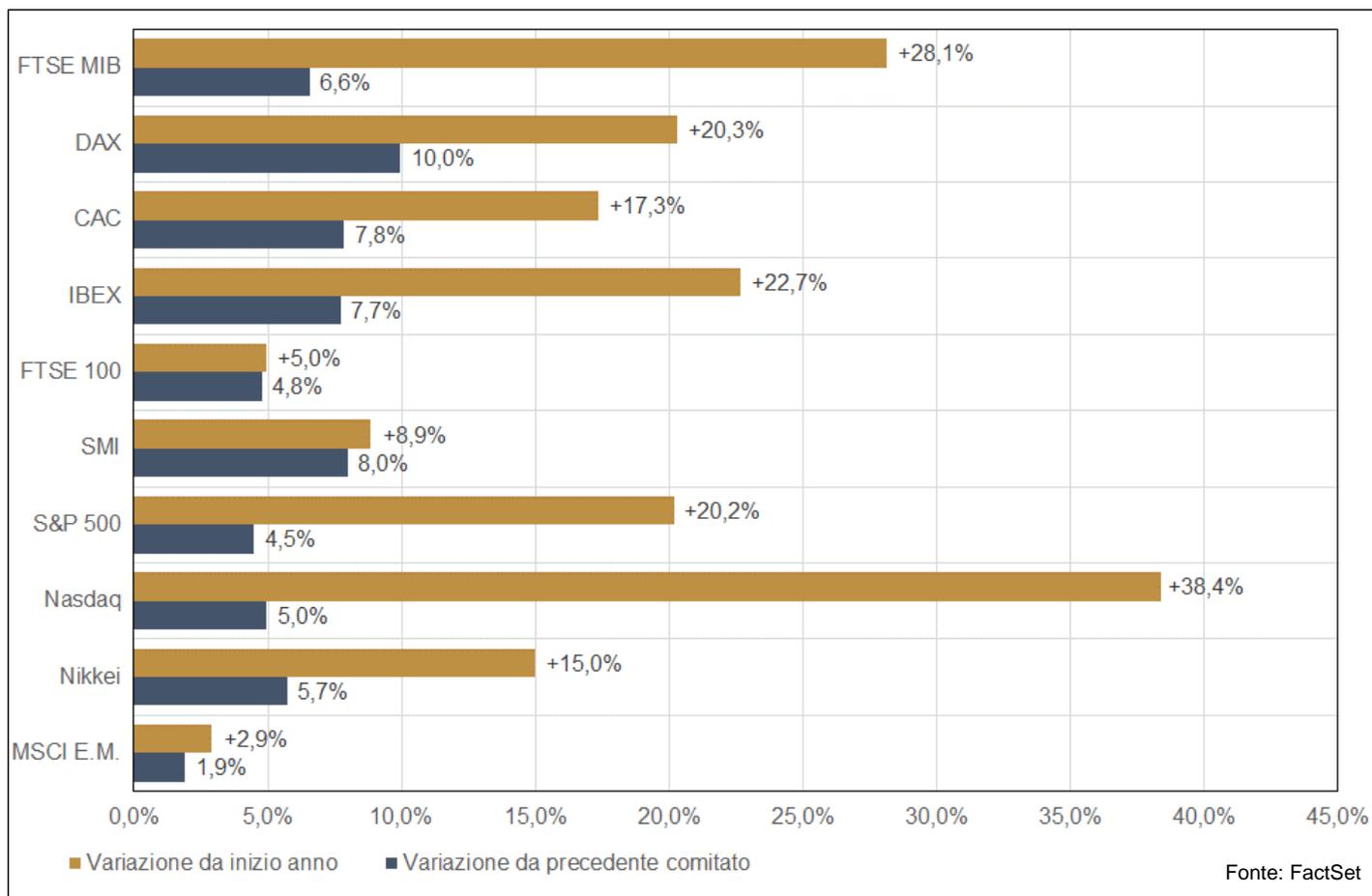




Analisi per il Comitato Investimenti

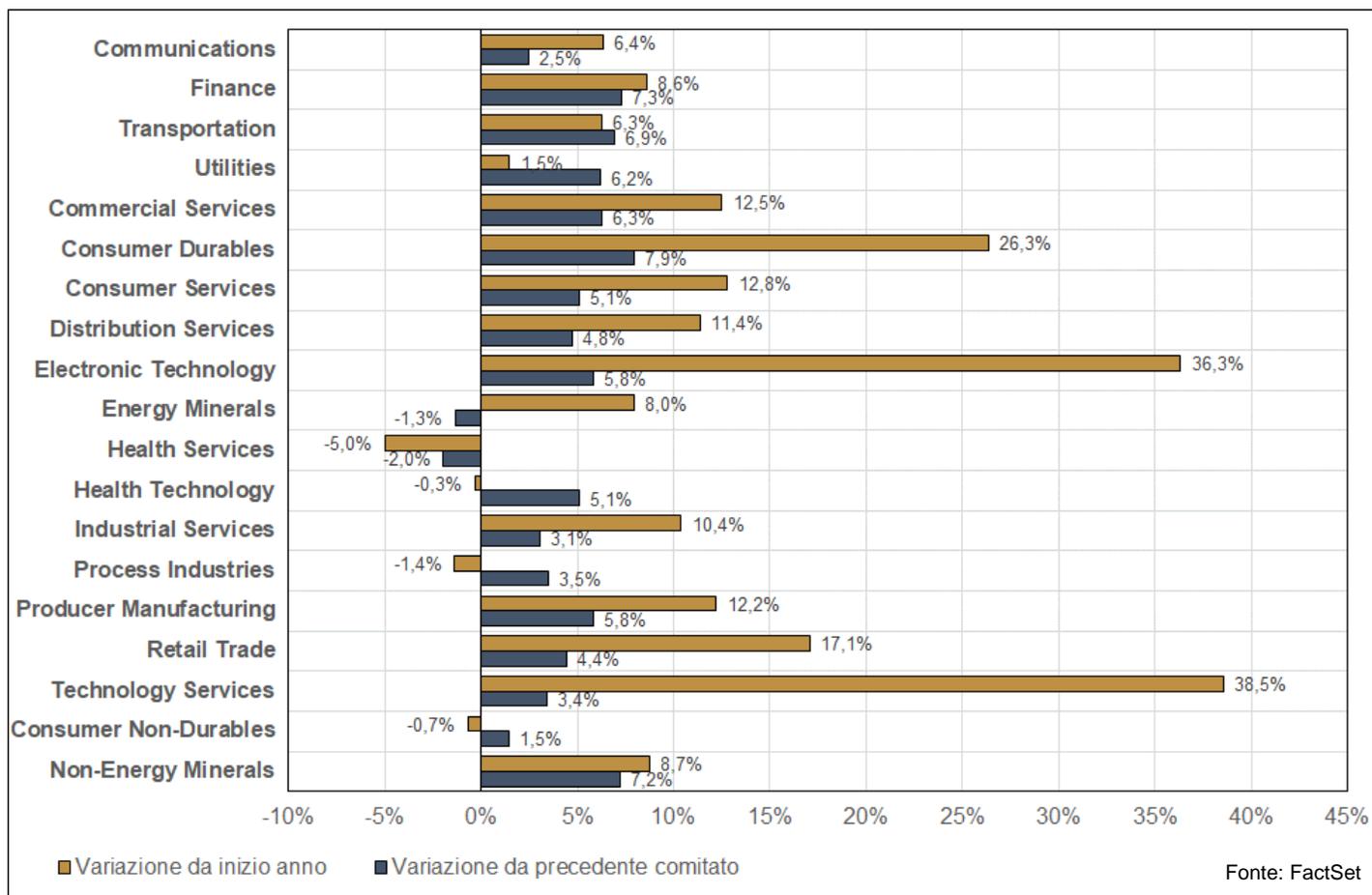
18 dicembre 2023

Andamento dei principali indici azionari (dati in euro)

