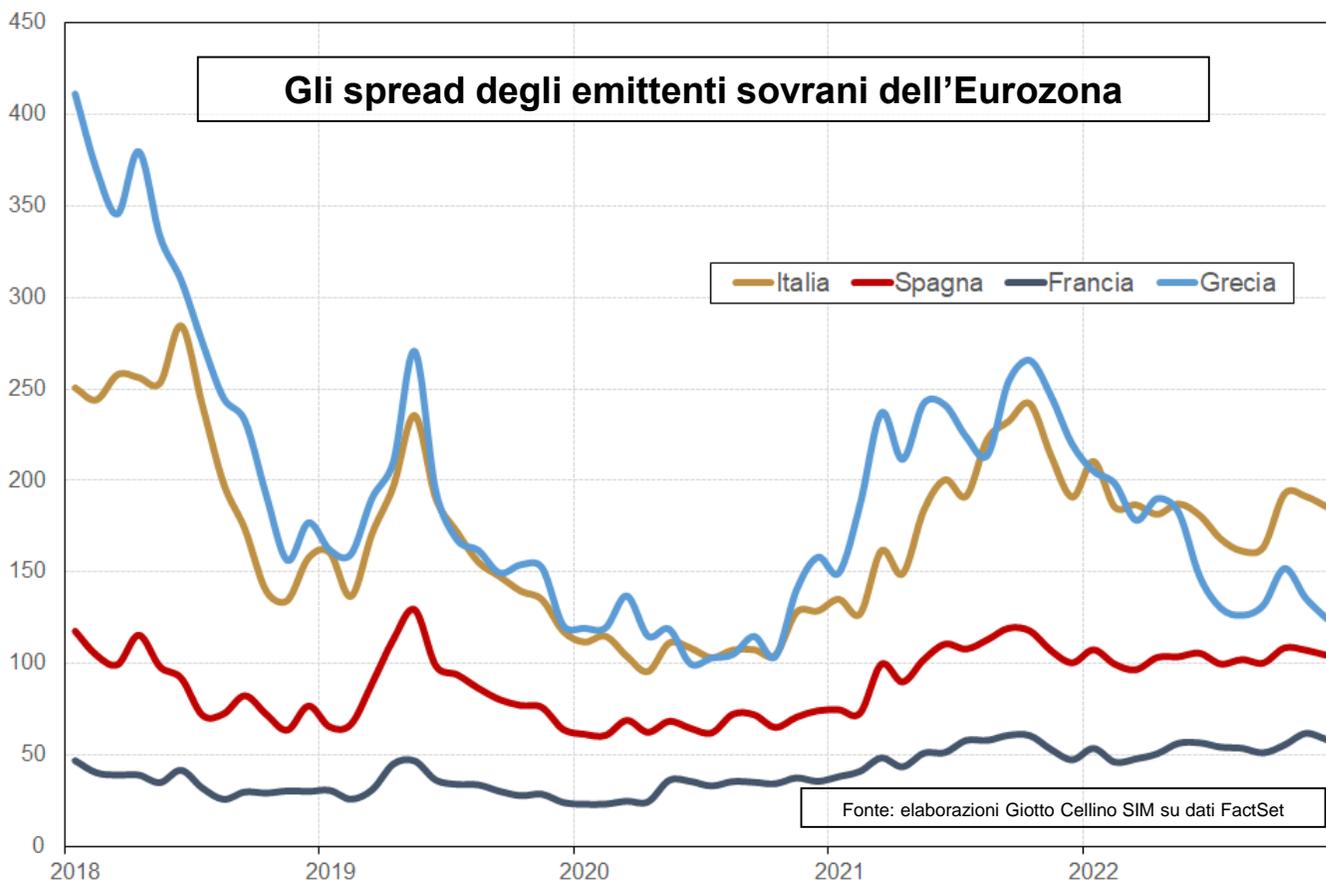


Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

La traiettoria seguita dagli spread delle obbligazioni *High Yield* (HY) è simile a quella delle obbligazioni 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 al di sopra della media mobile a 10 anni (anche se in misura meno marcata) 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 agli spread sovrani dell'Eurozona, il differenziale di rendimento italiano ha interrotto la fase di restringimento avviata successivamente all'insediamento del nuovo Governo.

