



Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2024

dicembre 2023

Indice

L'andamento recente dei mercati

Mercati azionari

Rendimenti obbligazionari

Materie prime e tassi di cambio

Evoluzione della congiuntura

Stime e previsioni di consenso

Le attese di mercato sull'inflazione

La valutazione dei mercati

I mercati azionari

I mercati obbligazionari

Suggerimenti operativi

Idee di investimento per il 2024

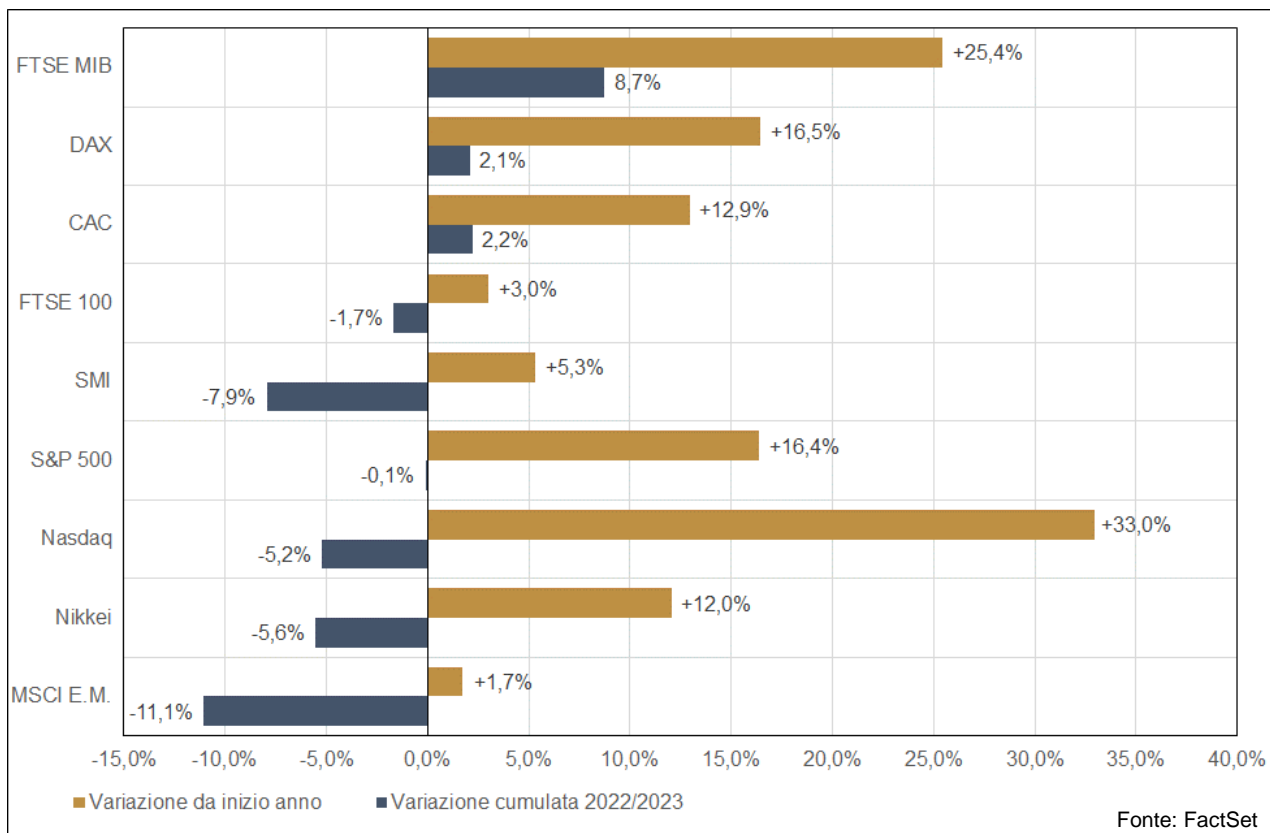
Appendice

Statistiche azionarie di lungo termine

Grafici e tabelle presentati, ove non diversamente indicato, sono aggiornati al 30 novembre 2023

Andamento dei principali indici azionari

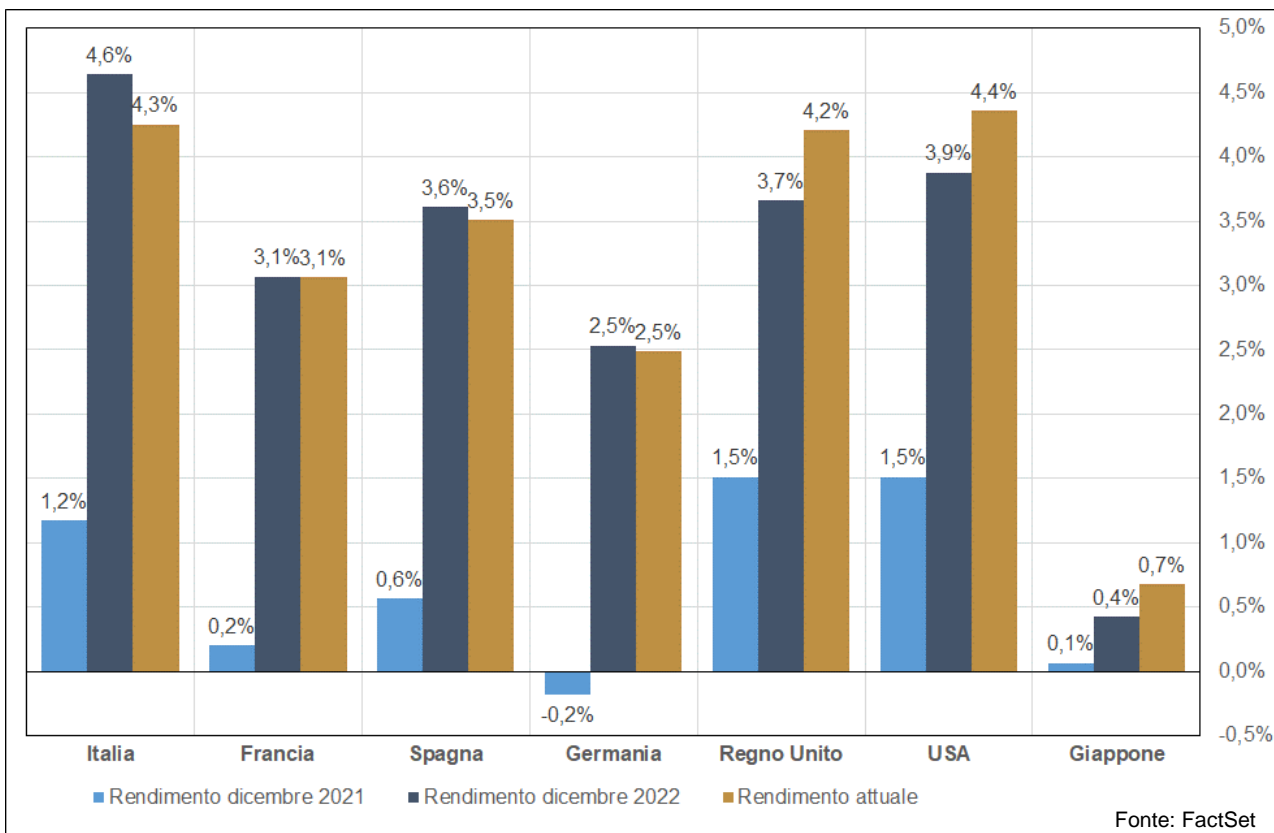
(dati in euro)



Osservando il grafico, emerge la superiorità dei mercati dell'Eurozona, soprattutto con riferimento al dato cumulato 2022/2023.

