

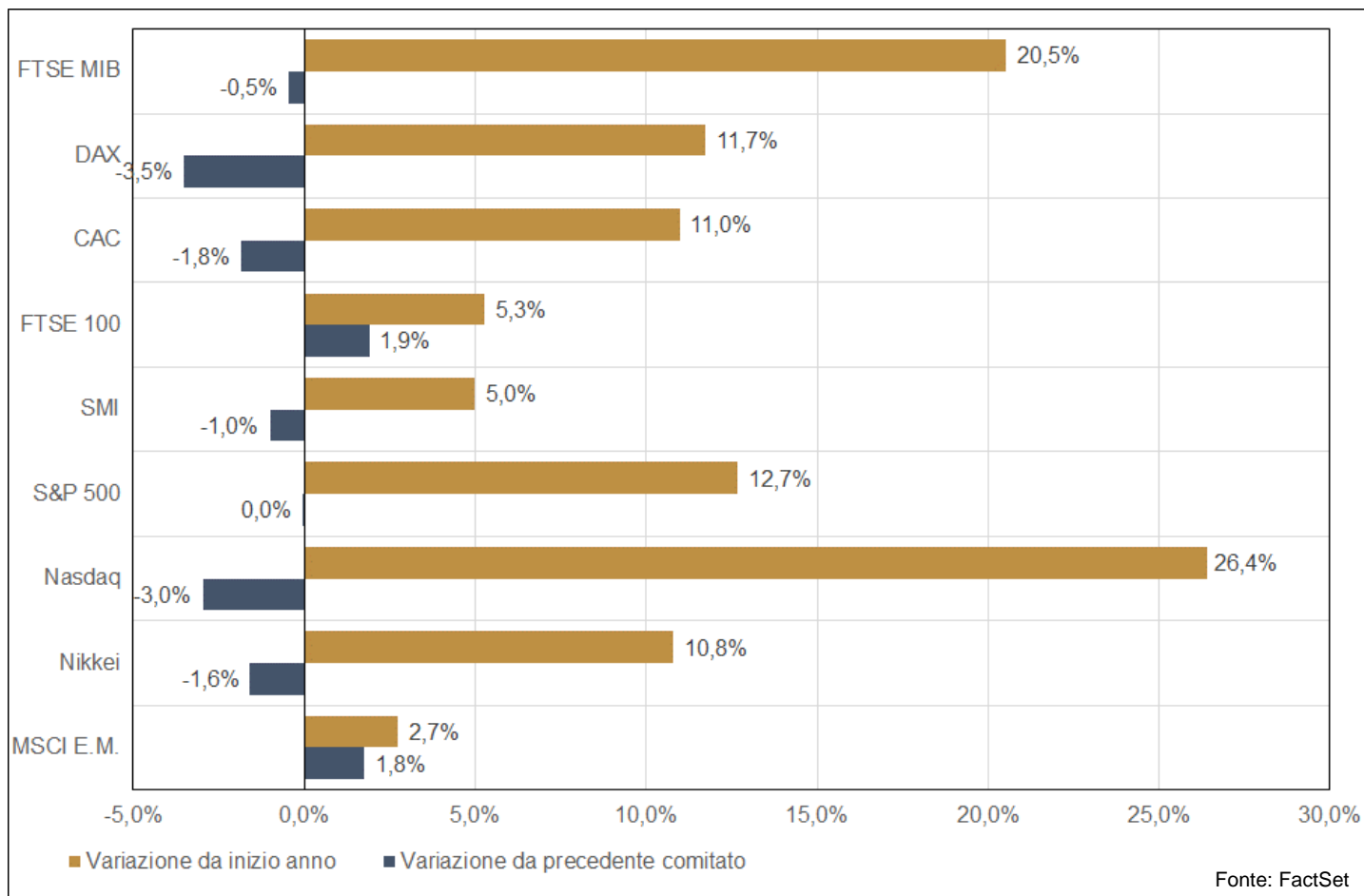


Analisi per il Comitato Investimenti

27 settembre 2023

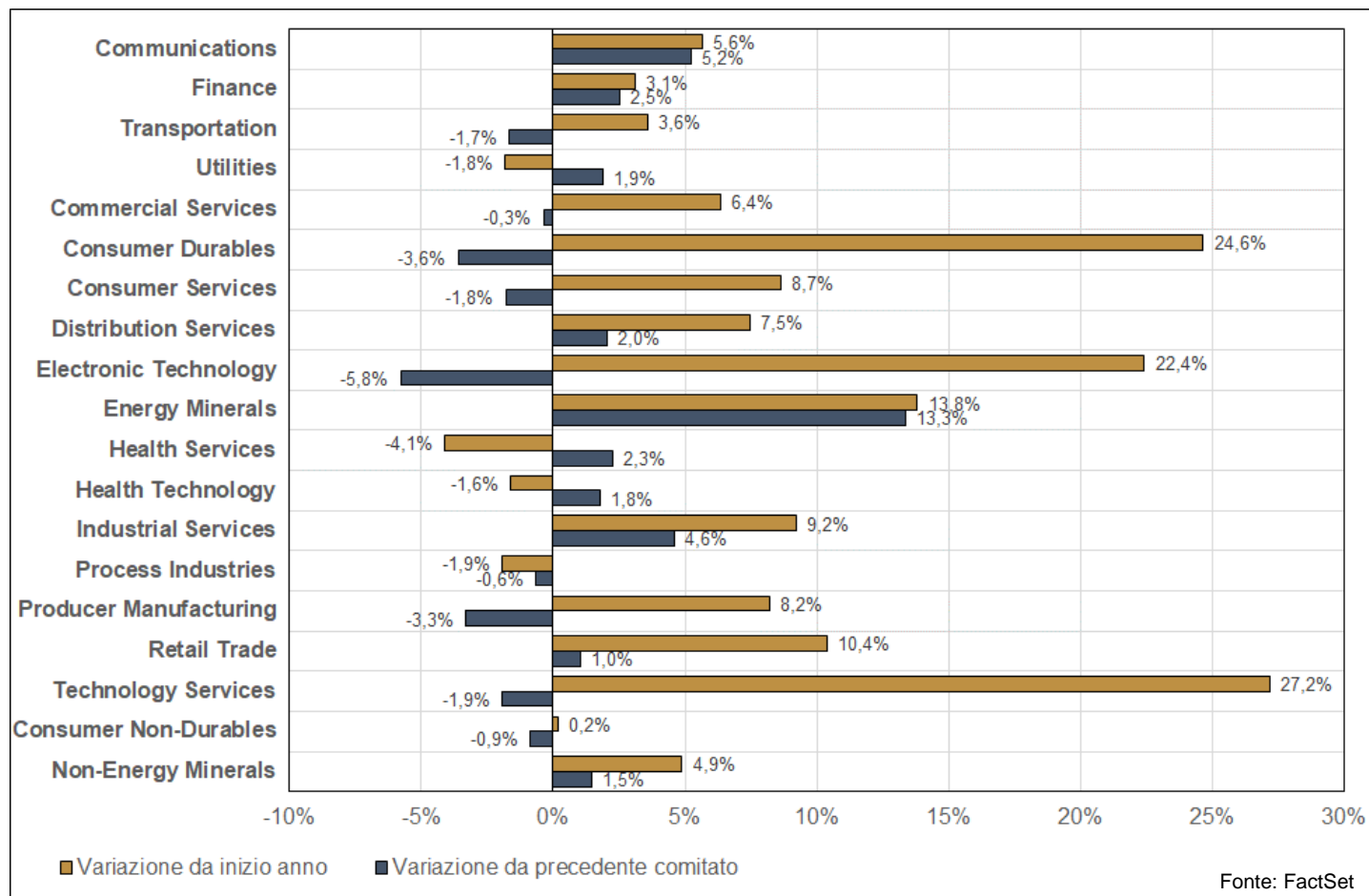
Andamento dei principali indici azionari