Una legge di Bilancio tutto sommato prudente e il superamento dell'esame delle prime due agenzie di rating (Standard & Poor's e DBRS) hanno comunque limitato la crescita dello spread.

Circa il rating sovrano, rimangono ancora da conoscere il giudizio di Fitch e quello di Moody's; il 21 novembre, infine, verrà diffusa la prima valutazione della manovra italiana da parte della Commissione Europea.

In considerazione della prudenza che sembra caratterizzare l'azione del Governo italiano anche in questo frangente, permane il giudizio positivo sui titoli emessi dal Tesoro, caratterizzati da un buon rapporto rischio/rendimento.

Le attese del consenso sui tassi di cambio dell'Euro

	Corrente	2023	2024	2025
Dollaro USA	1,071	1,075	1,120	1,155
Yen giapponese	161,5	157,0	150,1	150,5
Sterlina britannica	0,871	0,870	0,880	0,890
Franco svizzero	0,962	0,963	0,988	0,990
Corona norvegese	11,98	11,43	10,90	10,50
Corona svedese	11,66	11,70	11,20	10,50
Dollaro canadese	1,477	1,459	1,474	1,450
Dollaro australiano	1,669	1,660	1,655	1,631
Renminbi cinese	7,79	7,83	7,90	-
Lira turca	30,5	31,8	38,4	-

Fonte: FactSet

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

	CAPE attuale	CAPE (medio ultimi 25 anni)	Rendimento reale annuo atteso (1/CAPE)	Rendimento reale annuo storico (1979-2022)	Excess CAPE Yield	Excess CAPE Yield (medio ultimi 25 anni)
Francia	21,4	22,3	4,7%	7,2%	3,8%	4,2%
Germania	14,4	21,7	6,9%	6,1%	6,7%	4,2%
Italia	17,3	20,9	5,8%	4,9%	5,1%	6,0%
Spagna	14,5	17,9	6,9%	6,8%	6,2%	6,3%
Regno Unito	12,5	16,6	8,0%	4,9%	6,8%	5,4%
Svizzera	20,9	24,6	4,8%	7,4%	4,2%	3,6%
USA	29,8	27,6	3,4%	7,9%	1,6%	2,7%
Giappone	21,7	22,3	4,6%	4,1%	4,6%	4,3%
Cina	10,5	19,0	9,6%	5,3%	8,6%	4,6%