Il forte recupero dei titoli tecnologici osservato nel corso del 2023, del quale ha beneficiato soprattutto il mercato USA, non è stato dunque sufficiente a controbilanciare l'avanzata del fattore *Value*, del quale, invece, beneficiano maggiormente le borse del Vecchio Continente.

Rendimento dei titoli di Stato a 10 anni

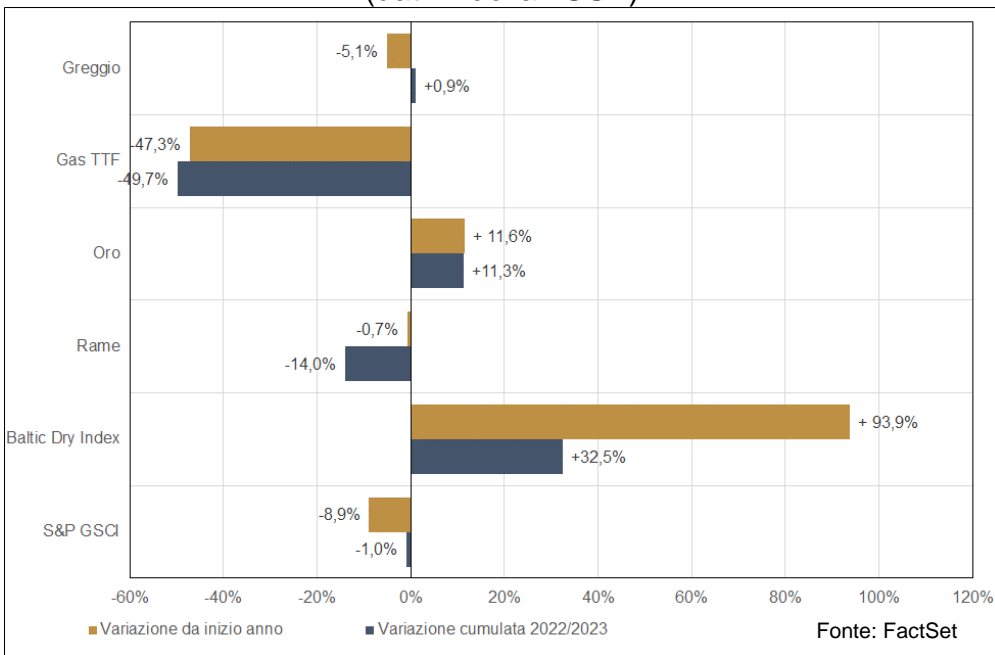


L'esplosione dei rendimenti obbligazionari nel corso del 2022 è comune a tutte le aree geografiche.

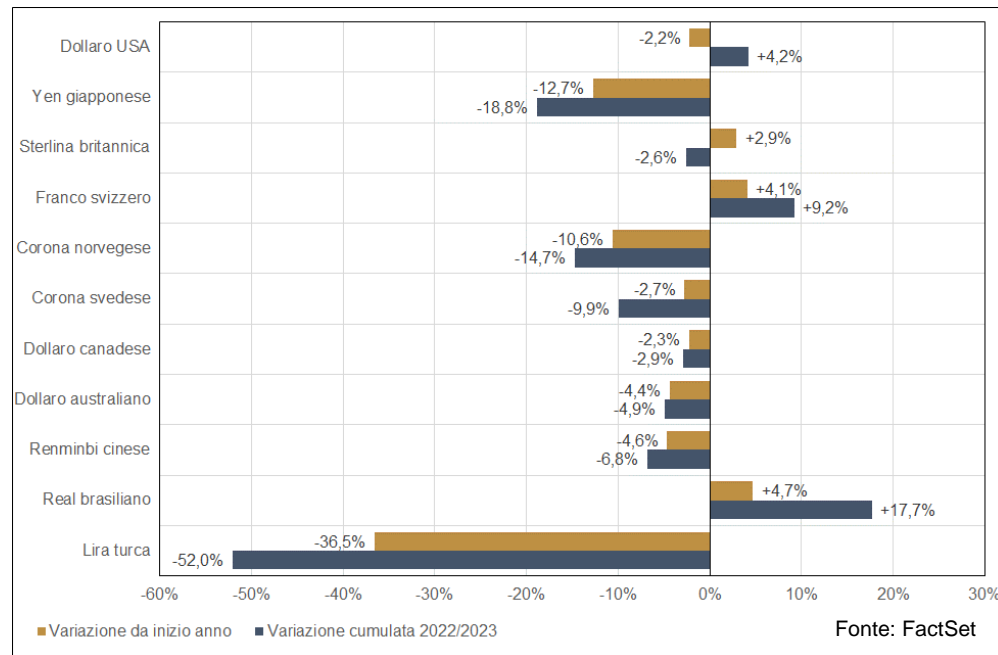
Nel 2023, in alcuni casi la crescita dei rendimenti è proseguita (USA, Regno Unito e Giappone), in altri si è sostanzialmente fermata (Francia, Spagna e Germania), mentre in Italia, grazie ad un significativo ridimensionamento dello spread, si è addirittura osservata una riduzione del rendimento del titolo a 10 anni.

Variazione dei prezzi di alcune materie prime e dei relativi indici

(dati in dollari USA)



Tassi di cambio dell'Euro



L'andamento dei prezzi delle materie prime tra il 2022 e il 2023 ha quasi completamente annullato i rialzi osservati per effetto dell'uscita dalla crisi pandemica e dello scoppio della guerra in Ucraina.

L'euro si è indebolito contro il Dollaro USA e il Franco svizzero, valute tipicamente "rifugio"; si sono invece rivelati deboli contro la moneta unica: lo Yen, penalizzato da una politica monetaria espansiva, e le principali *commodity currencies*, sulle quali ha pesato l'andamento dei prezzi delle materie prime. Fra le valute emergenti spiccano la forza del Real brasiliano e la debolezza della Lira turca.

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

Fonte: FactSet

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

Fonte: FactSet

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.