(dati in euro)

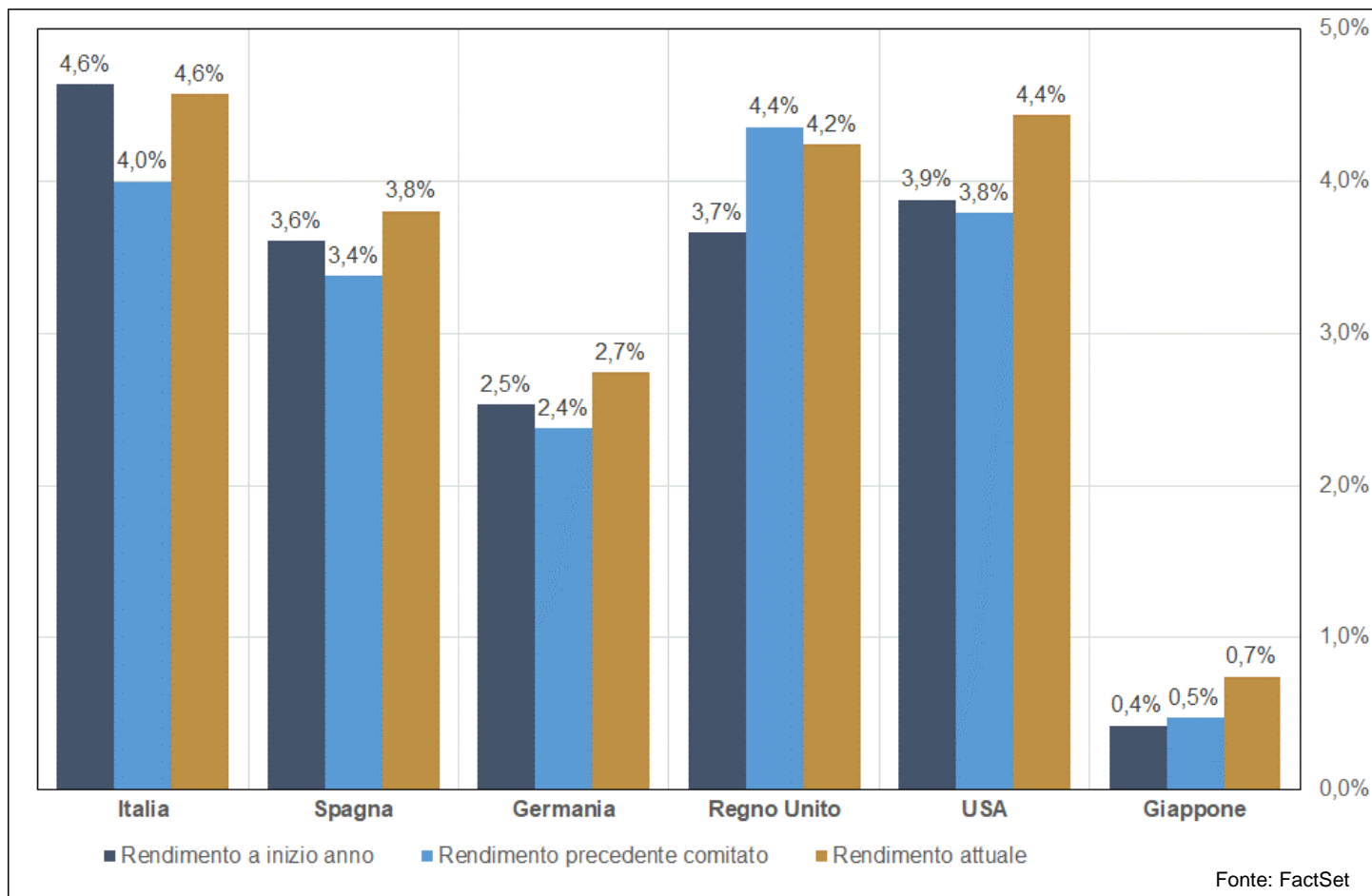


Andamento dei principali indici settoriali

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

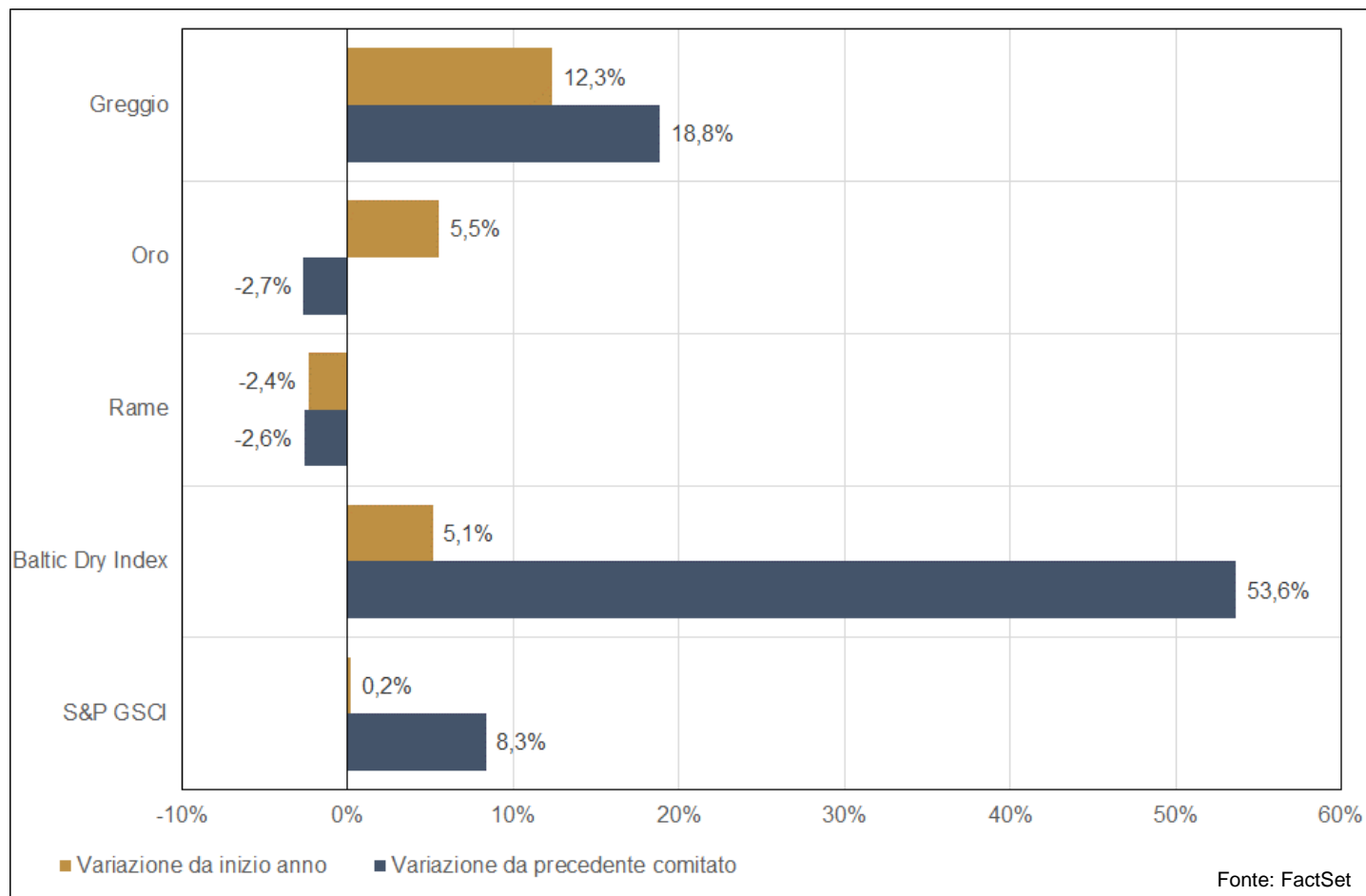


Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

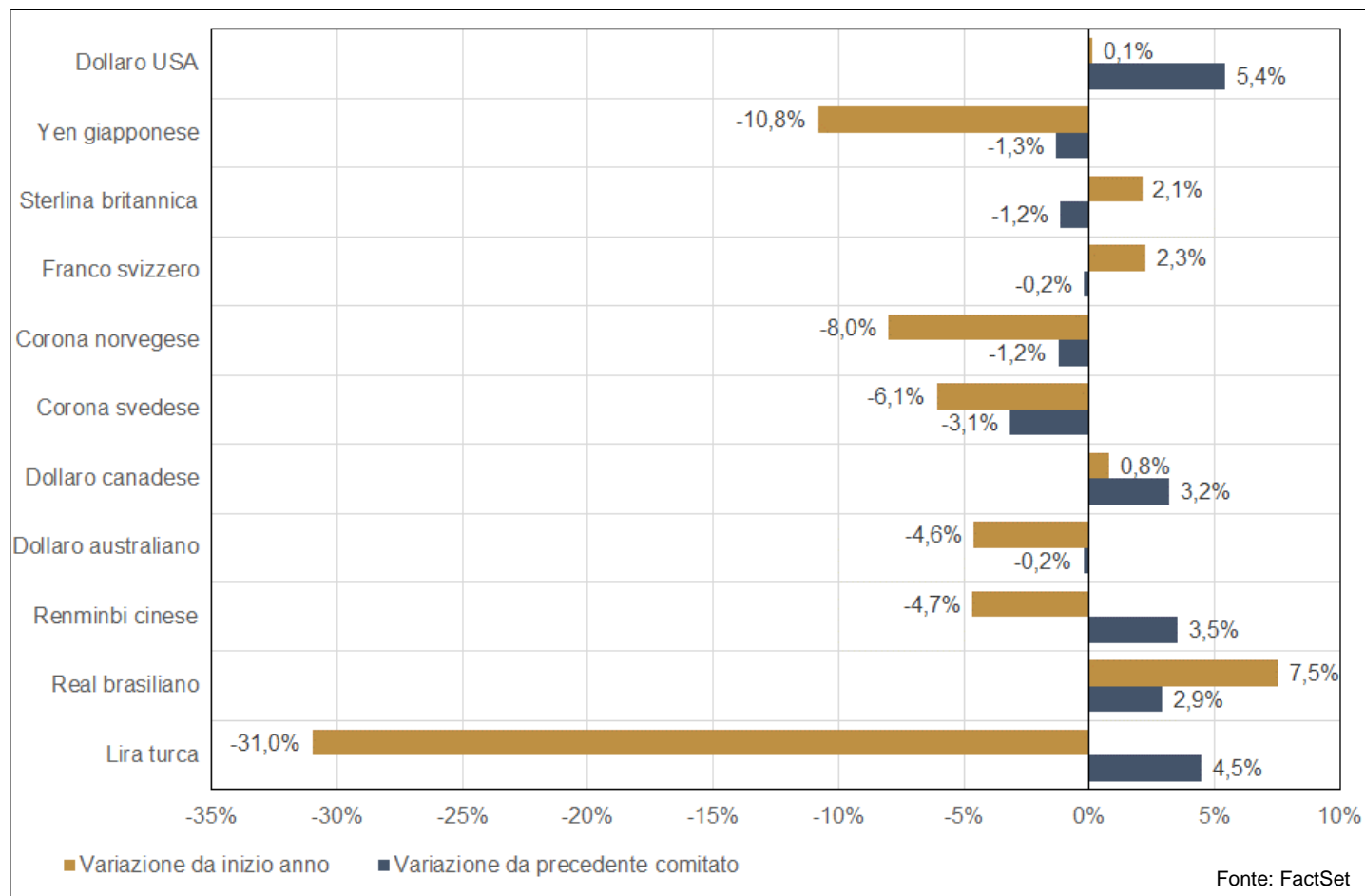


Variazione dei prezzi di alcune materie prime e indici relativi

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

Fonte: FactSet

Il quadro della tendenza del consenso si sta evolvendo: se, infatti, per la crescita del PIL nel 2023 continuano a prevalere le revisioni al rialzo (con l'eccezione della Germania, dell'Italia e della Cina), per quella del 2024 si fa sempre più evidente una polarizzazione che vede le attese per l'Eurozona in declino e quelle per gli USA in miglioramento. Archiviati i timori di una vera e propria recessione, ora si delinea per il 2024 uno scenario di stagnazione dovuto alla persistente azione restrittiva delle banche centrali, tanto negli USA

(*) 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.

quanto in Eurozona, cui dovrebbe seguire una riaccelerazione nel 2025.

Procede il deterioramento dell'ottimismo che aveva caratterizzato le stime degli analisti sulla crescita economica cinese che non sta seguendo, come invece si ipotizzava all'inizio dell'anno, un percorso di uscita dal COVID simile a quello osservato nelle economie sviluppate.

