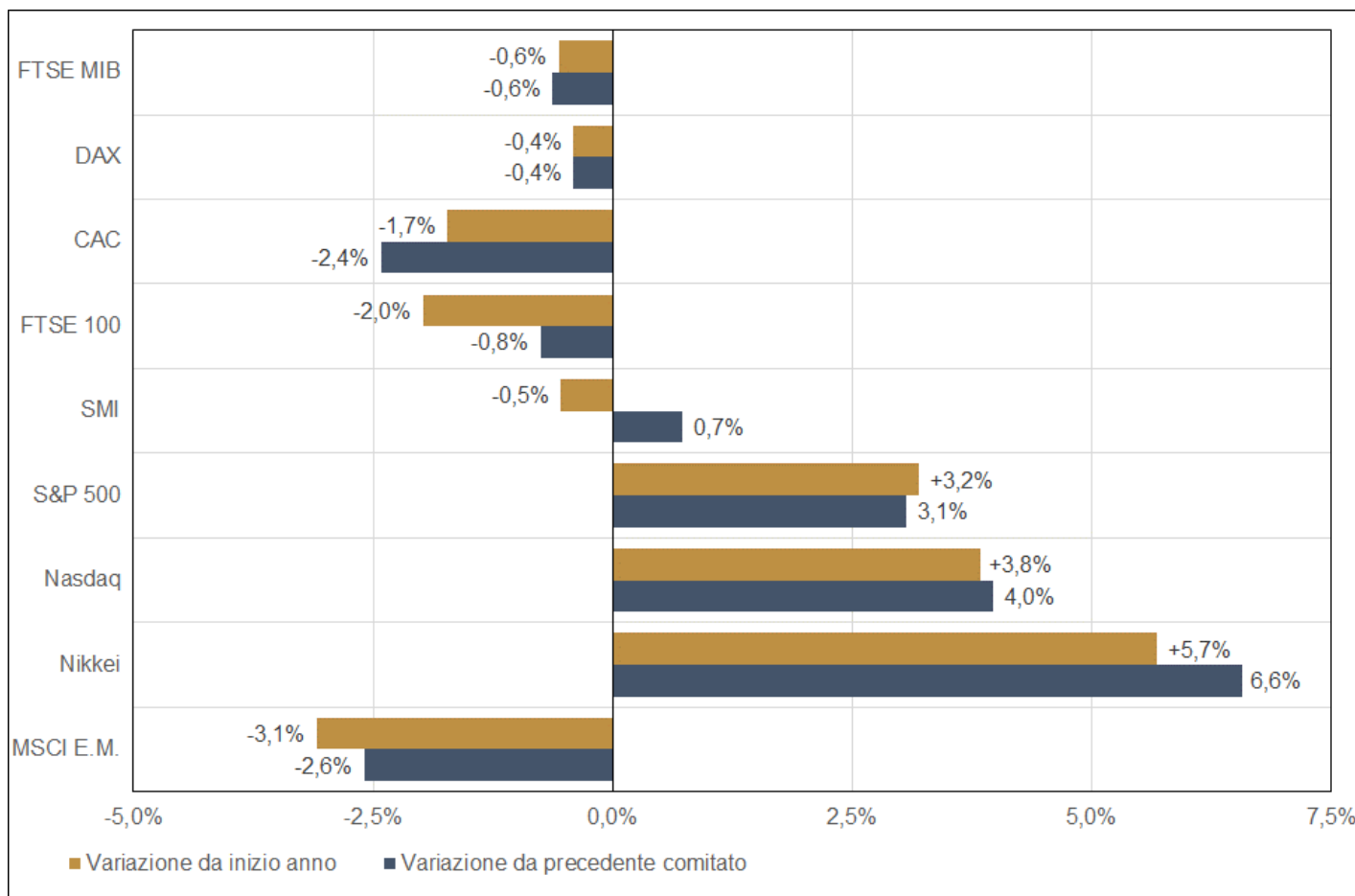




Analisi per il Comitato Investimenti