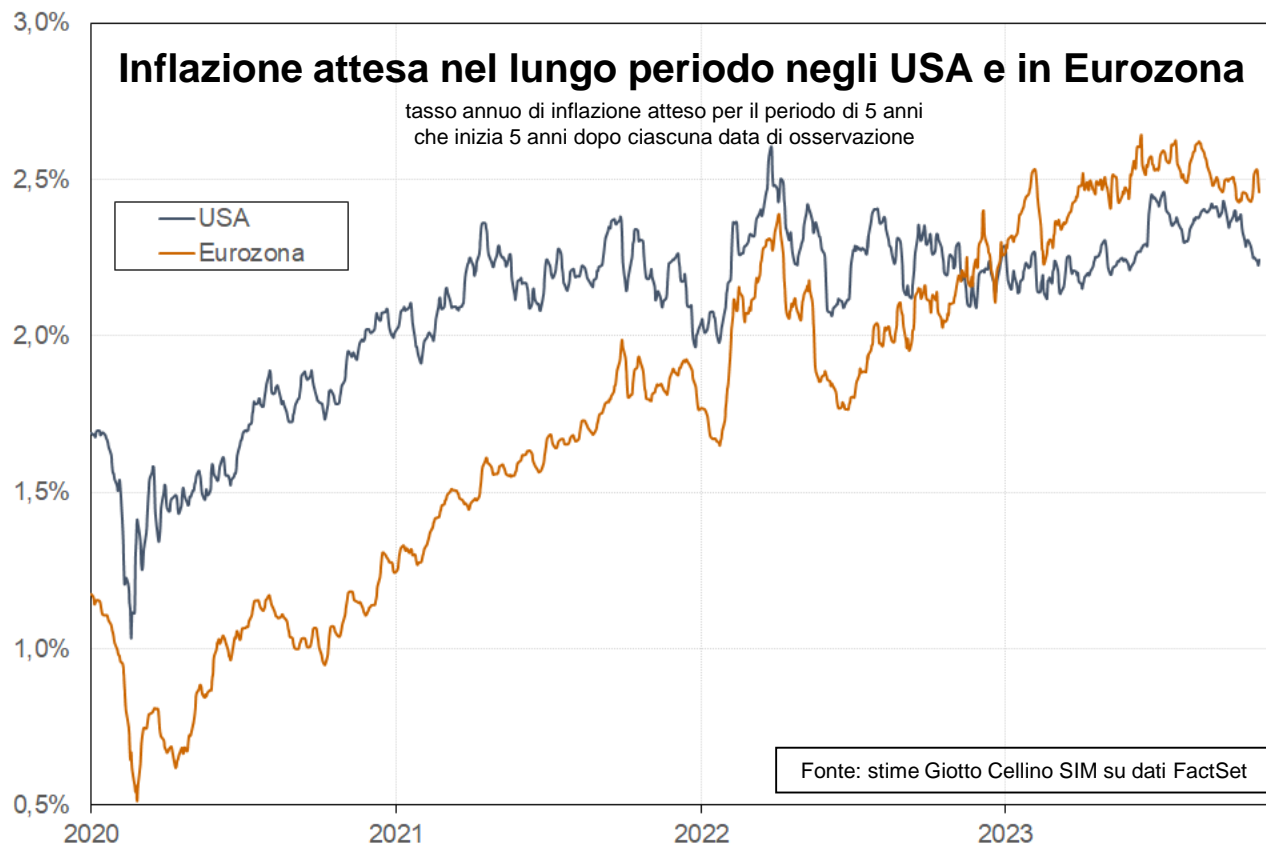
Per quanto riguarda le previsioni sull'inflazione, questa dovrebbe seguire un percorso che la vede decrescere nel 2023/24 sia negli USA che in Europa per avvicinarsi all'obiettivo del 2% nel 2025.

	Corrente	2023	2024	2025
Dollaro USA	1,091	1,080	1,120	1,160
Yen giapponese	161,3	158,0	154,8	153,0
Sterlina britannica	0,862	0,870	0,880	0,890
Franco svizzero	0,949	0,970	0,980	1,010
Corona norvegese	11,76	11,50	11,00	10,75
Corona svedese	11,43	11,55	11,10	10,70
Dollaro canadese	1,479	1,450	1,462	1,450
Dollaro australiano	1,65	1,68	1,63	1,61
Real brasiliano	5,38	5,45	5,60	6,21
Renminbi cinese	7,78	7,83	7,80	7,94
Lira turca	31,5	31,8	41,1	52,9

Fonte: FactSet

Il consenso sui tassi di cambio dell'Euro prevede un progressivo indebolimento per il Dollaro USA, il Franco Svizzero e, in misura più moderata, per la Sterlina. Sono invece viste in recupero lo Yen giapponese e le *commodity currencies*.

Tra le valute emergenti, il Real brasiliano dovrebbe ritracciare dopo il forte apprezzamento, il Renminbi cinese è visto stabile, mentre dovrebbe proseguire la discesa della Lira turca.



Finalmente anche in Eurozona le attese di inflazione a lungo termine sembrano essersi stabilizzate. Sia negli USA sia in Eurozona le attese di inflazione permangono al di sopra del target delle banche centrali (2,2% negli USA, 2,5% in Eurozona), coerentemente con l'idea, [da noi condivisa](#), che dopo la fiammata del 2022/2023, l'inflazione potrebbe permanere su livelli superiori al 2% per un prolungato periodo di tempo. Il fatto che, da qualche tempo, il mercato stimi un'inflazione in Eurozona superiore a quella USA può essere spiegato dalla maggiore esposizione del Vecchio Continente alle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime dovuti a fattori geopolitici.

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*).

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	21,8	22,3	4,6%	7,2%	3,9%	4,2%
Germania	15,2	21,7	6,6%	6,1%	6,5%	4,2%
Italia	18,1	20,9	5,5%	4,9%	4,9%	6,0%
Spagna	15,7	17,9	6,4%	6,8%	5,8%	6,3%
Regno Unito	12,6	16,6	7,9%	4,9%	6,7%	5,4%
Svizzera	21,4	24,6	4,7%	7,4%	4,3%	3,6%
USA	31,2	27,6	3,2%	7,9%	1,5%	2,7%
Giappone	22,2	22,3	4,5%	4,1%	4,8%	4,3%
Cina	10,5	19,0	9,6%	5,3%	8,5%	4,6%

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

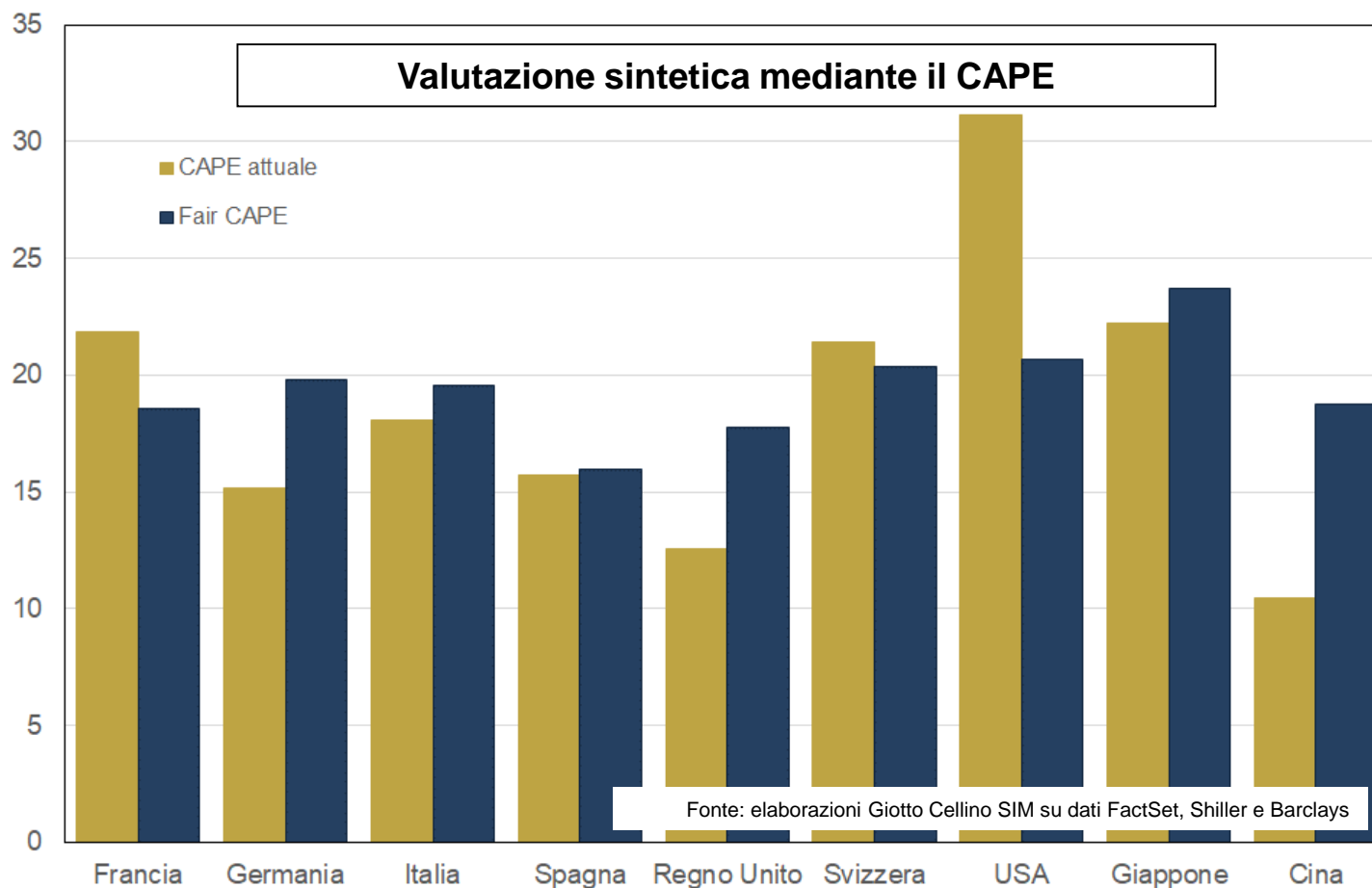
Il rendimento reale annuo atteso di Italia, Germania e Regno Unito si mantengono di sopra delle rispettive medie storiche, quello spagnolo risulta in linea mentre quelli di Francia e Svizzera presentano valori inferiori. Al di fuori del Vecchio Continente, le valutazioni del mercato giapponese e cinese 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»](#), 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).