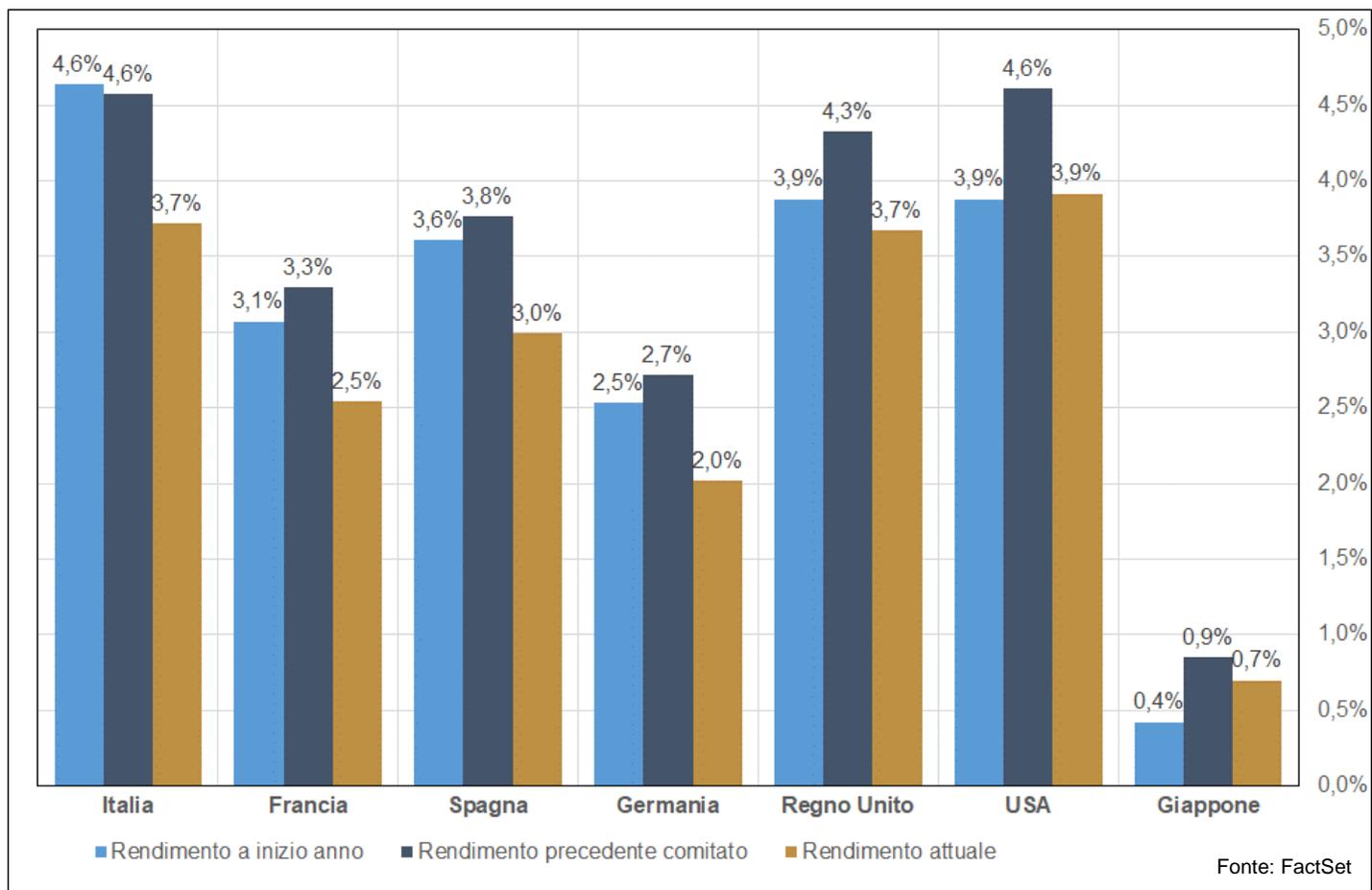


Andamento dei principali indici settoriali

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

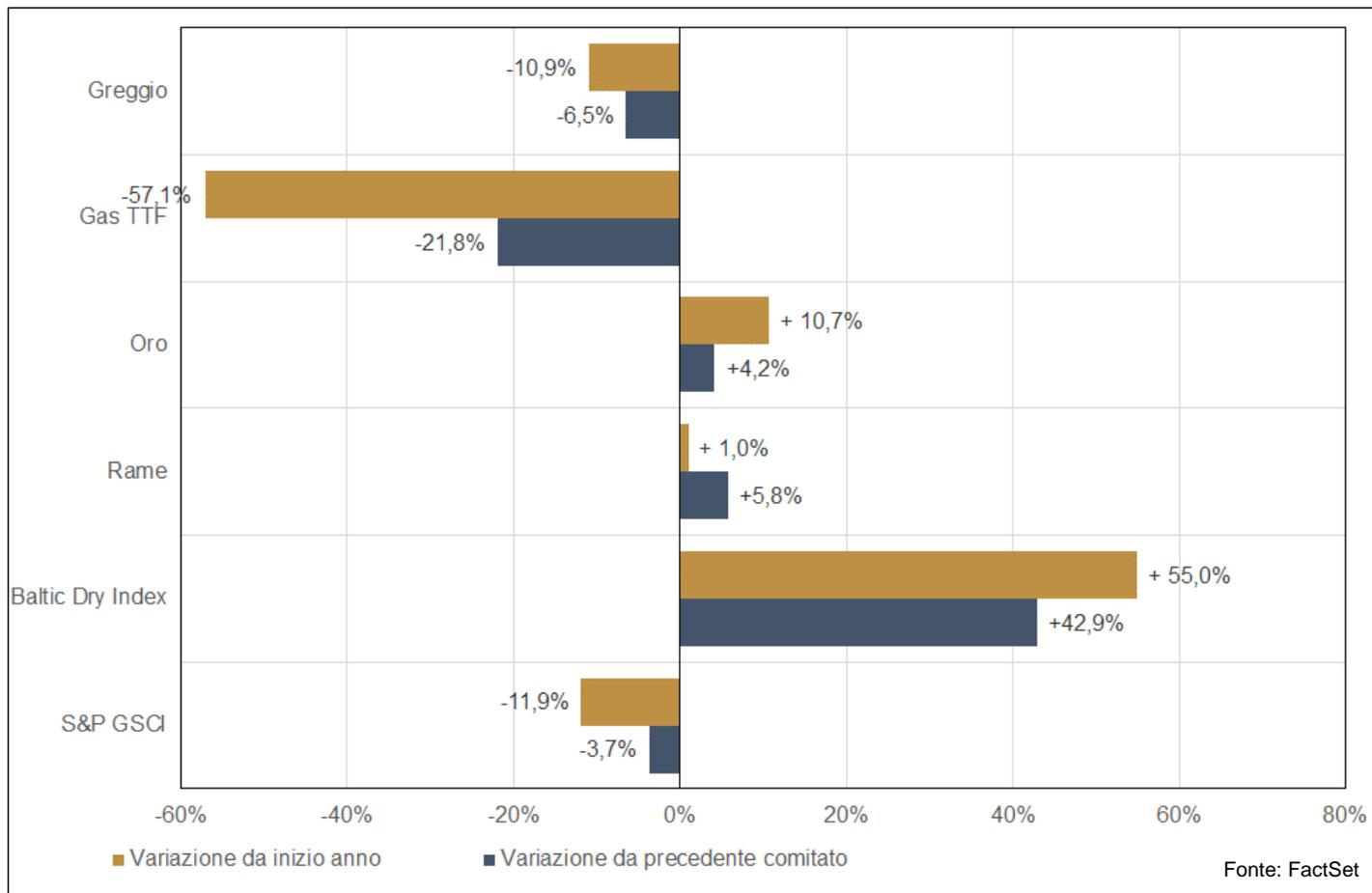


Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

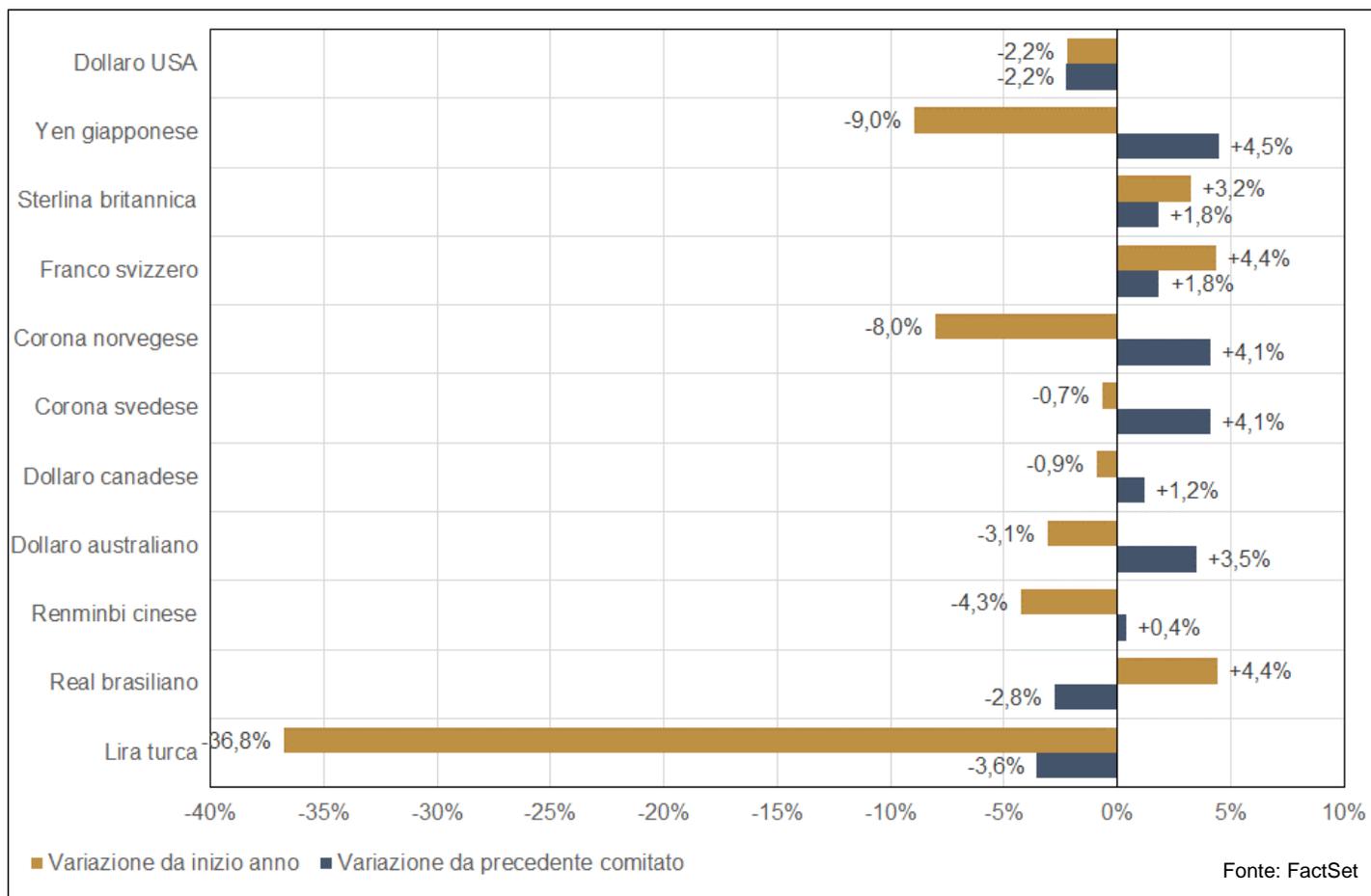


Variazione dei prezzi di alcune materie prime e indici relativi

(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% =	0,7% ↓	1,5% =	5,5% ↓	2,7% =	2,1% =
Francia	0,9% ↑	0,8% =	1,4% ↑	5,7% ↓	2,8% ↓	2,3% ↑
Germania	-0,2% =	0,4% =	1,3% ↓	6,1% =	2,7% ↓	2,2% =
Italia	0,7% ↓	0,6% ↓	1,1% ↑	6,1% ↓	2,1% ↓	2,0% =
Spagna	2,3% =	1,3% =	1,7% ↓	3,6% ↓	3,3% ↑	2,1% ↓
Regno Unito	0,5% ↑	0,4% =	1,2% =	7,4% ↓	3,1% ↑	2,2% ↑
USA	2,4% ↑	1,2% ↑	1,8% =	4,1% ↓	2,7% =	2,2% =
Giappone	1,8% =	1,0% =	1,0% =	3,2% ↑	2,0% ↑	1,6% ↑
Brasile	3,0% ↑	1,5% =	2,0% ↑	4,8% ↑	3,9% =	3,5% ↓
Cina	5,2% ↑	4,5% =	4,3% ↓	0,5% =	1,7% ↓	1,9% =
India	6,5% ↑	6,4% ↑	6,5% ↓	5,7% =	4,8% ↑	4,5% ↓
Russia	2,1% ↑	1,3% =	1,0% =	6,0% ↑	5,8% ↑	4,6% ↑

Fonte: FactSet

Le tendenze delle previsioni di consenso sulla crescita economica non mutano: in miglioramento quelle relative agli USA (riviste al rialzo sia per il 2023 che per il 2024) sostanzialmente stabili in Europa, Giappone e Cina.

Lo scenario che si delinea a cavallo fra il 2023 e il 2024 è di stagnazione in Europa (dove la Germania dovrebbe sperimentare una moderata recessione e il Regno Unito alcuni trimestri di