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

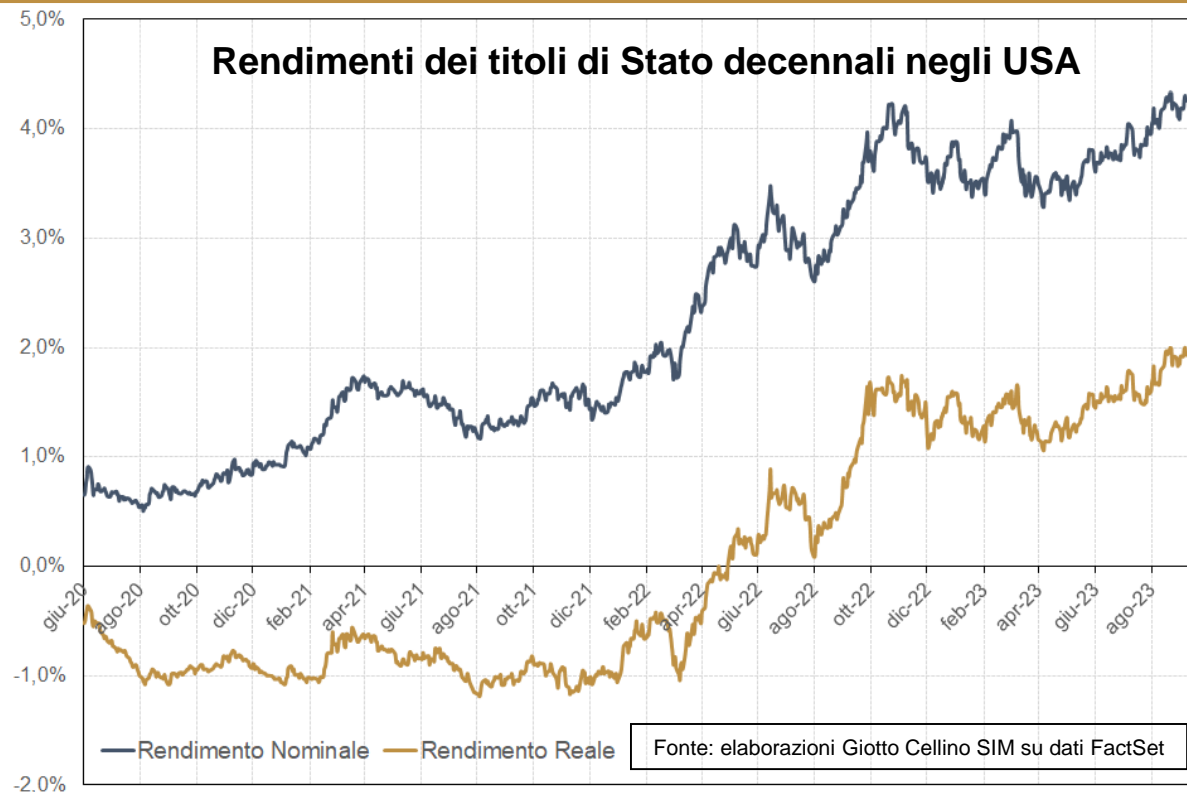


Come si può notare, negli USA le attese di inflazione nel lungo termine si sono stabilizzate e da oltre un anno oscillano fra il 2,1% e il 2,4% (ora si collocano nella parte alta dell'intervallo). Permane dunque la contrapposizione fra la situazione osservata negli USA e quella che caratterizza l'Eurozona, dove le attese di inflazione a lungo termine continuano a manifestare una tendenza alla crescita e si trovano oggi al 2,7%, non lontano dai massimi storici.

Appaiono quindi incongruenti le recenti determinazioni della FED e della BCE: la prima ancora orientata all'inasprimento della stretta, nonostante attese di inflazione stabili, e la seconda che, pur in presenza di attese di inflazione non ancora stabilizzate, potrebbe avere concluso la fase di innalzamento dei tassi, facendo unicamente affidamento sulla persistenza del livello raggiunto.

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*).

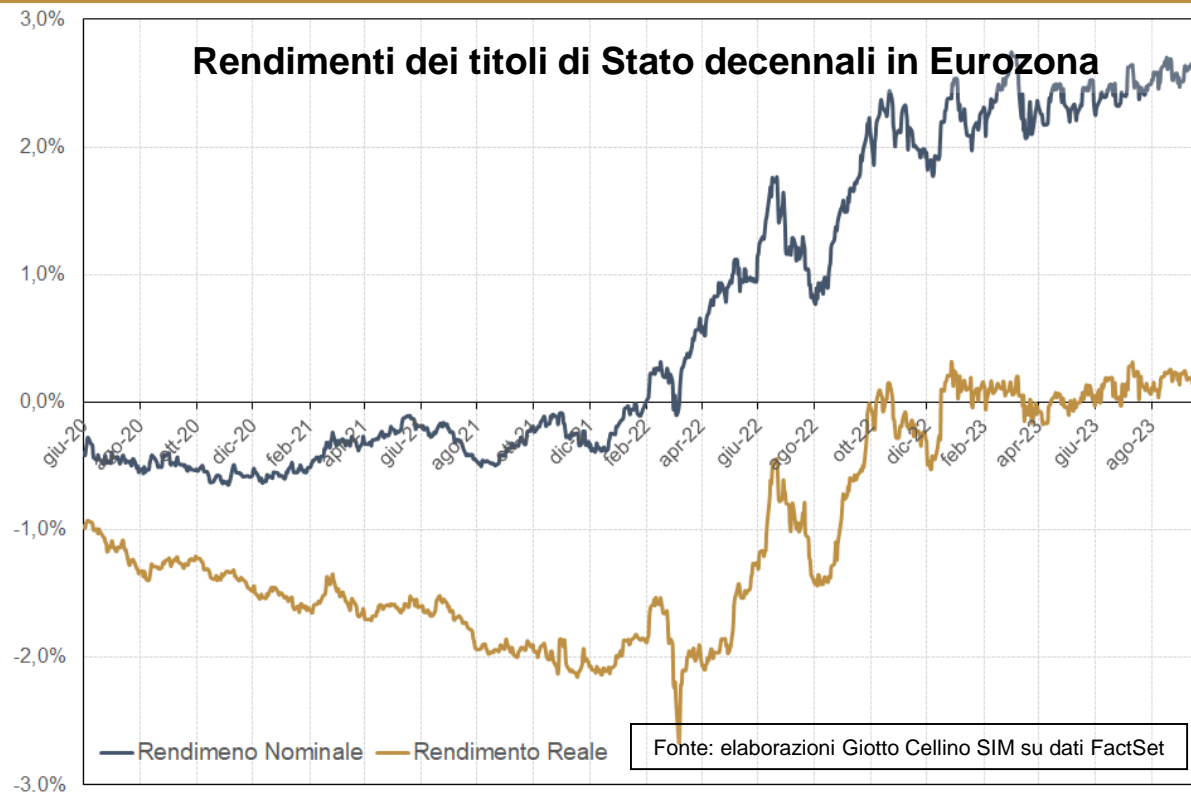
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il rendimento nominale del titolo decennale americano ha raggiunto il 4,4%, in netta ascesa rispetto al 3,8% osservato in occasione del precedente Comitato, abbandonando la fase laterale che nei mesi scorsi lo aveva visto oscillare tra il 3,5 e il 4%. Analogo andamento si osserva per il rendimento reale offerto dal TIPS di pari scadenza, pari al 2,1% contro l'1,6% osservato in occasione della precedente analisi.

I rendimenti reali negli USA risultano ora pari al 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: **si tratta di un evento notevole, poiché un rendimento reale di questa entità non si osservava negli USA dal lontano 2009.**