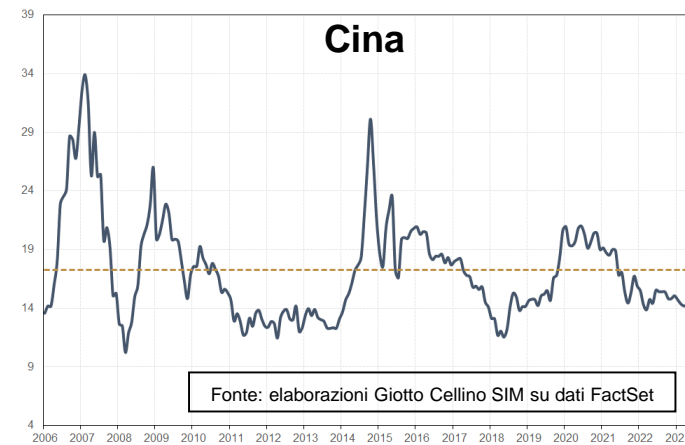
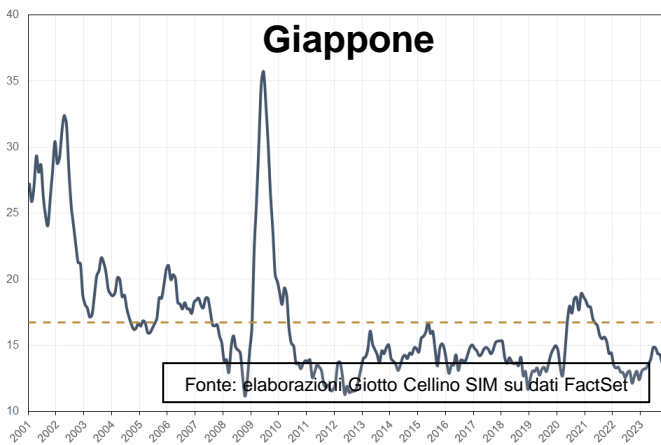
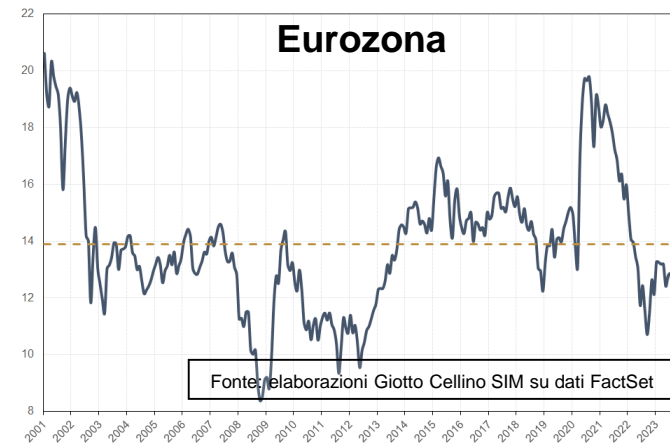
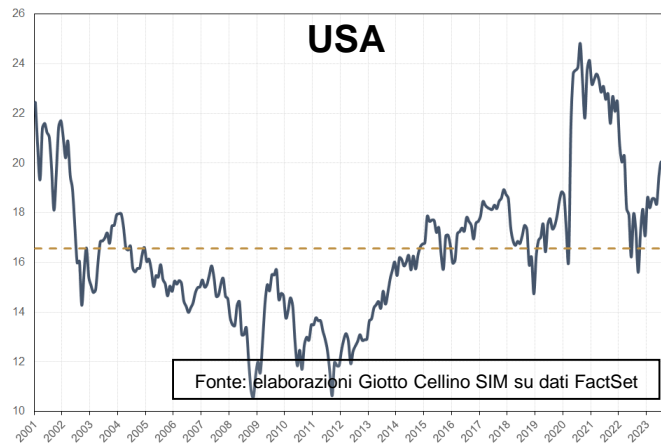
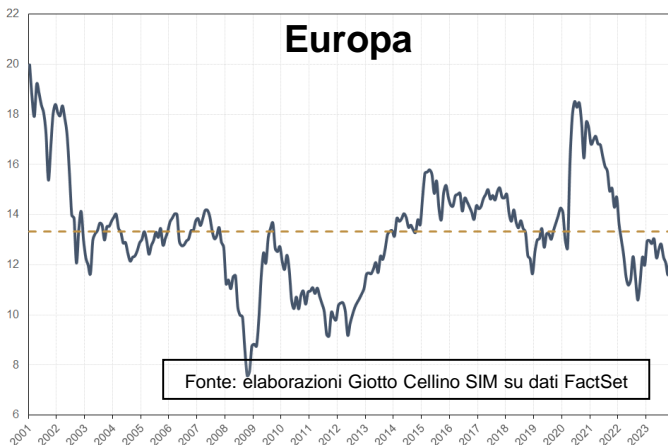
Il rendimento storico del mercato britannico è riferito al periodo 1988-2022, quello del mercato cinese al periodo 2002-2022. Gli ECY medi dei mercati giapponese e cinese sono calcolati su dati riferiti, rispettivamente, agli ultimi 17 e agli ultimi 18 anni.



Il *Fair CAPE* elaborato da Giotto Cellino SIM 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*.