crescita nulla) e di bassa crescita negli USA. Nel 2025 tutte le principali aree economiche sono viste in riaccelerazione.

Per quanto riguarda l'inflazione, in Europa e negli USA si nota una netta prevalenza di revisioni al ribasso, indotte dai numerosi segnali di rallentamento nella dinamica dei prezzi registrati nelle scorse settimane.

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).

(*) 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.

Evoluzione attesa della congiuntura

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

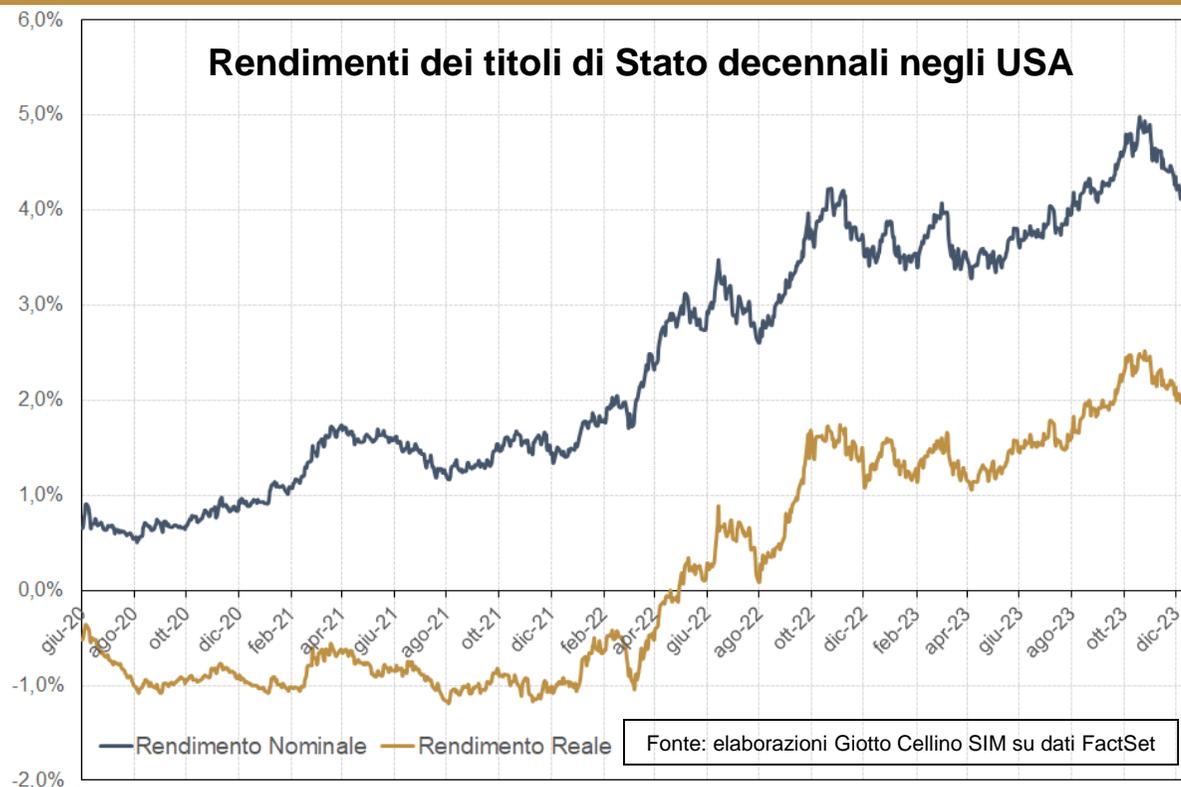


Come si può notare, negli USA le attese di inflazione nel lungo termine si sono stabilizzate e, da oltre un anno, oscillano fra il 2,1% e il 2,4% (ora sono al 2,2%). Dopo una lunga corsa al rialzo, anche in Eurozona le attese di inflazione a lungo termine sembrano essersi finalmente stabilizzate e, dopo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

Dunque l'inflazione appare domata (soprattutto se, come detto, vi sarà una certa tolleranza per valori leggermente superiori al target), il massimo dei tassi di interesse dovrebbe trovarsi alle nostre spalle, sia negli USA sia in Eurozona, e i mercati iniziano a scontare significative riduzioni dei tassi di interesse nel corso del prossimo anno.