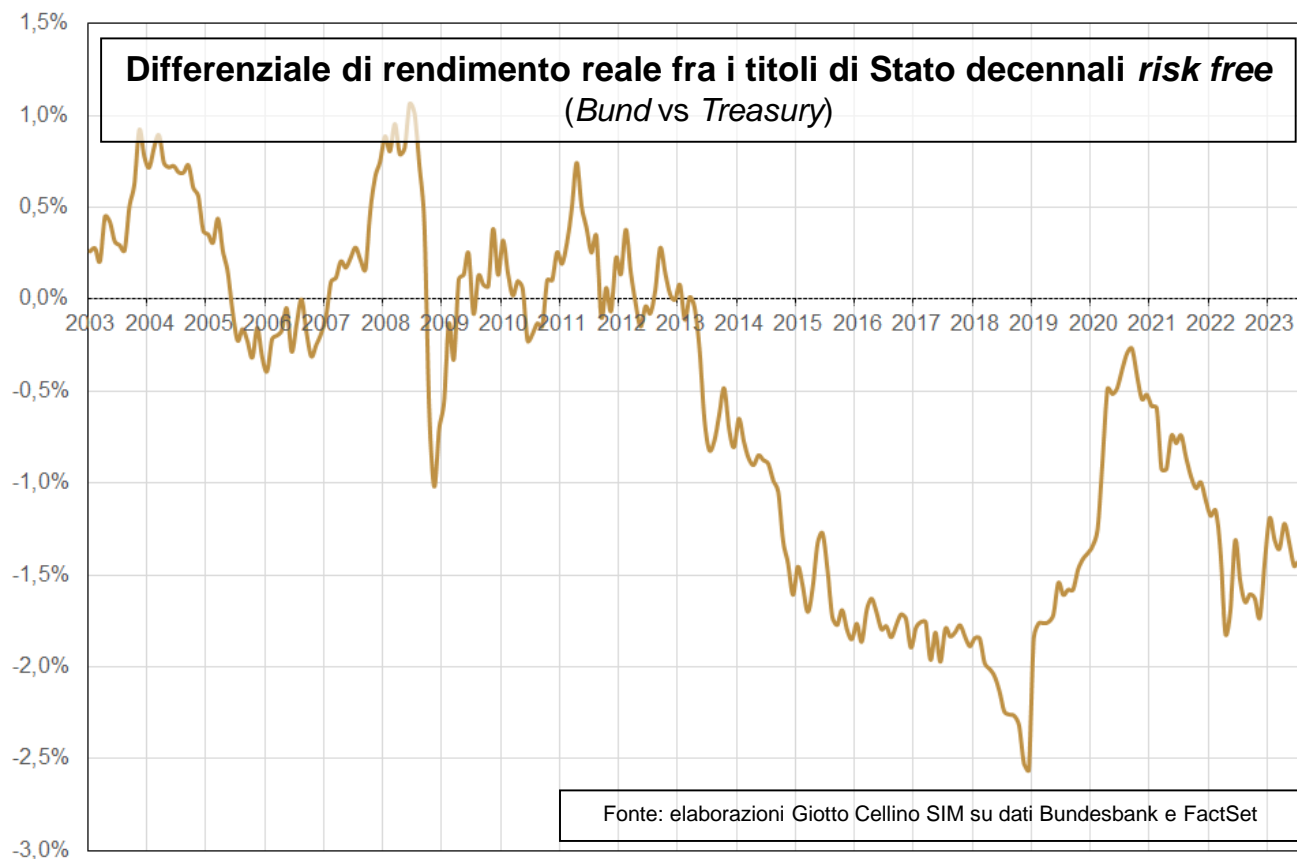
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il rendimento nominale del titolo decennale tedesco è cresciuto meno di quello USA ed è oggi pari al 2,7% a fronte del 2,5% precedentemente osservato. Il bund indicizzato all'inflazione di pari scadenza offre oggi un rendimento reale dello 0,3%, solo leggermente superiore a quanto osservato in occasione del precedente Comitato, segno che la crescita del rendimento nominale ha solamente compensato la crescita delle attese di inflazione. Il rendimento reale decennale privo di rischio sull'euro, dopo un lungo periodo trascorso in territorio negativo, da alcuni mesi oscilla intorno allo 0%.

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.

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, a differenza di quelle denominate in dollari, continuano a offrire uno spread che risulta significativamente superiore alla media mobile degli ultimi 10 anni: esse costituiscono quindi una buona opportunità di investimento.

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

Gli spread dei titoli corporate *High Yield*

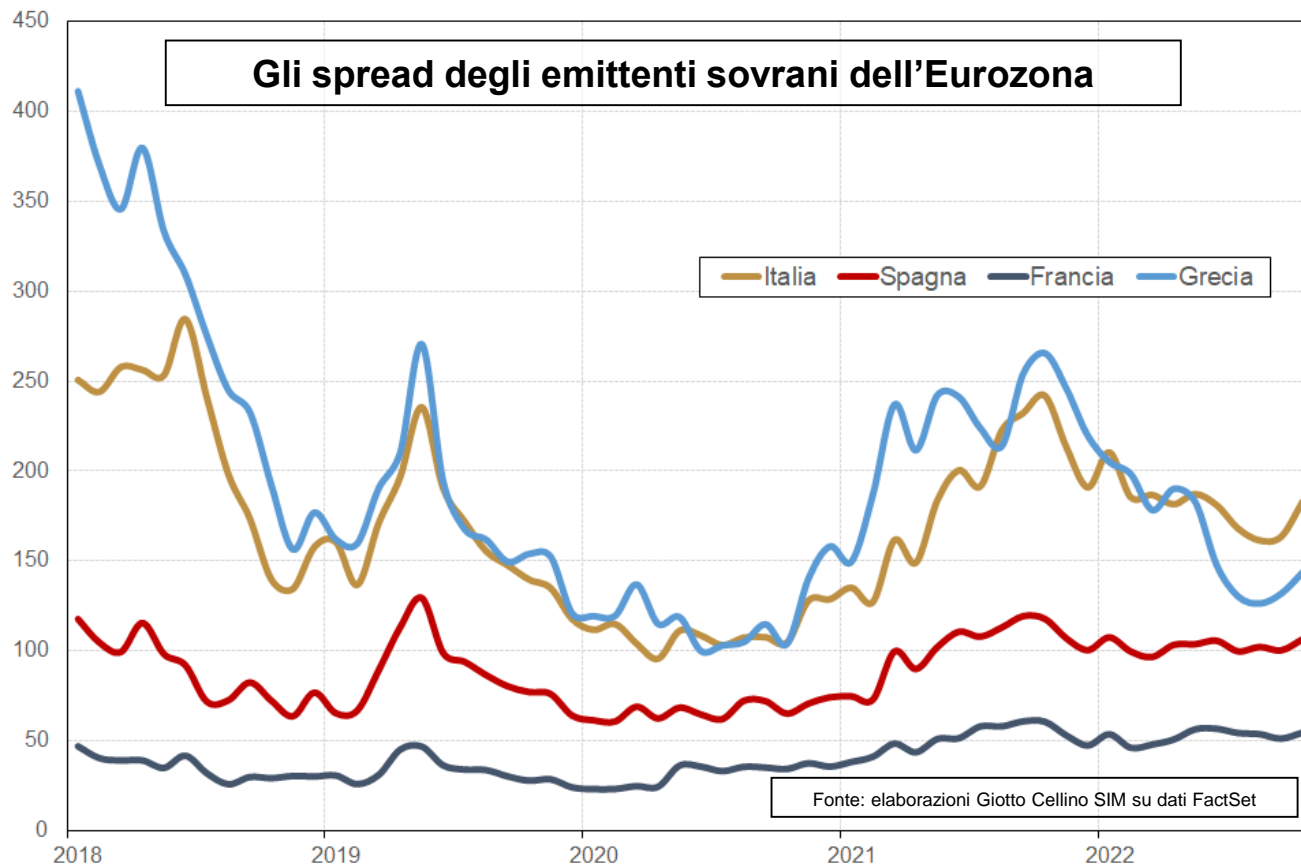


Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

La traiettoria seguita dagli spread delle obbligazioni *High Yield* (HY) è simile a quella 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.

Sembra così sospesa la "luna di miele" fra il Governo e i mercati, complici le scadenze autunnali che vedono l'esecutivo italiano alle prese con la stesura di una difficile legge di Bilancio.