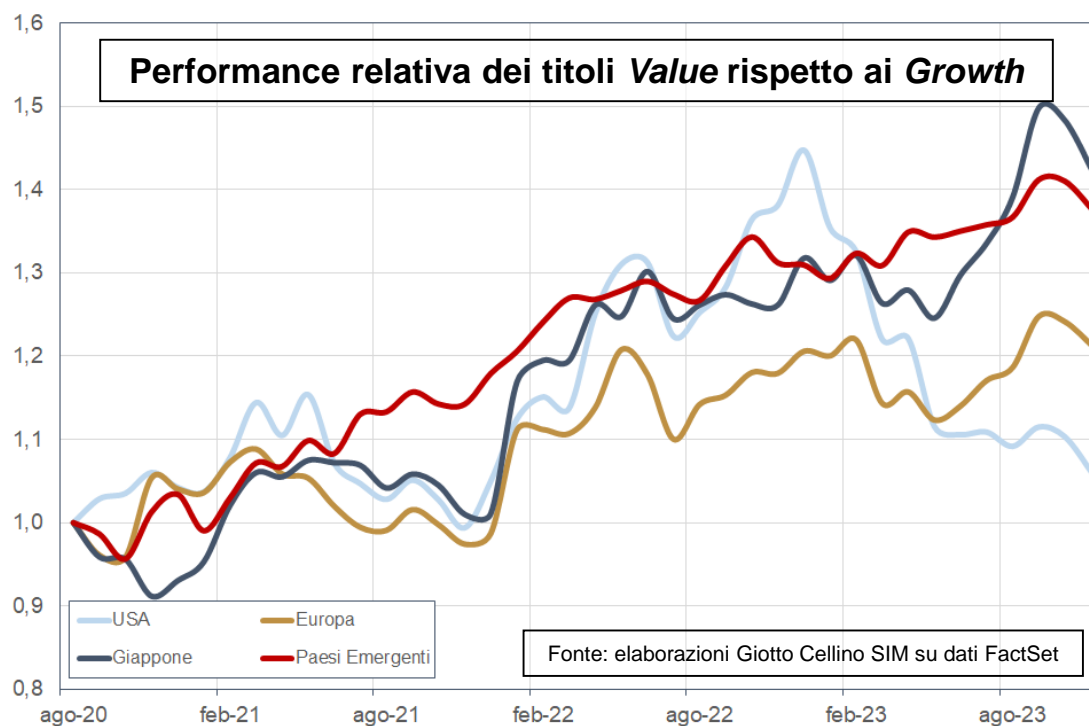
Rapporto prezzo/utile *forward*

(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.

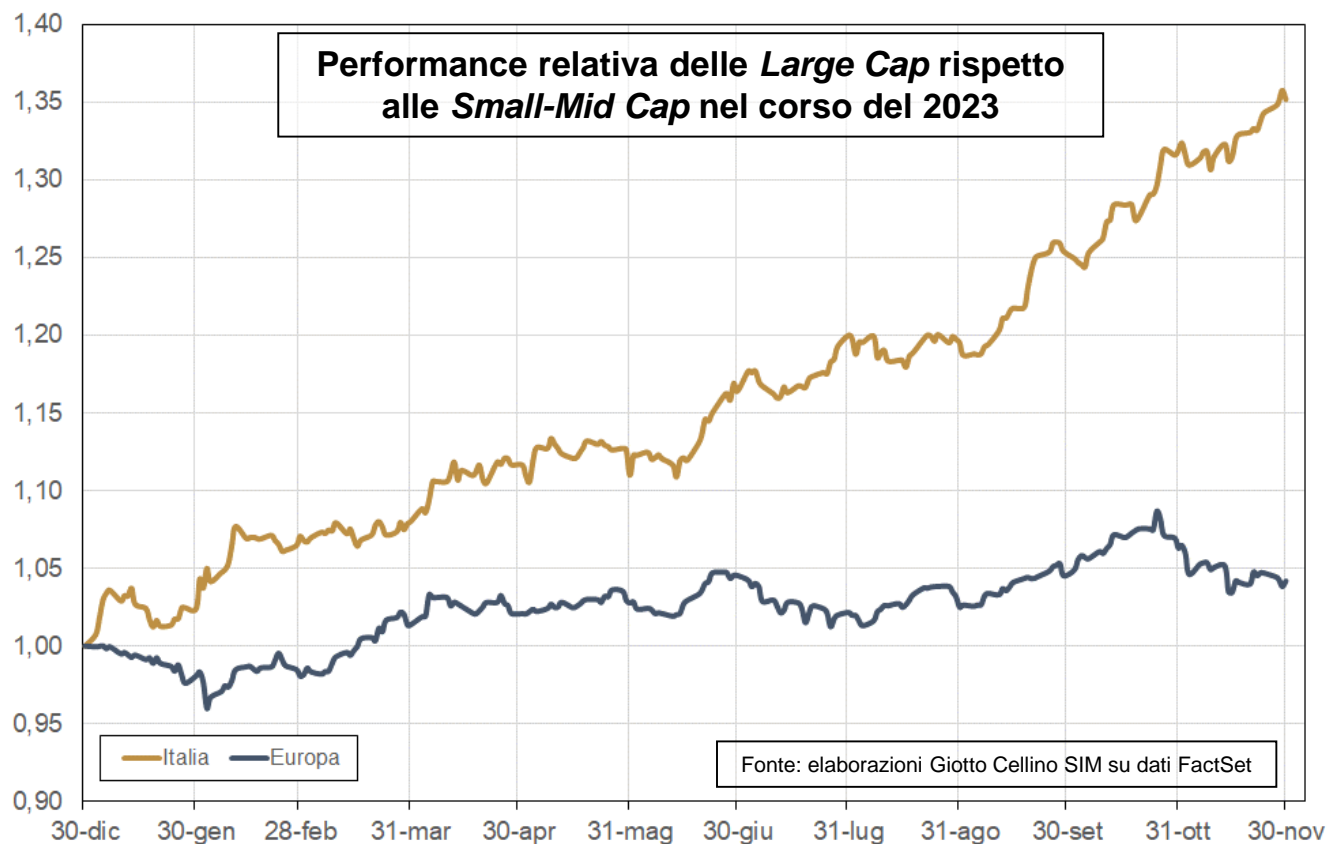
L'analisi conduce ad esiti concordanti con quelli ottenuti dal CAPE: l'Europa (in particolare l'Eurozona), il Giappone e la Cina quotano a livelli inferiori alla media storica (linea tratteggiata), mentre appare evidente la sopravvalutazione degli USA, il cui multiplo, sia pure in misura meno marcata di quanto osservato tramite il CAPE, eccede la media storica.



Nell'«[Analisi per il comitato investimenti del settembre 2020](#)» avevamo formulato 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 (si veda il [Comitato di investimento del luglio 2023](#)). I fattori che supportano questo orientamento appaiono ancora tutti presenti e da questo deriva che tale tendenza [potrà durare ancora a lungo](#).

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.