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*).

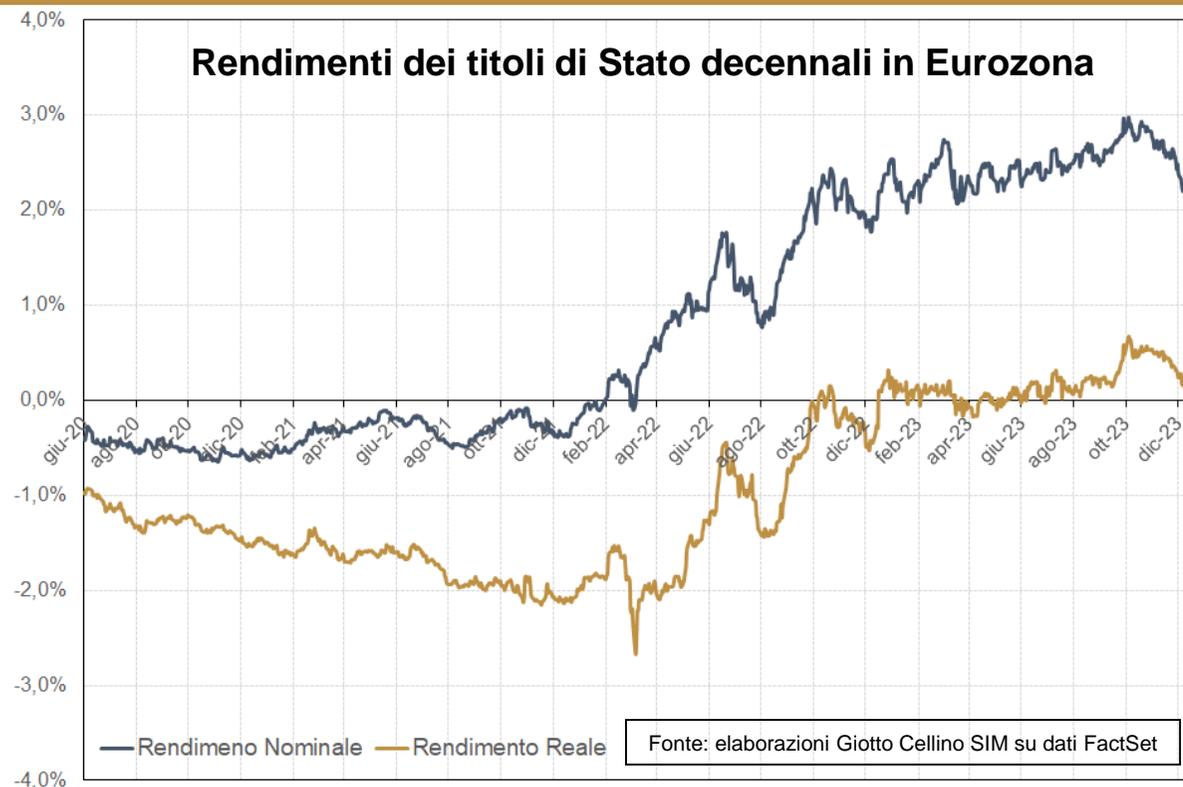
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



L'ipotesi che l'inflazione sia vinta ha impattato anche sul rendimento nominale del titolo decennale americano che, dopo avere toccato un picco del 5%, è letteralmente crollato al 3,9% odierno. Il rendimento del TIPS di pari scadenza, anch'esso in forte calo, è oggi pari all'1,7%.

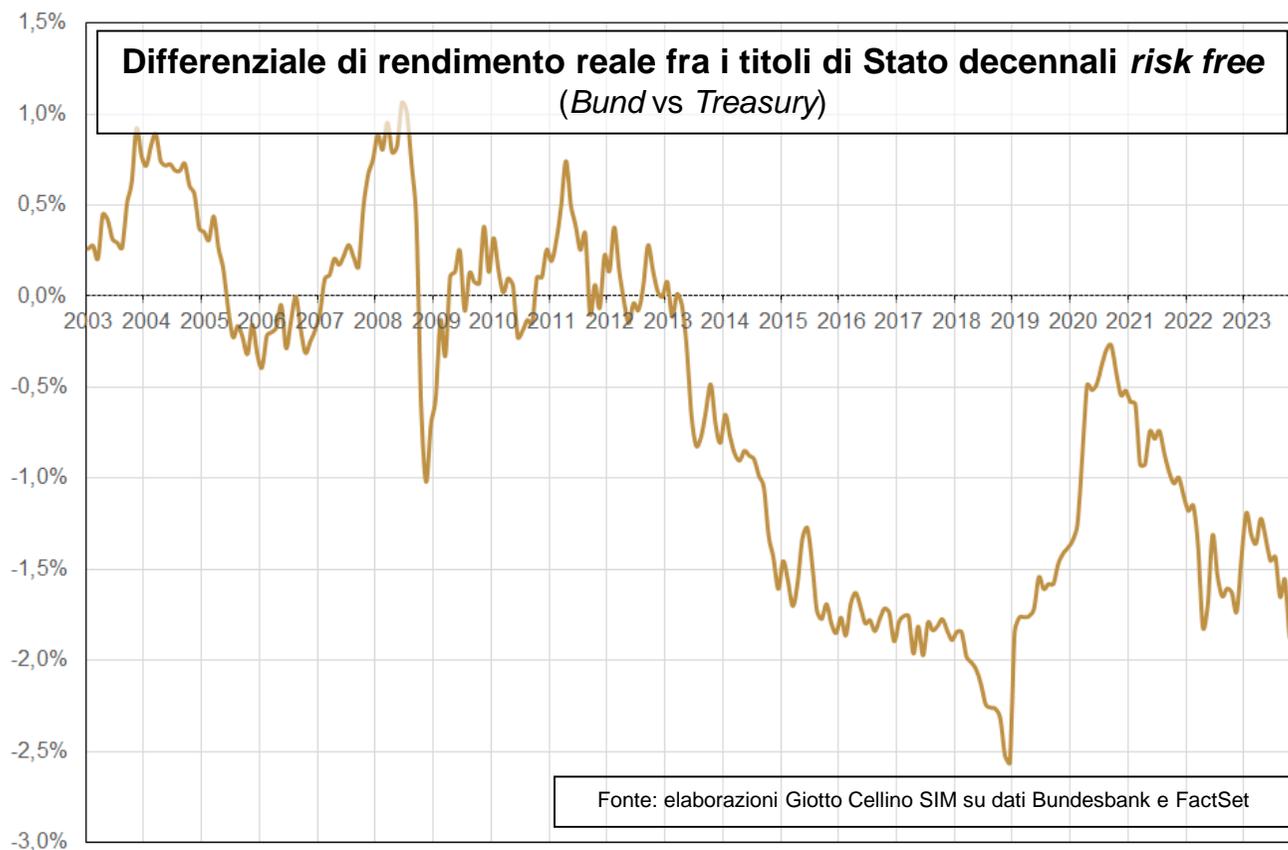
Come più volte osservato, i rendimenti reali negli USA hanno integralmente recuperato i livelli che si osservavano prima della grande recessione successiva al fallimento di Lehman Brothers e dell'era delle politiche monetarie super espansive che ne è seguita, chiudendo così un'epoca di condizioni finanziarie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

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il rendimento nominale del titolo decennale tedesco è sceso al 2%, il Bund indicizzato all'inflazione di pari scadenza offre oggi un rendimento reale prossimo allo 0%. 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 è tutt'altro che conclusa.**