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	1,066	1,100	1,150	1,160
Yen giapponese	157,2	154,0	148,0	153,5
Sterlina britannica	0,868	0,868	0,870	0,865
Franco svizzero	0,962	0,980	1,010	0,990
Corona norvegese	11,49	11,27	10,90	10,50
Corona svedese	11,93	11,70	11,20	10,50
Dollaro canadese	1,439	1,460	1,454	1,520
Dollaro australiano	1,661	1,650	1,653	1,667
Renminbi cinese	7,79	8,01	7,80	-
Lira turca	28,9	33,1	39,1	47,3

Fonte: FactSet

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

	CAPE	Rendimento reale annuo atteso (1/CAPE)	Rendimento reale annuo storico (1979-2022)	Excess CAPE Yield	Excess CAPE Yield medio ultimi 25 anni
Italia	17,3	5,8%	4,9%	5,0%	6,0%
Francia	18,6	5,4%	7,2%	4,4%	4,2%
Germania	15,0	6,7%	6,1%	6,3%	4,2%
Spagna	14,9	6,7%	6,8%	5,9%	6,3%
Svizzera	21,7	4,6%	7,4%	4,1%	3,6%
Regno Unito	13,0	7,7%	4,9%	6,4%	5,4%
Giappone	22,4	4,5%	4,1%	4,6%	4,3%
USA	29,9	3,3%	7,9%	2,2%	2,7%
Cina	11,4	8,8%	5,3%	7,8%	4,6%

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

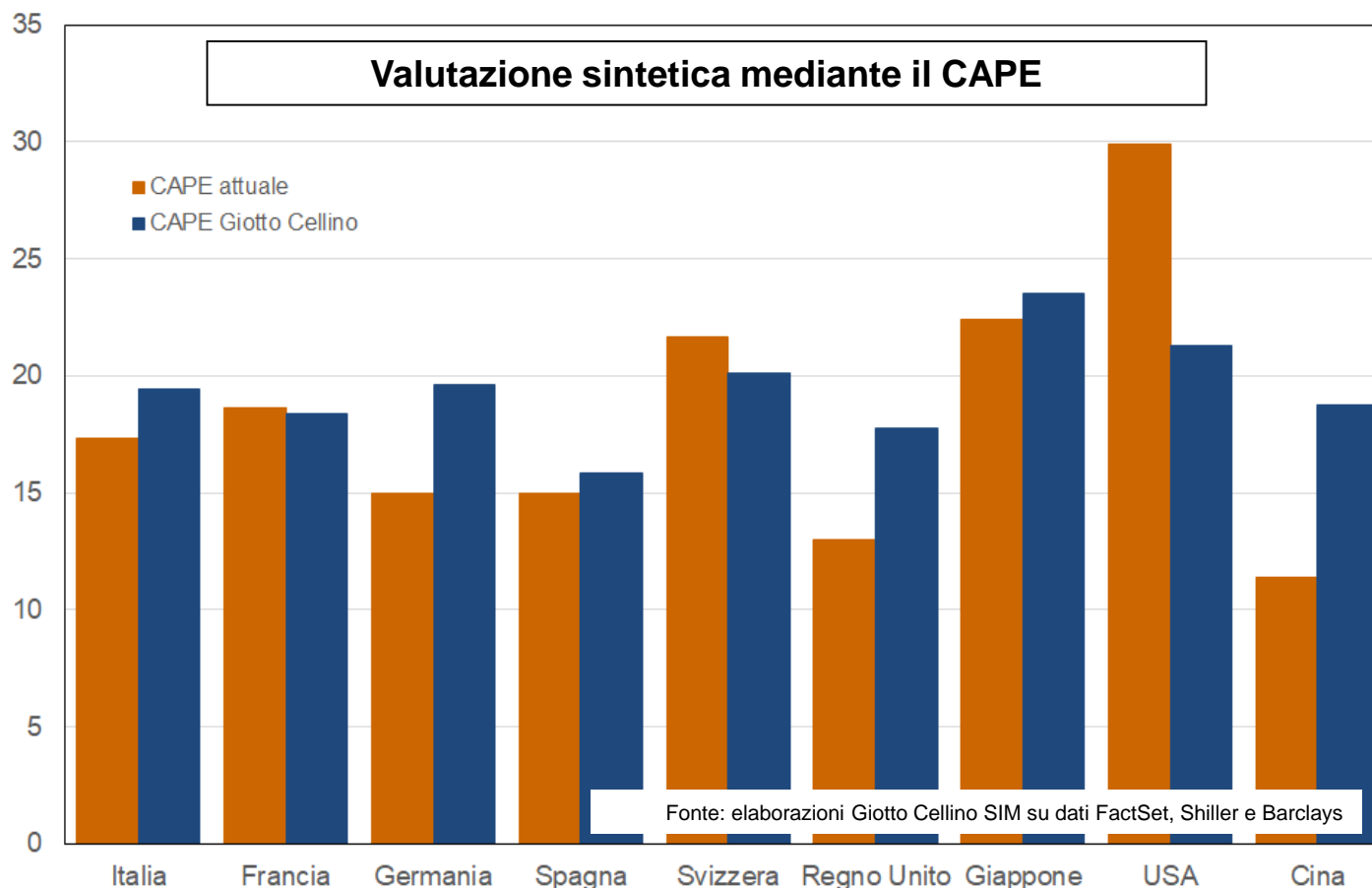
Il rendimento atteso di Italia, Germania e Regno Unito si mantiene al di sopra della media storica, quello spagnolo risulta in linea mentre Francia e Svizzera presentano valori inferiori. Al di fuori del Vecchio Continente, le valutazioni del mercato giapponese e cinese prospettano un rendimento atteso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

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.

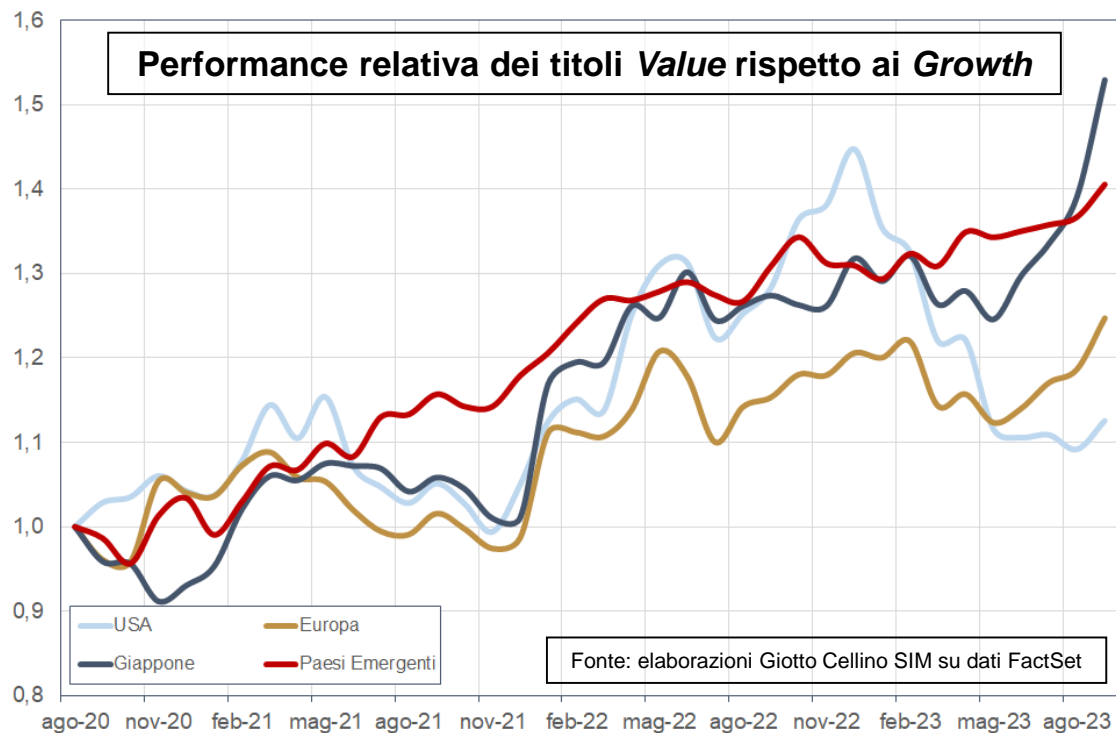
NOTE ALLA TABELLA

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

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



Il CAPE Giotto Cellino (CGC) 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 CGC sono da considerarsi sottovalutati, mentre definiamo sopravvalutati quelli il cui CAPE attuale risulta superiore al CGC.