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

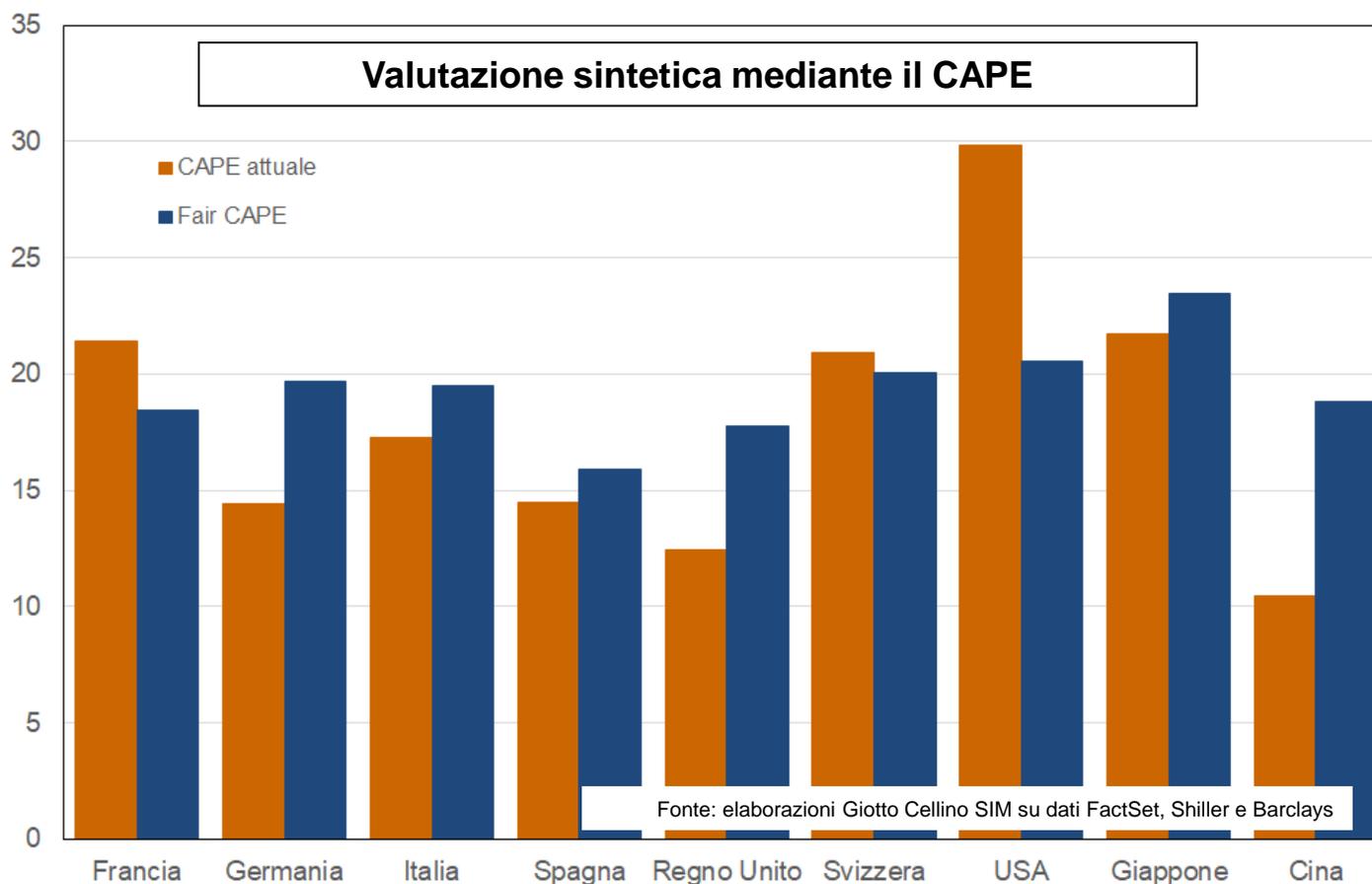
Il rendimento atteso di Italia, Germania e Regno Unito si mantiene al di sopra della media storica, quello spagnolo risulta in linea mentre Francia e Svizzera presentano valori inferiori. Al di fuori del Vecchio Continente, le valutazioni del mercato giapponese e cinese prospettano un rendimento atteso 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.

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

NOTE ALLA TABELLA

Il CAPE e l'ECY sono metriche di valutazione introdotte da Robert Shiller. 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: [«Cyclically Adjusted Price Earnings e l'Excess CAPE Yield»](#), per la modalità di calcolo del rendimento obbligazionario reale, utile al fine del calcolo dell'ECY, si veda [Shiller](#).