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali

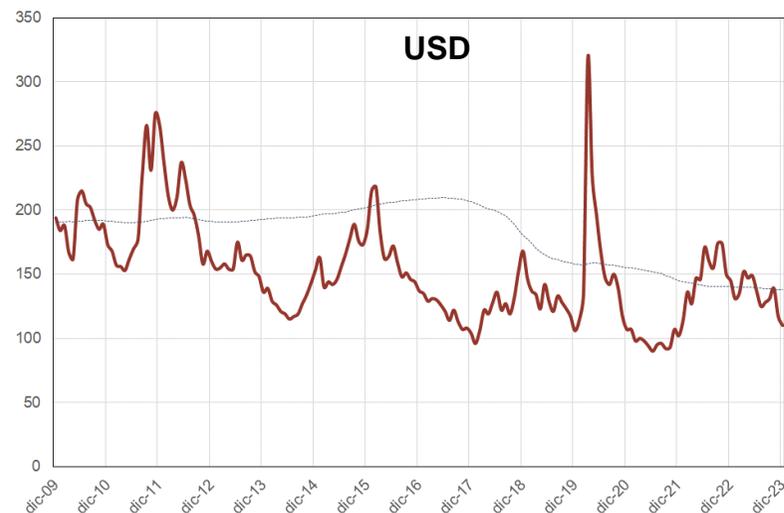
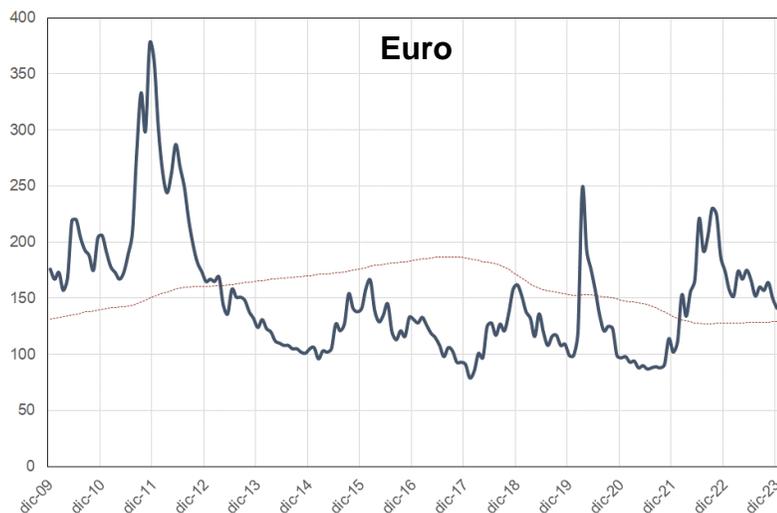


Continuiamo a monitorare il differenziale di rendimento reale tra *Bund* e *Treasury* decennali, sceso stabilmente in area negativa dopo il 2013. Come più volte osservato, non si riscontrano le condizioni necessarie per riportare nel breve/medio termine il rendimento del *Bund* su livelli paragonabili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

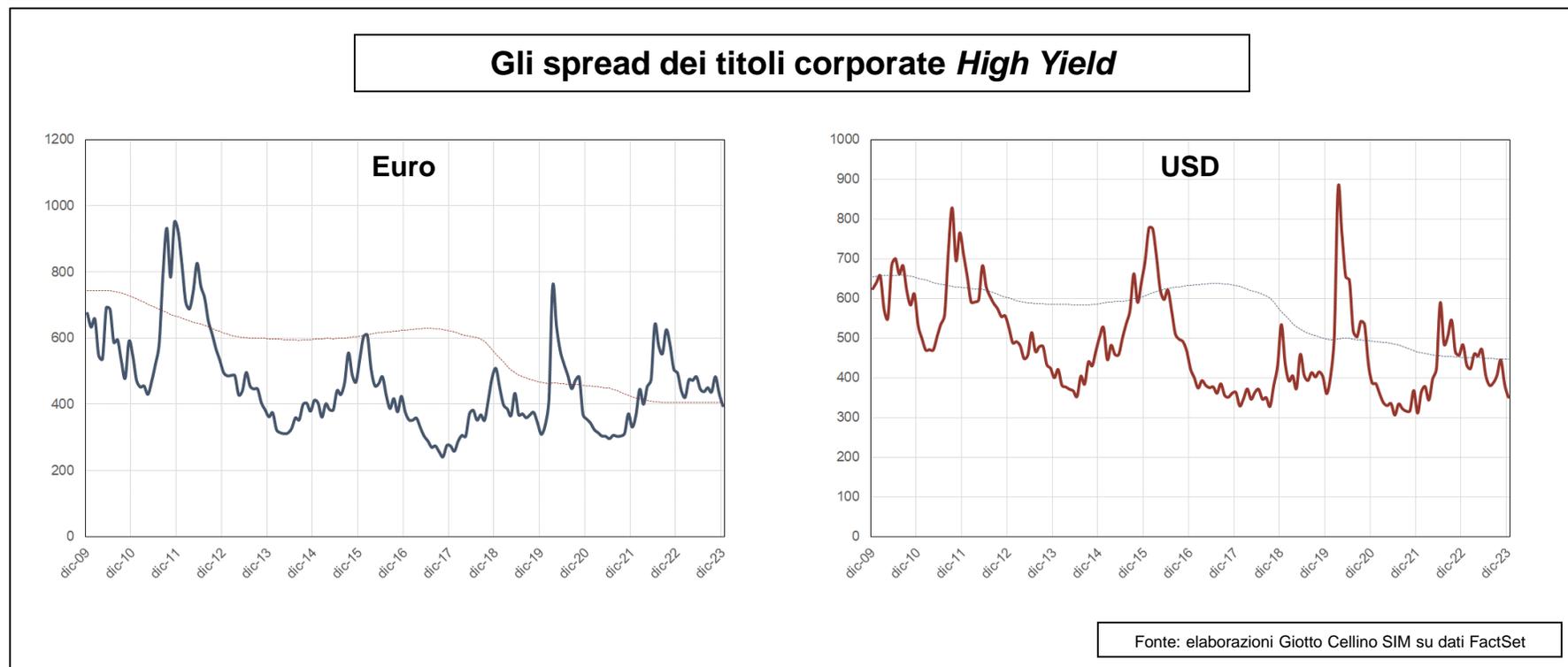
Gli spread dei titoli corporate *Investment Grade*



Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

Nonostante la forte diminuzione dei rendimenti, le emissioni corporate *Investment Grade* (IG) in euro continuano a offrire uno spread superiore alla media mobile degli ultimi 10 anni: esse costituiscono quindi una buona opportunità di investimento.

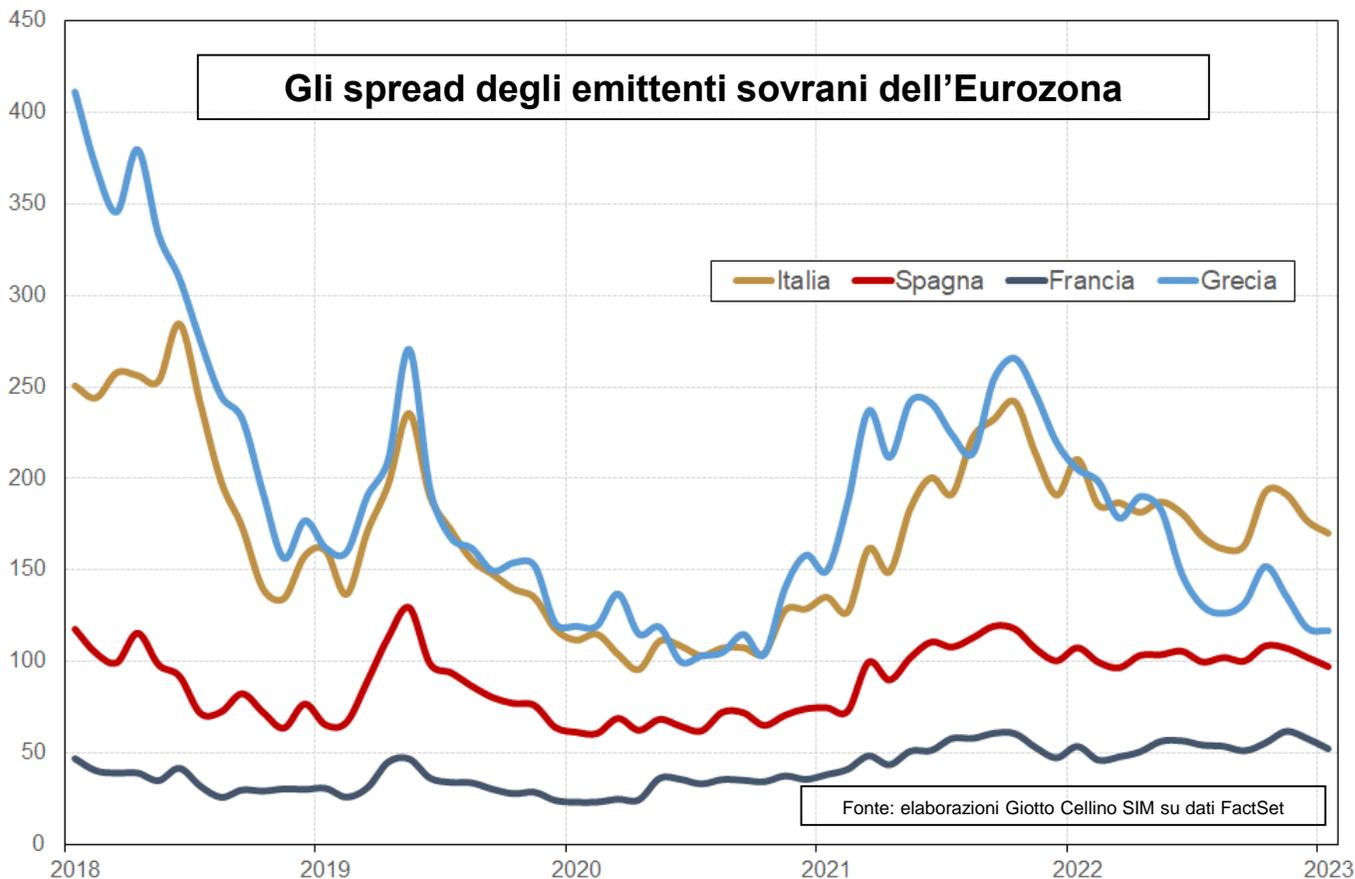
Lo spread sulle obbligazioni IG denominate in dollari, sceso al di sotto della propria media, rende tali titoli relativamente poco appetibili, nonostante le prospettive di crescita dell'economia USA siano migliori di quelle dell'Eurozona.