Nell'«[Analisi per il comitato investimenti del settembre 2020](#)» avevamo avanzato l'ipotesi che fosse imminente l'inizio di una fase di sovraperformance del fattore *Value* rispetto al *Growth*. L'intuizione si è rivelata corretta, tanto che, proprio da quel momento, i titoli *Value* hanno iniziato a sovraperformare su tutti i principali mercati. Il grafico mostra come la tendenza avviata tre anni fa risulti ancora in essere in Europa e, soprattutto, in Giappone e nei Paesi Emergenti, mentre negli USA, dove era partita con particolare vigore, sta subendo una drastica battuta di arresto, a riprova del fatto che la bolla sui titoli dell'Intelligenza Artificiale (tema tipicamente *Growth*) sta interessando solo poche selezionate large-cap USA (come abbiamo sostenuto nel [precedente Comitato](#)), mentre sugli altri mercati continuano a prevalere i titoli *Value*.

NOTA AL GRAFICO

Ciascuna curva rappresenta, per la relativa area geografica, il rapporto fra l'indice MSCI *total return Value* e l'omologo indice *Growth*. Il rapporto è posto pari a 1 il 31 agosto 2020.



speculativa (al proposito, si veda un nostro [articolo](#) pubblicato da Milano Finanza nel 2018).

Alla stessa legge è probabilmente imputabile l'effetto distorsivo opposto, osservabile a far corso dal 2022, quando i primi sottoscrittori dei PIR hanno potuto liquidare i propri investimenti beneficiando dell'esenzione dal *Capital Gain*.

Ne è derivato un consistente deflusso dai PIR che ha determinato una significativa sottoperformance delle small/mid cap, le cui valutazioni appaiono ora decisamente interessanti.

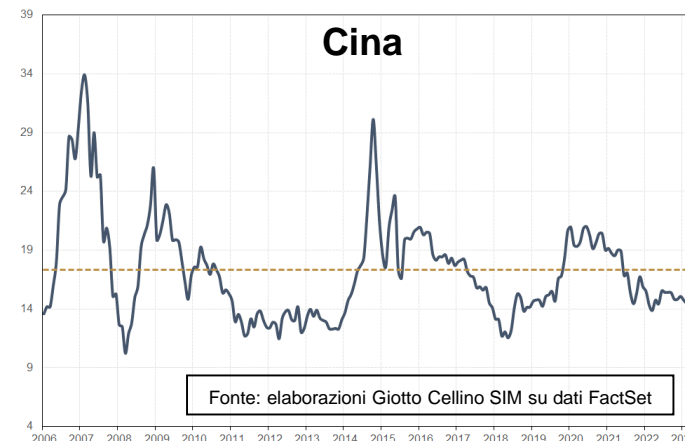
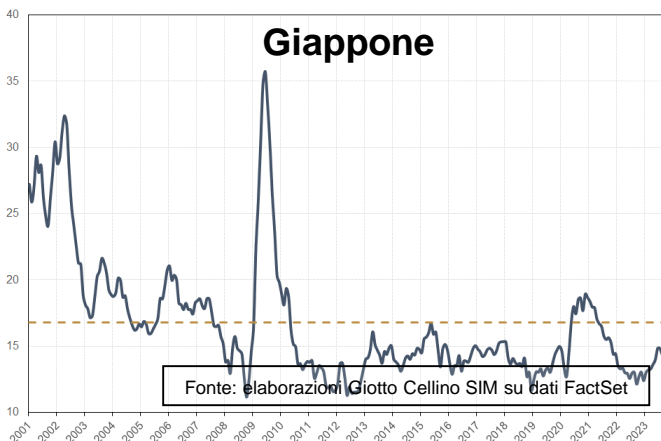
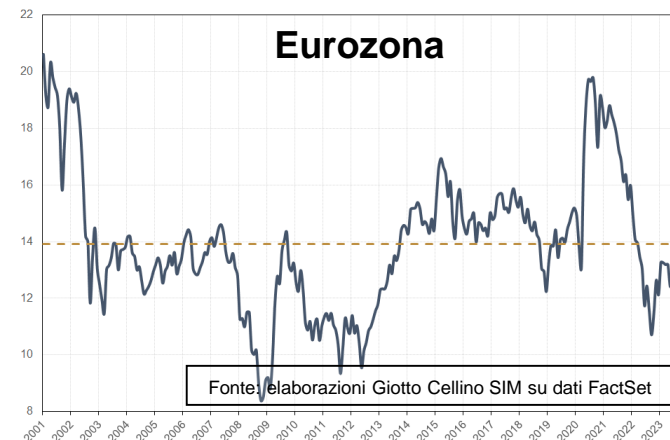
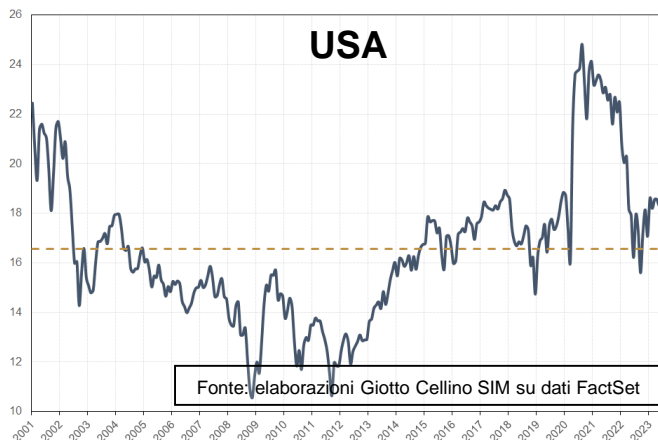
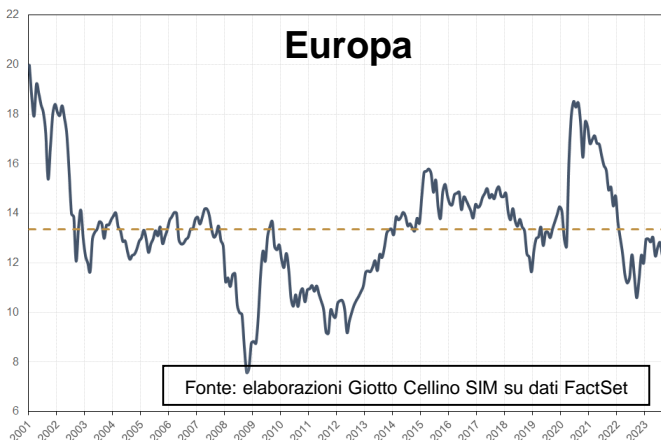
Si deve inoltre considerare che, probabilmente, i riscatti dei fondi PIR sono destinati a ridursi poiché il grosso della raccolta ebbe luogo fra il 2017 e il 2018, mentre coloro che sottoscrissero nel corso del 2019, che a breve potranno beneficiare dell'esenzione dal capital gain, furono molto pochi.

Alla luce di quanto osservato, le small-mid cap italiane potrebbero rivelarsi un'interessante opportunità di investimento.

La legge di Bilancio 2017, al fine di incentivare l'investimento nelle PMI italiane, concesse l'esenzione dall'imposta sul *Capital Gain* a chi avesse detenuto per almeno 5 anni ininterrottamente particolari fondi di investimento, denominati PIR. Il grafico mostra l'effetto distorsivo che tale norma ebbe sul mercato nel 2017, quando l'ingente afflusso di risparmio sui PIR determinò una forte crescita dei prezzi delle small/mid cap italiane, le cui valutazioni, in alcuni casi, sfiorarono livelli da bolla

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, boccia 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 italiani.