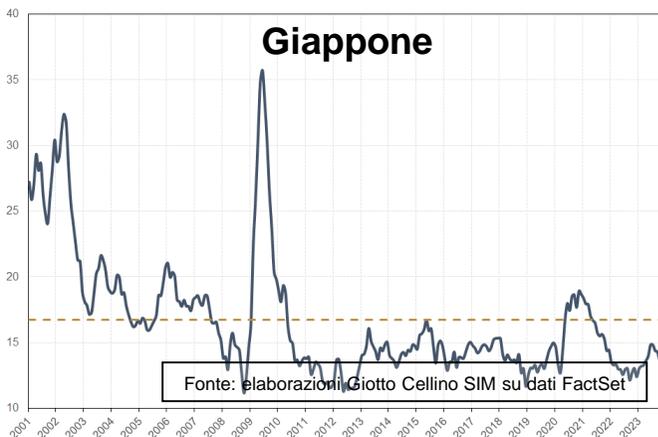
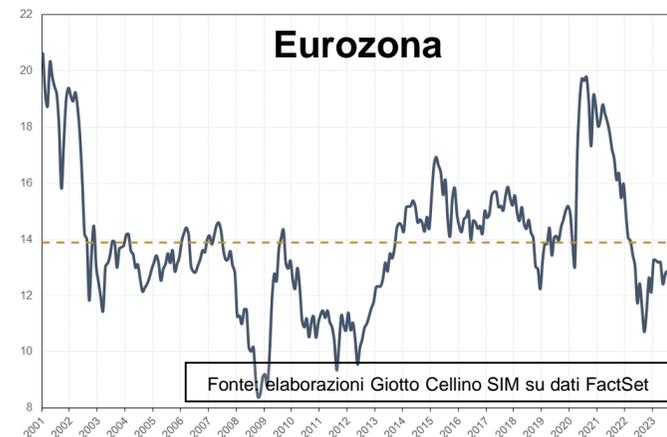
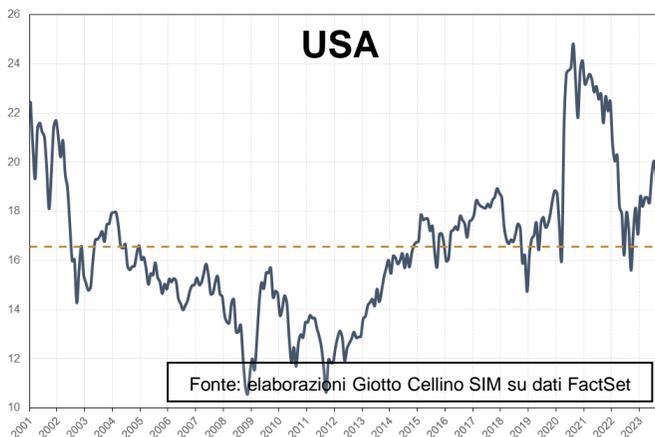
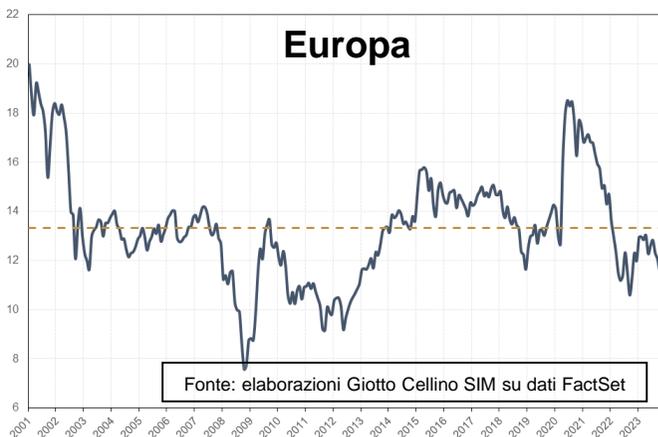
Il rendimento storico del mercato britannico è riferito al periodo 1988-2022, quello del mercato cinese al periodo 2002-2022. Gli ECY medi del mercato giapponese e cinese sono calcolati su dati riferiti, rispettivamente, agli ultimi 17 e agli ultimi 18 anni.



Il *fair CAPE* elaborato da Giotto Cellino rappresenta una misura sintetica del valore "corretto" che l'indicatore dovrebbe assumere tenendo conto del rendimento storico del mercato di riferimento e dei valori medi del CAPE e dell'ECY negli ultimi 25 anni. Ne deriva che i mercati azionari per i quali il CAPE attuale risulta inferiore al *fair CAPE* sono da considerarsi sottovalutati, mentre definiamo sopravvalutati quelli il cui CAPE attuale risulta superiore al *fair CAPE*.