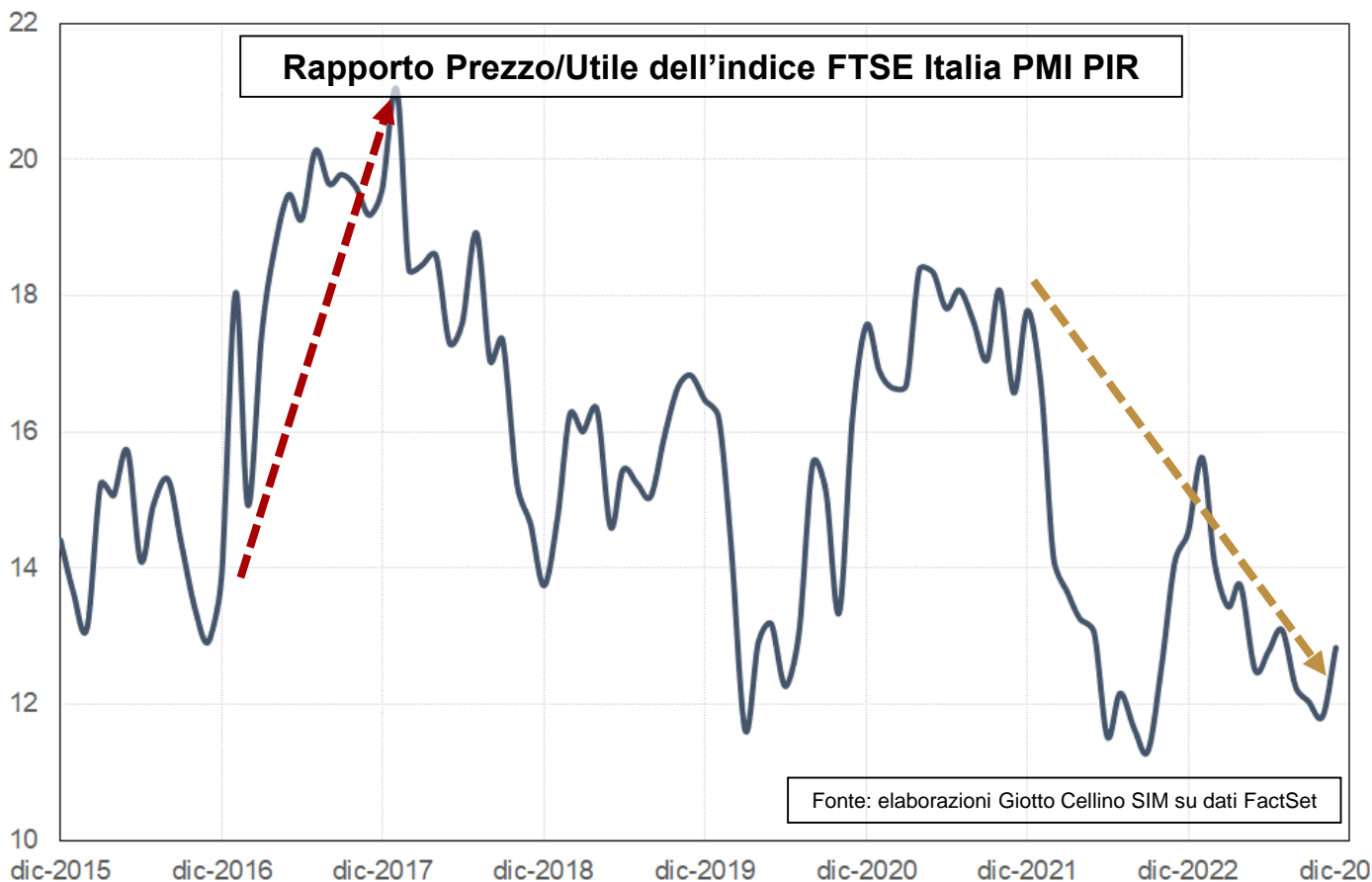
Il fenomeno della sotto-performance delle *Small-Mid Cap* rispetto alle *Large Cap* nel corso del 2023 è comune a tutti i principali mercati, ma in Italia ha assunto proporzioni di particolare rilievo.

La peculiarità del nostro mercato è senz'altro riconducibile a fattori di natura settoriale: il comparto che meglio ha performato da inizio anno è, infatti, quello bancario, molto presente all'interno dell'indice *Large Cap* italiano.

Il fatto che in Italia il fenomeno sia più evidente che altrove potrebbe però essere effetto anche di un'ulteriore causa, anch'essa specifica del nostro Paese: l'effetto distorsivo dei Piani Individuali di Risparmio (PIR) sull'andamento del mercato azionario.

NOTA AL GRAFICO

Ciascuna curva rappresenta, per la relativa area geografica, il rapporto fra l'indice MSCI *total return Large Cap* e l'omologo indice *Small-Mid Cap*. Il rapporto è posto pari a 1 il 31 dicembre 2022.



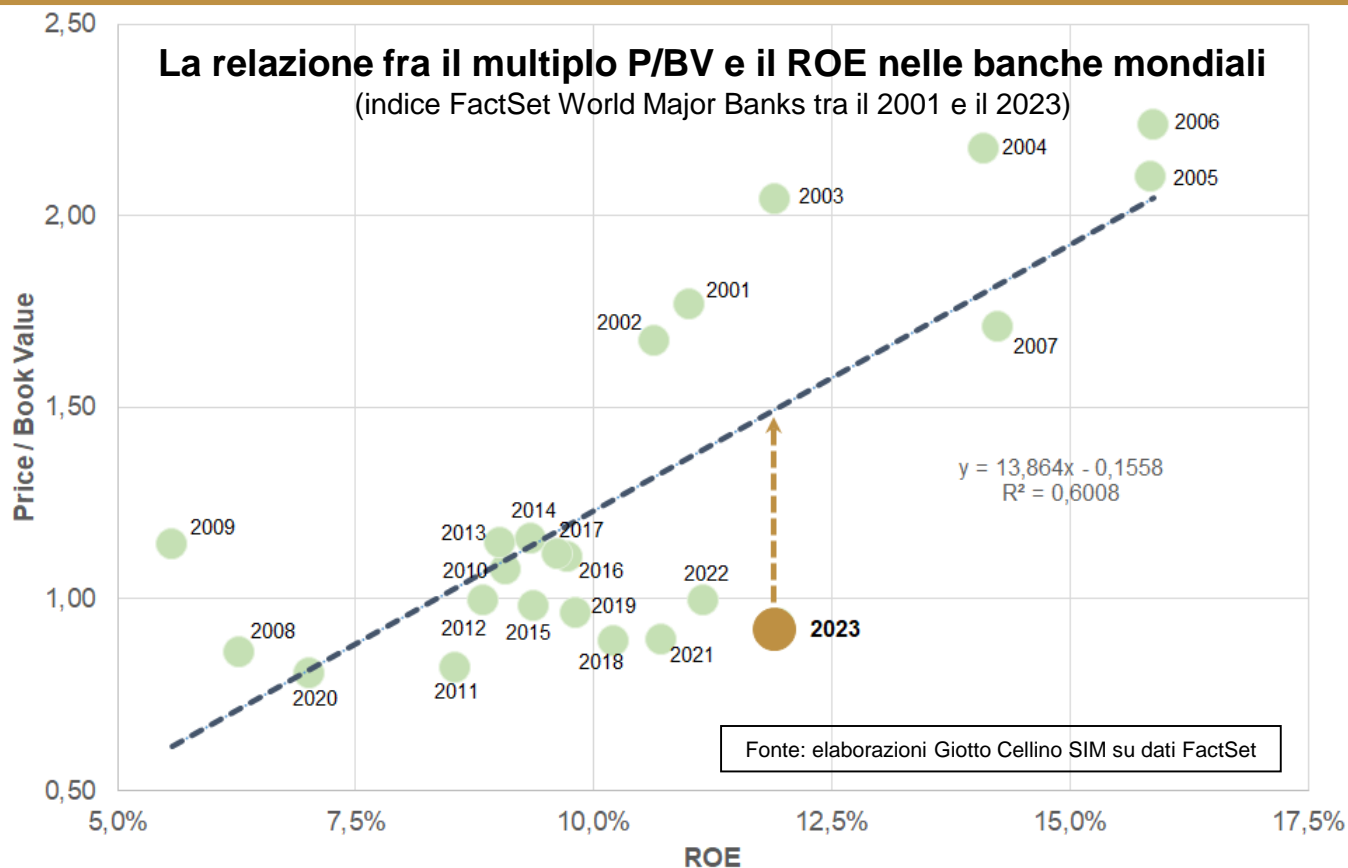
I PIR, introdotti dalla legge di Bilancio del 2017, investono prevalentemente in titoli di *Small-Mid Cap* italiane e garantiscono, a chi li detiene per almeno 5 anni, l'esenzione dall'imposta sul *Capital Gain*.