Conclusioni

Le previsioni attualmente disponibili indicano per il 2023 un rallentamento della crescita che porterà probabilmente a una stagnazione piuttosto che a una vera e propria recessione. Anche nel 2024 l'economia europea e quella USA sono viste crescere ad un ritmo modesto: occorre però osservare che, nel caso degli USA, le previsioni per l'anno prossimo sono in miglioramento. La crescita economica, stando al consenso, riacquisterà vigore nel 2025.

Le previsioni di crescita per l'economia cinese segnalano un raffreddamento degli entusiasmi che le caratterizzavano a inizio anno.

La tenuta della profittabilità di impresa continua a sostenere i mercati azionari, costituiscono invece fattori sfavorevoli la congiuntura poco brillante, la fine della globalizzazione, di cui la guerra in Ucraina e le crescenti tensioni fra la Cina e l'Occidente sono le manifestazioni più evidenti, e un'inflazione che, pur avendo probabilmente raggiunto il picco, non appare ancora del tutto sotto controllo, soprattutto nell'Eurozona.

La sovraperformance del fattore *Value* sta proseguendo da oramai tre anni sui mercati europei, in Giappone e nei Mercati Emergenti. Negli USA, dove il fenomeno nel 2020 era partito con vigore, la bolla speculativa in formazione sui titoli dell'*Artificial Intelligence* (se ne è parlato nel precedente Comitato) ha invece invertito la tendenza: il mercato americano è, infatti, l'unico nel quale il fattore *Growth* è tornato a sovraperformare, anche se l'indice relativo non ha ancora del tutto annullato la sovraperformance che i titoli *Value* hanno realizzato a far corso dal settembre 2020.

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.

Conclusioni

Positivo, come in precedenza, anche il giudizio sui mercati emergenti, nonostante la riapertura dell'economia cinese non stia offrendo alla congiuntura economica i benefici sperati. 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* (per una dettagliata disamina delle argomentazioni a supporto di questa indicazione, si veda [«Value vs Growth»](#)).

Sul mercato azionario italiano si segnalano le small-mid cap, le cui valutazioni stanno diventando particolarmente interessanti per effetto dei massicci disinvestimenti dai fondi PIR effettuati dai primi sottoscrittori che ora beneficiano dell'esenzione dal *Capital Gain*.

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

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

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

In relazione alla componente valutaria, si reitera l'invito ad inserire nei portafogli divise che potrebbero trarre beneficio dalla scarsità delle materie prime energetiche, quali la corona norvegese. Per quanto concerne invece il dollaro, qualora, come ipotizzato, il differenziale dei rendimenti reali fra euro e dollaro dovesse persistere, la valuta USA dovrebbe apprezzarsi ulteriormente.

Performance azionarie annuali

(Indici MSCI total return in euro)

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
USA 29,1%	Giappone 22,4%	USA 14,9%	Emergenti 21,0%	USA 0,3%	Svizzera 36,0%	USA 11,3%	USA 36,6%	Regno Unito 1,4%	Italia 25,3%
Svizzera 14,6%	Italia 14,7%	Emergenti 14,9%	Francia 14,1%	Svizzera -3,6%	USA 34,1%	Emergenti 8,9%	Francia 29,7%	Spagna -0,7%	Spagna 19,9%
Emergenti 11,8%	USA 12,9%	Francia 9,2%	Italia 13,8%	Francia -7,5%	Italia 31,1%	Giappone 5,4%	Svizzera 29,5%	Francia -6,9%	USA 14,4%
Giappone 9,6%	Svizzera 12,7%	Germania 6,6%	Germania 12,9%	Giappone -8,2%	Francia 29,3%	Svizzera 3,5%	Regno Unito 27,5%	Italia -7,7%	Giappone 14,3%
Spagna 8,9%	Francia 12,3%	Giappone 5,8%	Spagna 12,1%	Regno Unito -9,8%	Germania 23,9%	Germania 3,0%	Italia 24,9%	Giappone -10,8%	Francia 12,5%
Regno Unito 7,8%	Germania 10,0%	Regno Unito 3,0%	Giappone 9,3%	Emergenti -9,9%	Regno Unito 23,4%	Francia -3,9%	Germania 13,9%	Svizzera -12,2%	Germania 12,1%
Francia 3,6%	Regno Unito 3,0%	Spagna 2,5%	Svizzera 8,6%	Spagna -11,4%	Giappone 22,3%	Italia -6,0%	Giappone 9,8%	USA -14,2%	Regno Unito 8,3%
Italia 3,6%	Emergenti 3,0%	Svizzera 2,5%	Regno Unito 8,6%	Italia -11,4%	Emergenti 22,3%	Spagna -6,0%	Spagna 9,8%	Emergenti -14,2%	Svizzera 8,3%
Germania 2,8%	Spagna -5,8%	Italia -6,8%	USA 7,1%	Germania -17,7%	Spagna 14,8%	Regno Unito -17,8%	Emergenti 5,2%	Germania -16,5%	Emergenti 3,5%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

Performance azionarie su differenti *holding period*

(Indici MSCI total return in euro)

A partire dal 31 dicembre 2013	A partire dal 31 dicembre 2014	A partire dal 31 dicembre 2015	A partire dal 31 dicembre 2016	A partire dal 31 dicembre 2017	A partire dal 31 dicembre 2018	A partire dal 31 dicembre 2019	A partire dal 31 dicembre 2020	A partire dal 31 dicembre 2021	A partire dal 31 dicembre 2022
USA 260,1%	USA 178,9%	USA 147,1%	USA 115,0%	USA 100,8%	USA 100,2%	USA 49,3%	Italia 44,4%	Spagna 19,0%	Italia 25,3%
Svizzera 131,2%	Francia 118,4%	Francia 94,6%	Svizzera 81,0%	Svizzera 66,7%	Italia 77,9%	Italia 35,7%	Regno Unito 40,0%	Italia 15,6%	Spagna 19,9%
Francia 126,4%	Svizzera 101,7%	Svizzera 78,9%	Francia 78,2%	Francia 56,2%	Svizzera 72,9%	Francia 30,5%	Francia 35,9%	Regno Unito 9,8%	USA 14,4%
Giappone 105,5%	Italia 88,8%	Italia 64,6%	Italia 76,6%	Italia 55,2%	Francia 68,7%	Svizzera 27,1%	USA 34,1%	Francia 4,7%	Giappone 14,3%
Italia 95,6%	Giappone 87,4%	Emergenti 53,8%	Giappone 44,7%	Giappone 32,4%	Giappone 44,2%	Giappone 17,9%	Spagna 30,2%	Giappone 1,9%	Francia 12,5%
Emergenti 63,6%	Germania 48,4%	Giappone 53,1%	Regno Unito 37,7%	Regno Unito 28,1%	Regno Unito 42,0%	Regno Unito 15,1%	Svizzera 22,9%	USA -1,8%	Germania 12,1%
Regno Unito 57,4%	Emergenti 46,3%	Regno Unito 41,8%	Emergenti 33,8%	Spagna 15,9%	Germania 36,2%	Spagna 14,1%	Giappone 11,9%	Svizzera -5,1%	Regno Unito 8,3%
Germania 57,4%	Regno Unito 46,3%	Germania 41,8%	Spagna 33,8%	Germania 15,9%	Spagna 36,2%	Germania 14,1%	Germania 11,9%	Germania -5,1%	Svizzera 8,3%
Spagna 36,8%	Spagna 25,6%	Spagna 33,3%	Germania 26,6%	Emergenti 10,6%	Emergenti 22,7%	Emergenti 1,4%	Emergenti -6,9%	Emergenti -11,5%	Emergenti 3,5%

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 al 22 settembre 2023.