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. Il forte calo dei rendimenti ha riportato lo spread dei titoli in euro sulla media degli ultimi 10 anni mentre quello dei titoli in dollari, ben al di sotto della media, è ora vicino ai minimi del 2021.

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, dopo che il nostro Paese ha superato la prova dei giudizi delle agenzie di rating e della legge di bilancio, ha ripreso la fase di restringimento avviata successivamente all'insediamento del nuovo Governo.

Lo spread italiano è oramai da qualche mese il più alto dell'Eurozona, primato non certo invidiabile, raggiunto nel corso del 2023 quando la Grecia ci ha superati. Il sorpasso greco, però, è in parte ascrivibile a fattori tecnici, tra i quali, in particolare, il fatto che la gran parte del debito greco è nelle mani del MES.

In considerazione della prudenza che sembra caratterizzare l'azione del Governo italiano, 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	1,092	1,080	1,120	1,150
Yen giapponese	154,7	158,0	155,0	153,0
Sterlina britannica	0,860	0,870	0,870	0,877
Franco svizzero	0,946	0,960	0,980	1,005
Corona norvegese	11,43	11,50	11,00	10,70
Corona svedese	11,20	11,50	10,95	10,90
Dollaro canadese	1,459	1,461	1,460	1,460
Dollaro australiano	1,62	1,67	1,64	1,61
Real brasiliano	5,40	5,39	5,58	5,77
Renminbi cinese	7,75	7,75	7,89	7,94
Lira turca	31,6	32,1	40,8	51,7

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	22,7	22,3	4,4%	7,2%	4,2%	4,2%
Germania	15,7	21,7	6,4%	6,1%	6,7%	4,2%
Italia	18,5	20,9	5,4%	4,9%	5,2%	6,0%
Spagna	15,8	17,9	6,3%	6,8%	6,2%	6,3%
Regno Unito	12,9	16,6	7,8%	4,9%	7,1%	5,4%
Svizzera	22,1	24,6	4,5%	7,4%	4,4%	3,6%
USA	32,3	27,6	3,1%	7,9%	1,9%	2,7%
Giappone	21,8	22,3	4,6%	4,1%	4,8%	4,3%
Cina	10,6	19,0	9,4%	5,3%	8,4%	4,6%

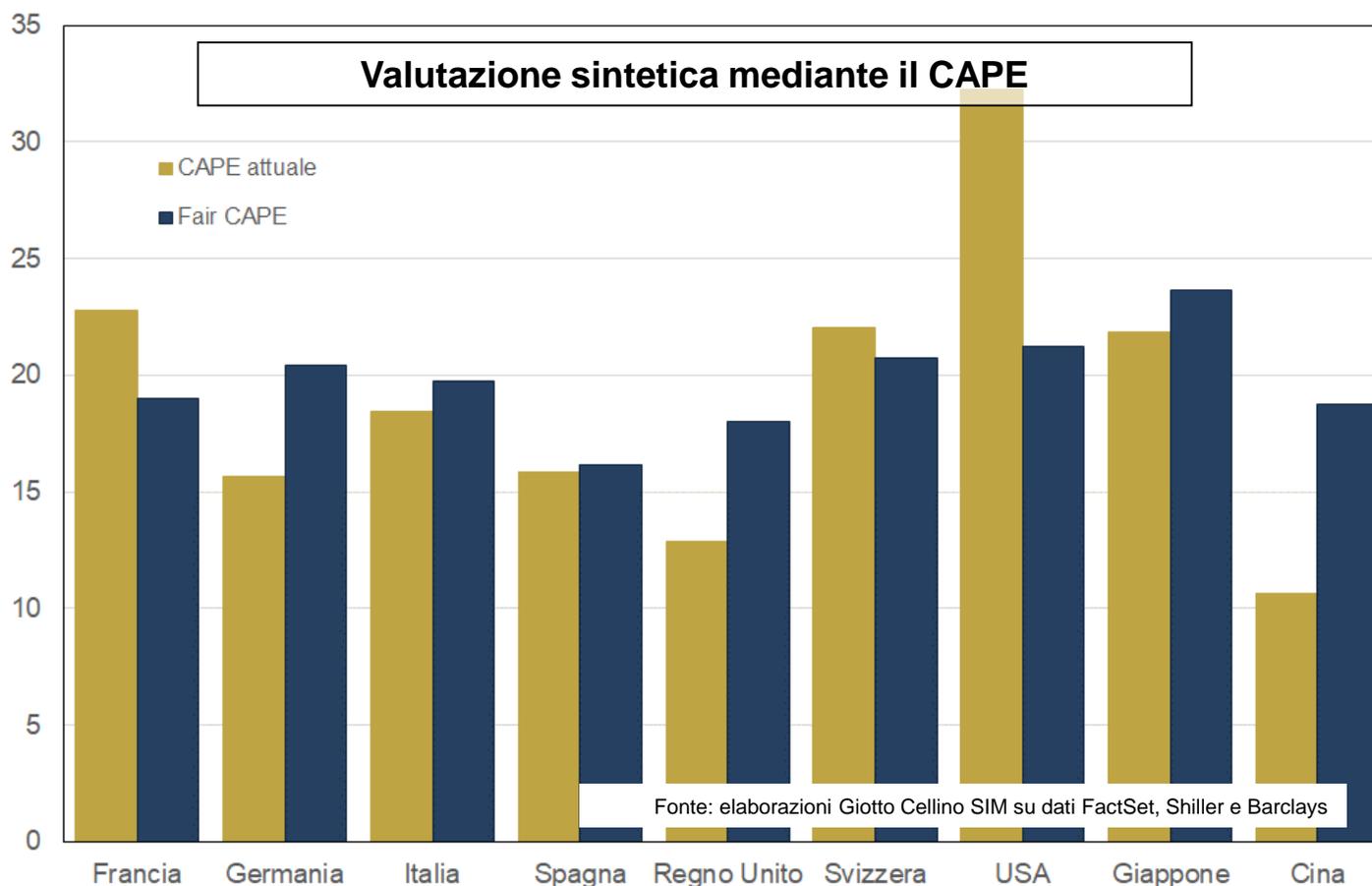
Fonte: stime Giotto Cellino SIM su dati FactSet, Shiller e Barclays

Dal punto di vista valutativo, la discesa dei rendimenti obbligazionari reali ha consentito di assorbire la crescita dei multipli, lasciando un quadro sostanzialmente invariato. 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. Dalle valutazioni del mercato giapponese e cinese si ricavano rendimenti attesi superiori al dato storico, mentre negli USA il CAPE continua a segnalare una sopravvalutazione considerevole. In Eurozona il premio per il rischio (ECY) è accettabile anche dove il rendimento atteso appare modesto, come nel caso della Francia. Per l'Italia e la Spagna l'ECY, pur collocandosi al di sotto della media storica, è comunque adeguato, mentre in Germania supera la media. In Giappone, Cina e Regno Unito l'ECY supera la media storica mentre negli USA è inferiore.