Il grafico mostra l'effetto distorsivo prodotto nel 2017 dall'introduzione dei PIR sulle valutazioni dei titoli da essi prevalentemente acquistati. Appare anche piuttosto visibile

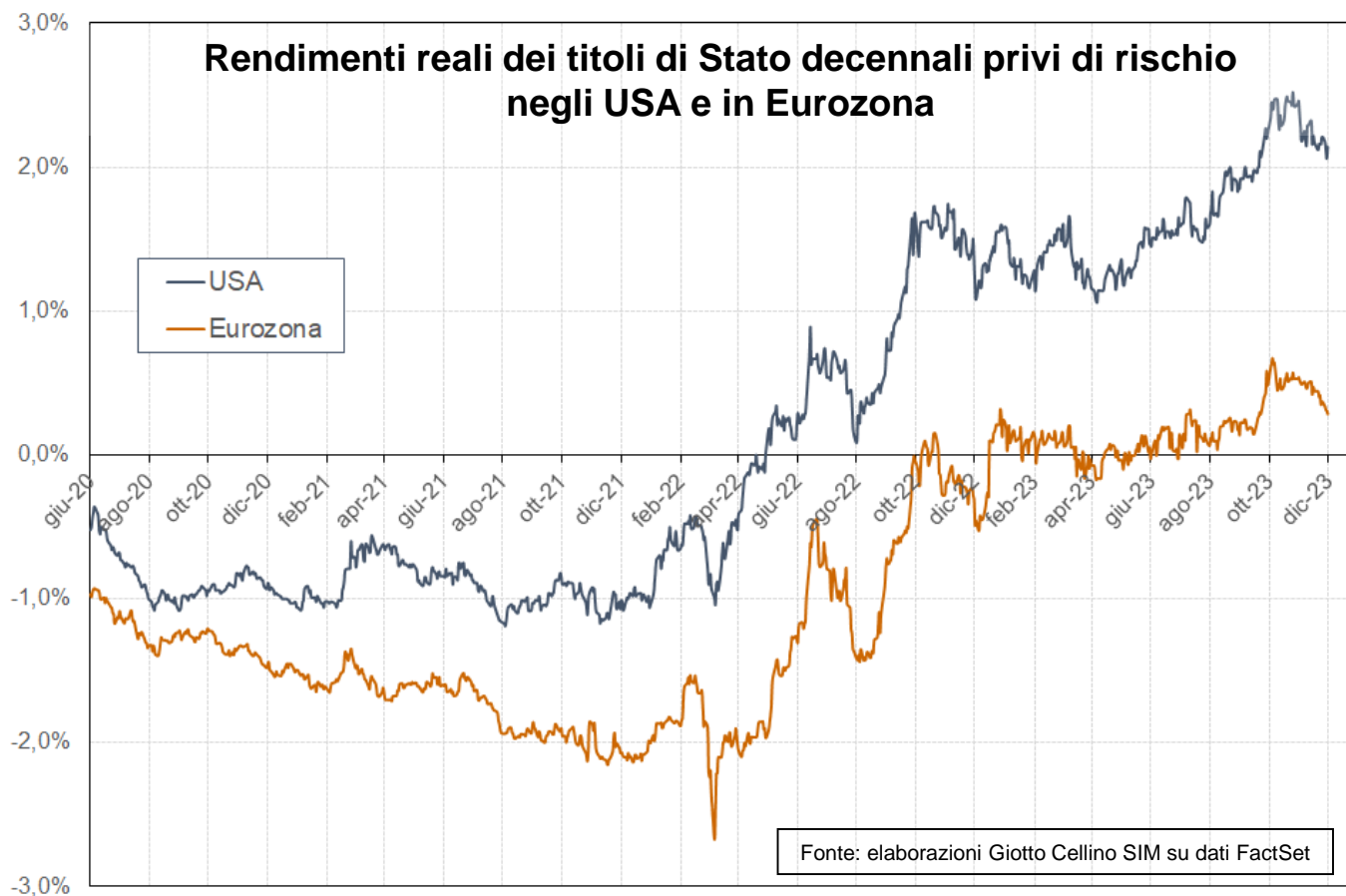
come sia probabilmente imputabile all'operatività degli stessi PIR l'effetto distorsivo opposto, osservabile a far corso dal 2022, quando i primi sottoscrittori hanno potuto liquidare i propri investimenti beneficiando dell'esenzione fiscale. Il rapporto Prezzo/Utali dell'indice FTSE Italia PMI PIR, infatti, nel 2022/23 è sceso ad un livello estremamente contenuto.

Dunque, la significativa sotto-performance delle *Small-Mid Cap* osservata in Italia nel 2023, oltre che da fattori settoriali potrebbe essere stata amplificata da una sorta di meccanismo "automatico", innescato dal forte deflusso dai fondi PIR da parte di chi aveva raggiunto il diritto all'esenzione fiscale.

In uno [studio](#) pubblicato a ottobre 2023 ipotizziamo che la grande massa dei deflussi dai fondi PIR potrebbe essere già stata realizzata, il che ci induce a ritenere che le *Small-Mid Cap* italiane potrebbero rivelarsi un'interessante opportunità di investimento nel medio termine.



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 stabilizzarsi, la redditività delle 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 infatti significativi margini di apprezzamento per i titoli bancari alla luce del livello di ROE raggiunto nel 2023.