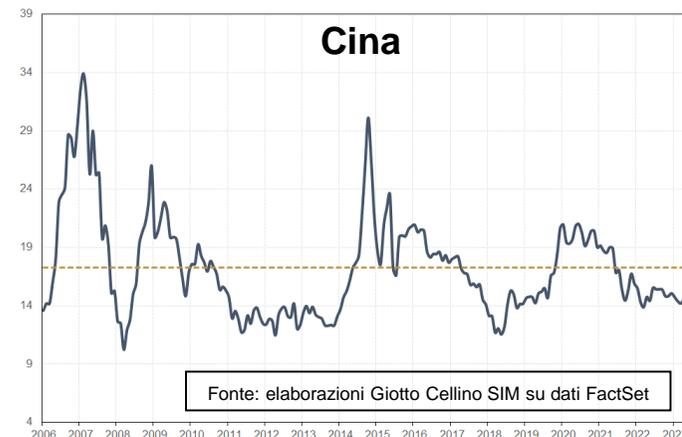
Rapporto prezzo/utile forward

(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 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 hanno raggiunto i livelli precedenti le politiche monetarie super espansive**. Ne deriva che il premio per il rischio azionario risulta elevato in molti mercati europei e assai modesto in quello USA, dove l'ECY segnala l'incapacità del mercato azionario americano di remunerare adeguatamente il rischio. Premi per il rischio adeguati si osservano anche nel mercato azionario giapponese e in quello cinese.

Anche la valutazione assoluta, effettuata attraverso il CAPE, bocchia il mercato americano che risulta notevolmente sopravvalutato, mentre la medesima metrica determina valutazioni ancora generalmente interessanti in Europa, in Giappone e in Cina.

- 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).

Opposta la situazione negli USA, dove i rendimenti dei titoli privi di rischio risultano adeguati e gli spread corporate (sia HY che IG) contenuti.

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, soprattutto a quelli indicizzati all'inflazione italiana, che incorporano attese di inflazione inferiori alle nostre attese.

Conclusioni

Le previsioni attualmente disponibili indicano per l'Europa una stagnazione a cavallo fra il 2023 e il 2024 e solo un rallentamento della crescita negli USA. Le previsioni di crescita per la Cina, dopo una fase di revisioni al ribasso che hanno ridimensionato l'ottimismo di inizio anno, si stanno stabilizzando su livelli comunque soddisfacenti. Sia in Europa che negli USA, la crescita economica, stando al consenso, riacquisterà vigore nel 2025.

La tenuta della profittabilità di impresa, confermata anche dalle ultime trimestrali, continua a sostenere i mercati azionari. Eccezion fatta per gli USA, anche le valutazioni e i *risk premium* impliciti offrono un buon supporto ai mercati azionari. I fattori che, invece, agiscono in senso opposto sono: i timori che l'azione delle banche centrali possa deteriorare ulteriormente la congiuntura, la nuova crisi in Medio Oriente, la guerra in Ucraina, le crescenti tensioni fra la Cina e l'Occidente e un'inflazione che, pur avendo raggiunto il picco, non appare ancora del tutto sotto controllo.

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, che dovrebbero trovare sostegno nelle valutazioni attraenti e nella stabilizzazione delle attese di crescita in Cina, anche se il rischio geopolitico potrebbe colpire maggiormente tali mercati. Si mantiene negativo il giudizio 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*. Nel verbale del precedente Comitato abbiamo verificato che, con l'eccezione degli USA, tale strategia (della quale abbiamo illustrato i razionali in [«Value vs Growth»](#)) si sta rivelando estremamente efficace.

Conclusioni

Nel precedente comitato, e in un'[analisi](#) pubblicata successivamente, si è anche segnalata l'opportunità di incrementare l'esposizione sulle small-mid cap italiane, politica che si suggerisce di mantenere.

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.