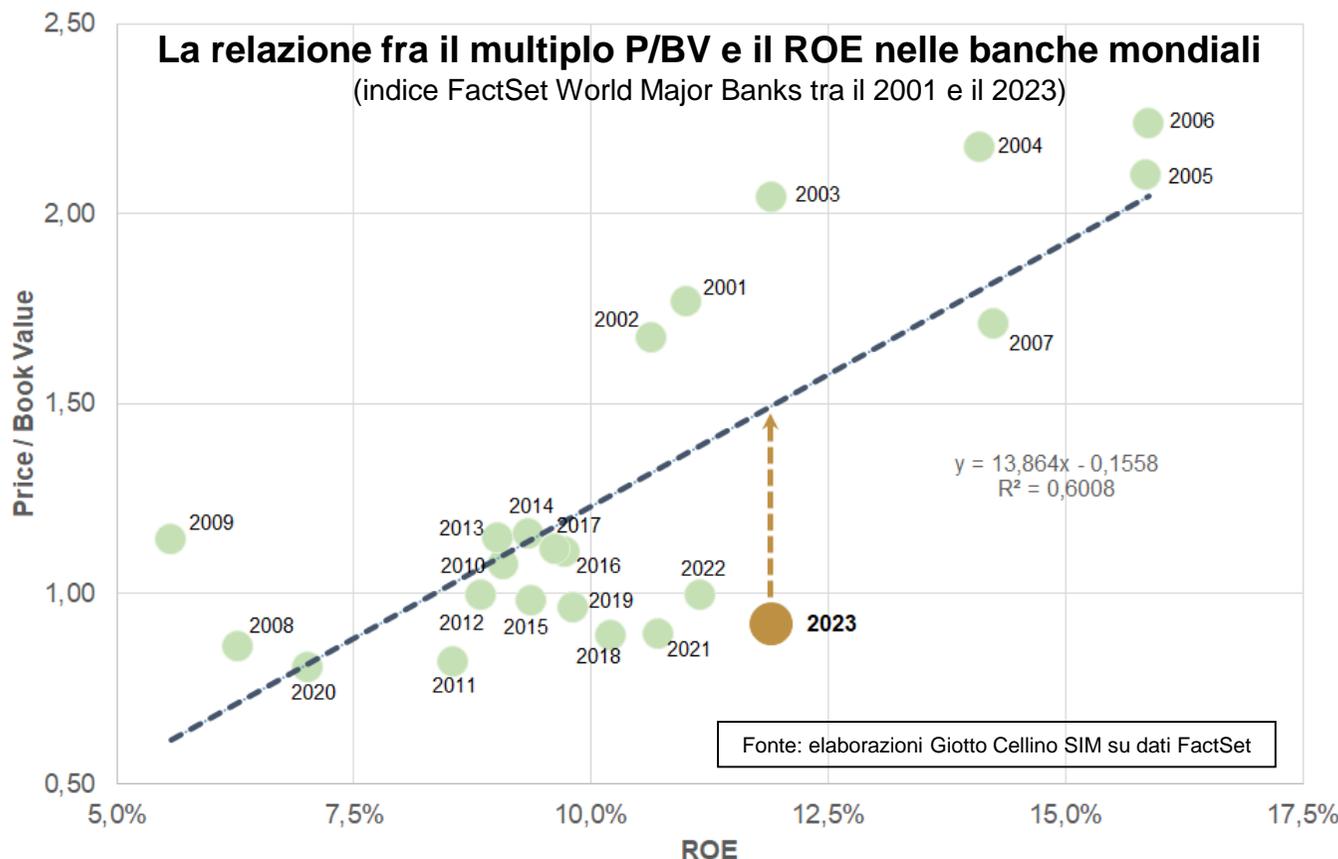
NOTE ALLA TABELLA

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»](#), il rendimento reale privo di rischio, utile al fine del calcolo dell'ECY, è calcolato sottraendo l'inflazione media di ciascun Paese al rendimento nominale del titolo decennale privo di rischio (per i Paesi dell'Eurozona si è scelto il Bund tedesco).

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.



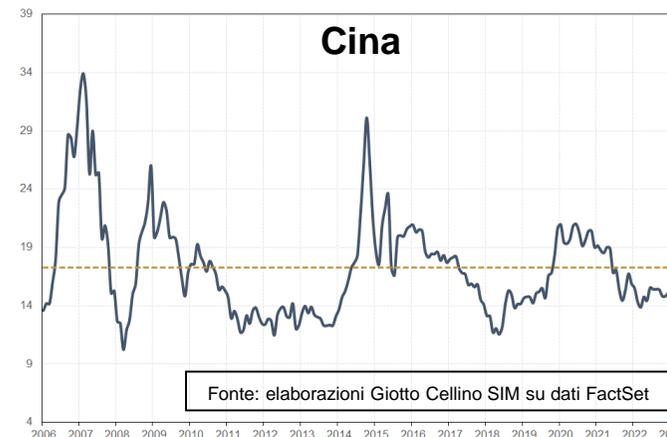
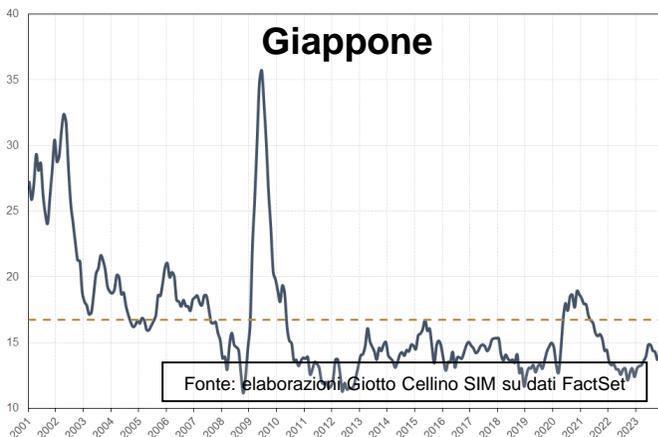
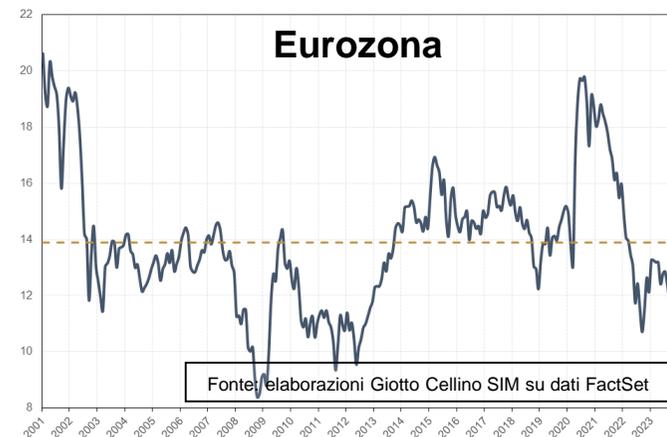
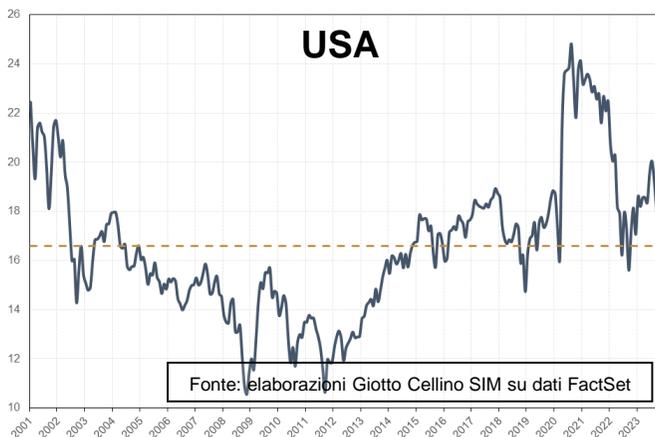
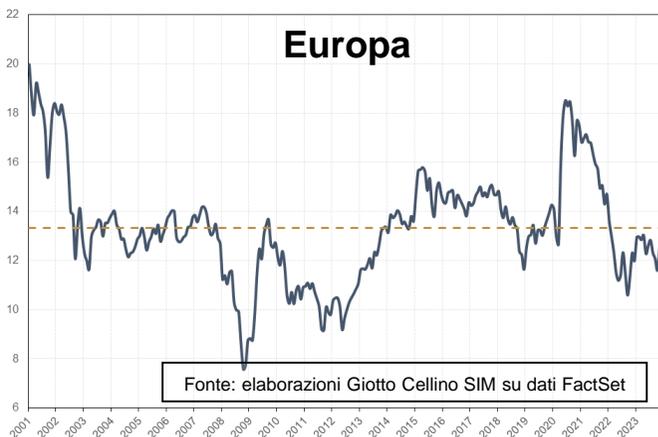
Il *fair CAPE* elaborato da Giotto Cellino rappresenta una misura sintetica del valore "corretto" che l'indicatore dovrebbe assumere tenendo conto del rendimento storico del mercato di riferimento e dei valori medi del CAPE e dell'ECY negli ultimi 25 anni. Ne deriva che i mercati azionari per i quali 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*.