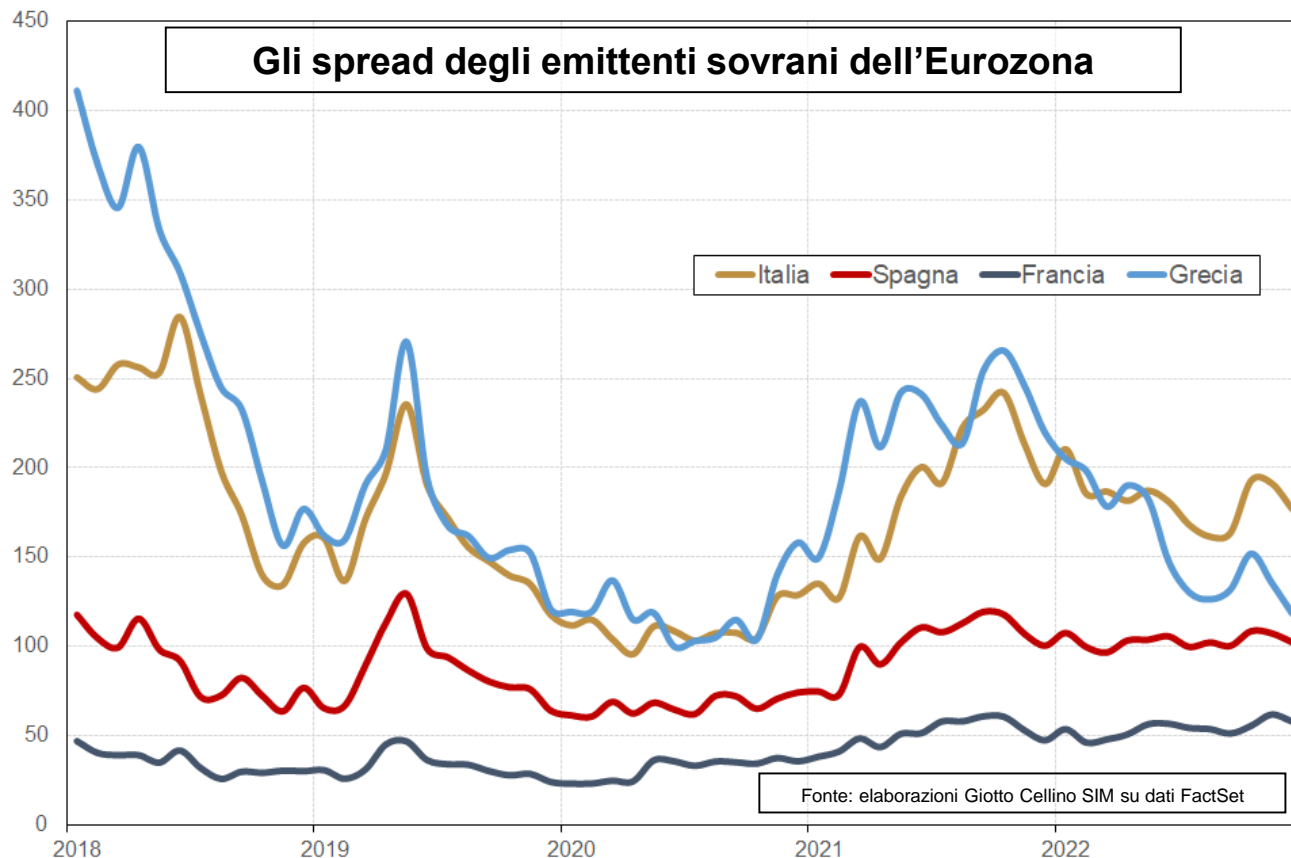
Sul finire del 2023, il rendimento reale del *Treasury* decennale indicizzato all'inflazione ha pienamente recuperato i livelli precedenti il fallimento di Lehman Brothers, chiudendo un'era ultradecennale di rendimenti reali e nominali straordinariamente bassi. Diversa la situazione in Eurozona, dove, per quanto notevolmente cresciuto, il rendimento reale privo di rischio a lungo termine (ricavato dal *Bund* decennale indicizzato all'inflazione) continua ad essere straordinariamente basso con la prospettiva, [a nostro giudizio](#), di rimanere tale ancora per un prolungato periodo di tempo.

Gli spread dei titoli corporate



Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

Gli spread corporate in Eurozona, sia *Investment Grade* che *High Yield*, risultano superiori alla media degli ultimi 10 anni. Negli USA, invece, risultano pari alla media. Il mercato sta così prezzando le migliori attese di crescita degli USA rispetto all'Eurozona.



Per quanto attiene agli spread sovrani dell'Eurozona, quello italiano, superato lo scoglio del giudizio delle quattro società di rating, è tornato a restringersi.

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 non è solo ascrivibile all'ottima performance dell'economia ellenica, ma anche 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 continui a caratterizzare l'azione del Governo italiano, esprimiamo un giudizio positivo sui titoli emessi dal Tesoro, caratterizzati da un buon rapporto rischio/rendimento.

- 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 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**.

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 471,6%	USA 442,3%	USA 374,2%	USA 273,8%	USA 189,5%	USA 156,5%	USA 123,2%	USA 108,4%	USA 107,8%	USA 55,0%	Italia 51,7%	Spagna 26,6%	Italia 31,7%
Svizzera 228,0%	Francia 239,4%	Svizzera 182,4%	Svizzera 131,4%	Francia 121,7%	Francia 97,5%	Italia 85,5%	Svizzera 66,9%	Italia 86,9%	Italia 42,6%	USA 39,2%	Italia 21,5%	Spagna 27,5%
Francia 194,7%	Svizzera 237,8%	Francia 180,7%	Francia 129,8%	Svizzera 101,9%	Svizzera 79,1%	Svizzera 81,2%	Italia 63,0%	Svizzera 73,1%	Francia 32,5%	Spagna 38,5%	Regno Unito 8,3%	USA 18,7%
Giappone 134,6%	Italia 166,5%	Giappone 148,0%	Italia 105,5%	Italia 98,3%	Italia 72,9%	Francia 80,9%	Francia 58,5%	Francia 71,3%	Svizzera 27,2%	Regno Unito 38,1%	Francia 6,3%	Germania 16,1%
Germania 122,0%	Giappone 164,6%	Italia 138,5%	Giappone 103,5%	Giappone 85,6%	Emergenti 54,2%	Giappone 43,3%	Giappone 31,2%	Giappone 42,8%	Spagna 21,3%	Francia 37,9%	USA 1,9%	Francia 14,3%
Italia 114,1%	Germania 160,2%	Germania 100,0%	Emergenti 64,0%	Germania 53,7%	Giappone 51,6%	Spagna 38,3%	Regno Unito 26,3%	Germania 41,1%	Giappone 16,8%	Svizzera 23,0%	Giappone 0,9%	Giappone 13,2%
Regno Unito 105,0%	Regno Unito 103,5%	Spagna 84,2%	Germania 57,9%	Emergenti 46,7%	Spagna 41,7%	Regno Unito 35,8%	Spagna 23,3%	Regno Unito 40,0%	Germania 13,9%	Giappone 10,8%	Germania -3,0%	Svizzera 8,2%
Spagna 105,0%	Spagna 103,5%	Regno Unito 84,2%	Regno Unito 57,9%	Regno Unito 46,7%	Regno Unito 41,7%	Emergenti 35,8%	Germania 23,3%	Spagna 40,0%	Regno Unito 13,9%	Germania 10,8%	Svizzera -3,0%	Regno Unito 8,2%
Emergenti 51,5%	Emergenti 79,1%	Emergenti 53,4%	Spagna 45,5%	Spagna 33,6%	Germania 39,7%	Germania 31,1%	Emergenti 10,9%	Emergenti 23,1%	Emergenti 1,7%	Emergenti -6,6%	Emergenti -11,3%	Emergenti 3,8%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

Collegamenti ipertestuali all'interno del testo

Pagina 8:

https://www.giottocellinosim.it/varipdf/studiericerche/studi/Analisi_Macroeconomica_Fondamentale_Silvio_Olivero_2022_09_29.pdf

Pagina 9:

https://www.giottocellinosim.it/varipdf/studiericerche/studi/CAPE_ECY.pdf

Pagina 12:

https://www.giottocellinosim.it/varipdf/studiericerche/studi/Comitato_Investimenti_09_2020.pdf

https://www.giottocellinosim.it/varipdf/Analisi_Comitato_Investimenti_07_2023.pdf

https://www.giottocellinosim.it/varipdf/studiericerche/stampa/La%20rivincita%20dei%20value_Milano_Finanza_180122.pdf

Pagina 14

https://www.giottocellinosim.it/varipdf/studiericerche/studi/Small_Mid_Cap_ottobre_2023.pdf

Pagina 16:

https://www.giottocellinosim.it/varipdf/studiericerche/studi/Analisi_Macroeconomica_Fondamentale_Silvio_Olivero_2022_09_29.pdf

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.