Poiché il livello raggiunto dai rendimenti obbligazionari di lungo termine potrebbe rappresentare il picco, ma non intravediamo nel medio breve termine significativi ridimensionamenti degli stessi, suggeriamo di sfruttare le oscillazioni dei corsi dei titoli a elevata *duration*, da accumulare nelle fasi di debolezza e alleggerire in quelle di forza.

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, qualora, come ipotizzato, il differenziale dei rendimenti reali fra euro e dollaro dovesse persistere, la valuta USA non dovrebbe avere significativi margini di deprezzamento.

Performance azionarie su differenti *holding period*

(Indici MSCI total return in euro)

A partire dal 31-dic-10	A partire dal 31-dic-11	A partire dal 31-dic-12	A partire dal 31-dic-13	A partire dal 31-dic-14	A partire dal 31-dic-15	A partire dal 31-dic-16	A partire dal 31-dic-17	A partire dal 31-dic-18	A partire dal 31-dic-19	A partire dal 31-dic-20	A partire dal 31-dic-21	A partire dal 31-dic-22
USA 456,9%	USA 428,4%	USA 362,1%	USA 264,2%	USA 182,1%	USA 150,0%	USA 117,5%	USA 103,1%	USA 102,5%	USA 51,0%	Italia 44,5%	Spagna 16,8%	Italia 25,4%
Svizzera 216,2%	Francia 226,8%	Svizzera 172,3%	Svizzera 123,1%	Francia 113,5%	Francia 90,1%	Italia 76,6%	Svizzera 60,9%	Italia 78,0%	Italia 35,8%	USA 35,6%	Italia 15,7%	Spagna 17,6%
Francia 183,7%	Svizzera 225,7%	Francia 170,2%	Francia 121,2%	Svizzera 94,7%	Svizzera 72,7%	Svizzera 74,7%	Italia 55,2%	Svizzera 66,9%	Francia 27,6%	Regno Unito 35,0%	Regno Unito 5,8%	USA 15,7%
Giappone 127,4%	Giappone 156,4%	Giappone 140,3%	Giappone 97,3%	Italia 88,8%	Italia 64,6%	Francia 74,1%	Francia 52,6%	Francia 64,9%	Svizzera 22,7%	Francia 32,8%	Francia 2,3%	Francia 10,0%
Germania 108,5%	Italia 153,8%	Italia 127,1%	Italia 95,7%	Giappone 79,9%	Emergenti 52,3%	Giappone 38,9%	Giappone 27,1%	Giappone 38,4%	Giappone 13,2%	Spagna 27,8%	USA -0,7%	Giappone 9,7%
Italia 103,9%	Germania 144,4%	Germania 87,9%	Emergenti 62,0%	Emergenti 44,9%	Giappone 47,0%	Regno Unito 32,7%	Regno Unito 23,4%	Regno Unito 36,8%	Spagna 11,9%	Svizzera 18,6%	Giappone -2,2%	Germania 9,1%
Regno Unito 100,4%	Regno Unito 98,9%	Regno Unito 75,2%	Regno Unito 51,7%	Germania 44,3%	Regno Unito 36,6%	Emergenti 32,5%	Spagna 13,8%	Germania 32,5%	Regno Unito 10,9%	Giappone 7,4%	Svizzera -8,4%	Regno Unito 4,4%
Spagna 100,4%	Emergenti 98,9%	Spagna 75,2%	Germania 51,7%	Regno Unito 44,3%	Germania 36,6%	Spagna 32,5%	Emergenti 13,8%	Spagna 32,5%	Germania 10,9%	Germania 7,4%	Germania -8,4%	Svizzera 4,4%
Emergenti 49,6%	Spagna 75,3%	Emergenti 51,5%	Spagna 34,3%	Spagna 23,3%	Spagna 30,8%	Germania 23,1%	Germania 9,1%	Emergenti 21,6%	Emergenti 0,4%	Emergenti -7,8%	Emergenti -12,3%	Emergenti 2,5%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

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.

Tutti i dati e i grafici contenuti nella presente analisi, ove non diversamente indicato, sono aggiornati all'8 novembre 2023.
La data di riferimento del precedente comitato è il 27 settembre.