Il crollo della redditività delle banche seguito al fallimento di Lehman Brothers ha determinato negli ultimi 15 anni un forte ridimensionamento delle loro valutazioni di mercato (nel grafico rappresentate dal multiplo Price / Book Value). Grazie alla pulizia di bilancio, alle politiche di efficientamento e alla forte crescita dei tassi di interesse registrata quest'anno e destinata a mantenersi, la redditività della banche sta ritornando sui livelli di inizio anni 2000. Altrettanto non può dirsi per le valutazioni, cresciute ma non ancora abbastanza. La relazione fra il multiplo P/BV e il ROE segnala significativi margini di apprezzamento per i titoli bancari alla luce del livello di ROE raggiunto nel 2023.

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.

- Per quanto attiene l'asset allocation azionaria globale, sulla base delle valutazioni effettuate tramite il *Fair CAPE*, l'invito è a **sovrappesare l'Eurozona, il Regno Unito e il Giappone, e sottopesare gli USA. Sui Paesi Emergenti invitiamo ad una posizione neutrale** che deriva da una sostanziale equivalenza fra i fattori positivi (soprattutto riconducibili alle basse valutazioni) e fattori negativi (soprattutto riferibili al rischio geopolitico).
- Grazie ad un'inflazione che, per quanto in calo, dovrebbe permanere su livelli superiori a quelli del passato per un prolungato periodo di tempo e a tassi di interesse che, di conseguenza, permarranno elevati, **il fattore di investimento Value dovrebbe continuare a prevalere a livello globale** e andrà quindi privilegiato rispetto a quello *Growth* nella composizione dei portafogli.
- Sul mercato azionario globale si dovrebbe assistere ad **una significativa ripresa delle quotazioni dei titoli Small e Mid Cap**, che sul listino italiano, per effetto dei fattori specifici che abbiamo più volte illustrato, potrebbe assumere dimensioni particolarmente rilevanti.
- **I titoli azionari del settore bancario globale hanno ancora parecchia strada da percorrere** per recuperare valutazioni in linea con il periodo precedente il fallimento di Lehman Brothers. Questo ritorno verso la normalità ne farà una buona opportunità di investimento negli anni a venire.
- In conseguenza delle tensioni geopolitiche, **il settore energia ha recuperato un ruolo centrale** nelle strategie di sviluppo dei paesi industrializzati e i titoli del settore, soprattutto quelli legati alle fonti tradizionali, non scontano ancora del tutto le migliorate prospettive di crescita.

- I titoli di Stato USA a lungo termine sono tornati ad offrire rendimenti reali in linea con i livelli precedenti il fallimento di Lehman Brothers e **sono quindi una buona opportunità per l'investimento in dollari**. Diversa la situazione in Eurozona dove il rendimento reale privo di rischio a lungo termine, solo di poco superiore allo zero, impone soluzioni alternative, **quali i titoli di Stato italiani caratterizzati da un interessante rapporto rischio/rendimento**.
- Negli USA e in Eurozona, i titoli obbligazionari corporate (*High Yield* e *Investment Grade*) esprimono valutazioni coerenti con i differenti stadi del ciclo economico in cui si trovano le rispettive economie e costituiscono quindi valide opportunità di investimento. **L'asset class risulta particolarmente interessante in Eurozona**, dove, come già detto, il rendimento privo di rischio stenta a ritornare su livelli accettabili.
- **La diversificazione valutaria rimane un presidio irrinunciabile dei portafogli**, sia per la componente azionaria che per quella obbligazionaria. In particolare il **dollaro USA**, oltre a rappresentare una forma di *hedging* dei portafogli contro i rischi geopolitici, potrebbe rivelarsi più forte delle attese espresse dal consenso, in considerazione della minor forza dell'economia europea, cui dovrebbe corrispondere una più rapida inversione della politica monetaria da parte della BCE. Anche il differenziale di rendimento osservato fra i titoli *risk free* in Dollari e in Euro potrebbe contribuire a sostenere la valuta USA. Una riaccelerazione ciclica nel corso del 2024, potrebbe favorire le valute legate alle materie prime, come la **Corona Norvegese**.

Conclusioni

Lo scenario che si delinea a cavallo fra il 2023 e il 2024 è di stagnazione in Eurozona (dove la Germania dovrebbe sperimentare una moderata recessione) e di bassa crescita negli USA, cui dovrebbe seguire una riaccelerazione nel 2025. Le stime degli analisti sulla crescita economica cinese si stanno stabilizzando su livelli più bassi di quelli ipotizzati all'inizio dell'anno, ma comunque soddisfacenti.

Per quanto riguarda le previsioni sull'inflazione, questa dovrebbe seguire un percorso che la vede decrescere nel 2023/24 sia negli USA che in Europa per avvicinarsi all'obiettivo del 2% nel 2025.

Eccezion fatta per gli USA, le valutazioni e i *risk premium* impliciti offrono un buon supporto ai mercati azionari. I fattori che, invece, agiscono in senso opposto sono: la nuova crisi in Medio Oriente, la guerra in Ucraina e le mai sopite tensioni fra la Cina e l'Occidente.

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. Viene ridotto a neutrale il giudizio sui mercati emergenti, sostenuti dalle valutazioni attraenti e dalla stabilizzazione delle attese di crescita in Cina cui fa da contrappeso il rischio geopolitico. 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*.

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 491,7%	USA 461,4%	USA 390,9%	USA 286,9%	USA 199,7%	USA 165,6%	USA 131,0%	USA 115,8%	USA 115,1%	USA 60,4%	Italia 54,3%	Spagna 27,4%	Italia 33,9%
Svizzera 238,6%	Francia 253,0%	Francia 191,9%	Francia 139,0%	Francia 130,6%	Francia 105,4%	Italia 88,7%	Svizzera 72,3%	Italia 90,1%	Italia 45,0%	USA 44,1%	Italia 23,6%	Spagna 28,3%
Francia 206,5%	Svizzera 248,7%	Svizzera 191,6%	Svizzera 138,9%	Svizzera 108,4%	Svizzera 84,9%	Francia 88,1%	Italia 65,8%	Svizzera 78,7%	Francia 37,8%	Francia 43,5%	Francia 10,6%	USA 22,9%
Giappone 140,1%	Italia 171,1%	Giappone 153,7%	Italia 109,0%	Italia 101,7%	Italia 75,8%	Svizzera 87,1%	Francia 64,9%	Francia 78,2%	Svizzera 31,4%	Regno Unito 40,6%	Regno Unito 10,3%	Germania 19,9%
Germania 129,2%	Germania 168,7%	Italia 142,6%	Giappone 108,2%	Giappone 89,9%	Emergenti 56,4%	Giappone 46,6%	Giappone 34,2%	Giappone 46,1%	Spagna 22,1%	Spagna 39,4%	USA 5,5%	Francia 18,8%
Italia 117,8%	Giappone 170,7%	Germania 106,6%	Emergenti 66,3%	Germania 58,7%	Giappone 55,1%	Spagna 39,1%	Regno Unito 28,6%	Germania 45,7%	Giappone 19,5%	Svizzera 26,9%	Giappone 3,3%	Giappone 15,8%
Regno Unito 108,8%	Regno Unito 107,3%	Spagna 85,3%	Germania 63,1%	Emergenti 48,8%	Germania 44,3%	Regno Unito 38,3%	Spagna 24,1%	Regno Unito 42,6%	Germania 17,6%	Germania 14,1%	Germania 0,2%	Svizzera 11,7%
Spagna 108,8%	Spagna 107,3%	Regno Unito 85,3%	Regno Unito 63,1%	Regno Unito 48,8%	Spagna 44,3%	Emergenti 38,3%	Germania 24,1%	Spagna 42,6%	Regno Unito 17,6%	Giappone 14,1%	Svizzera 0,2%	Regno Unito 11,7%
Emergenti 53,6%	Emergenti 81,7%	Emergenti 55,6%	Spagna 46,4%	Spagna 34,4%	Regno Unito 42,4%	Germania 35,4%	Emergenti 12,5%	Emergenti 24,8%	Emergenti 3,1%	Emergenti -5,3%	Emergenti -10,0%	Emergenti 5,2%

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 al 15 dicembre 2023.
La data di riferimento del precedente comitato è il 10 novembre.