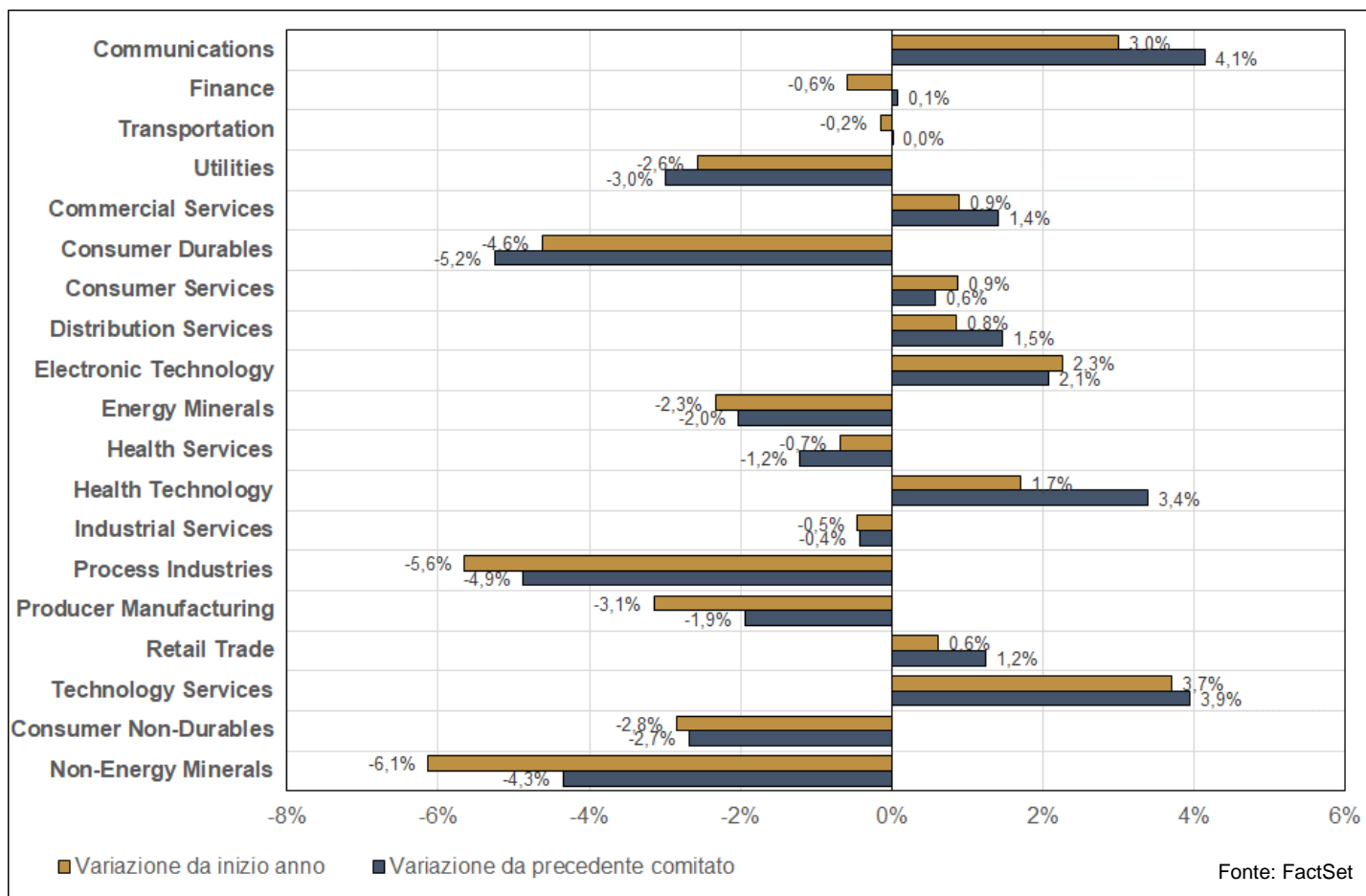
24 gennaio 2024

Andamento dei principali indici azionari (dati in euro)

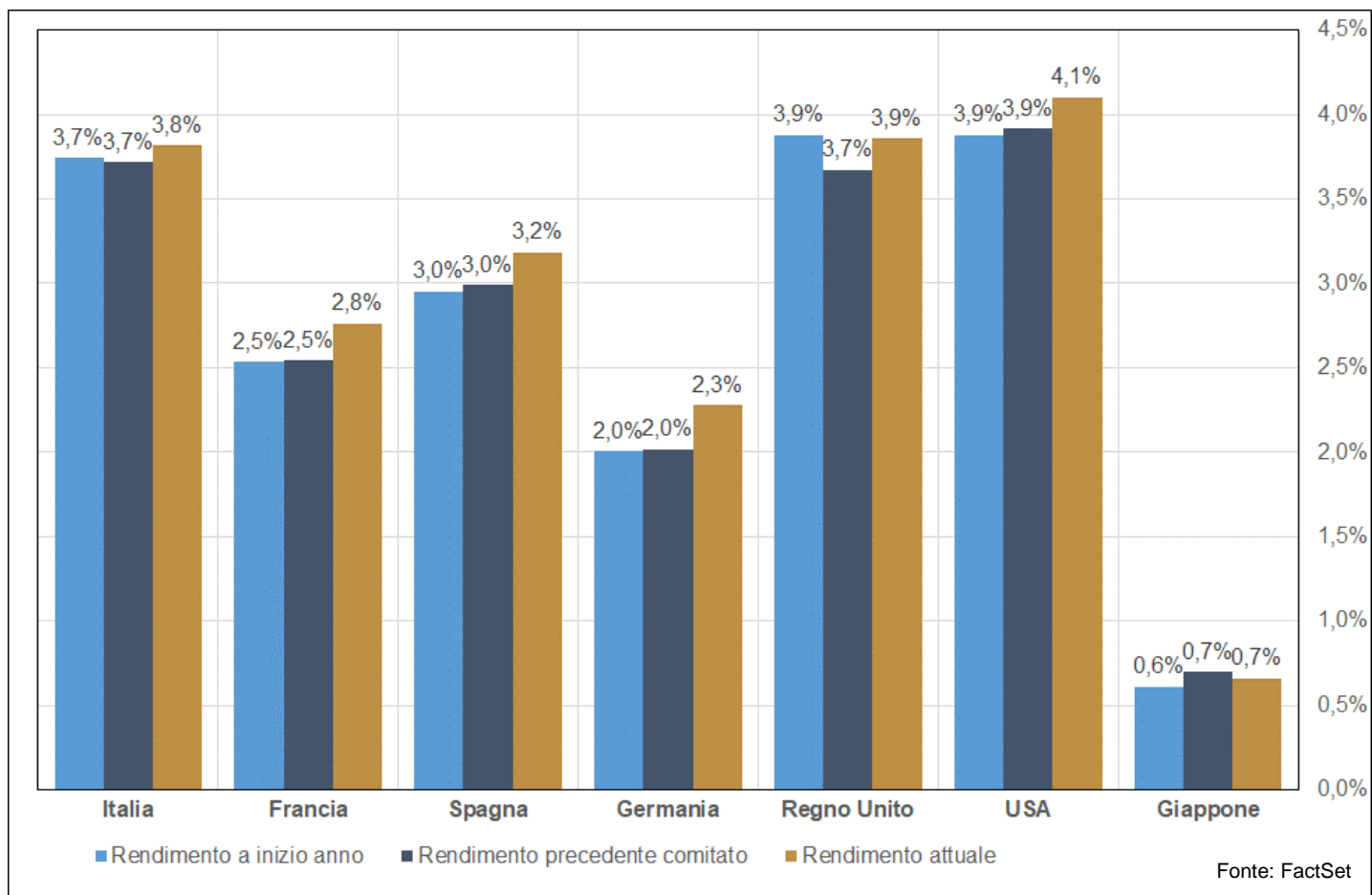


Andamento dei principali indici settoriali

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

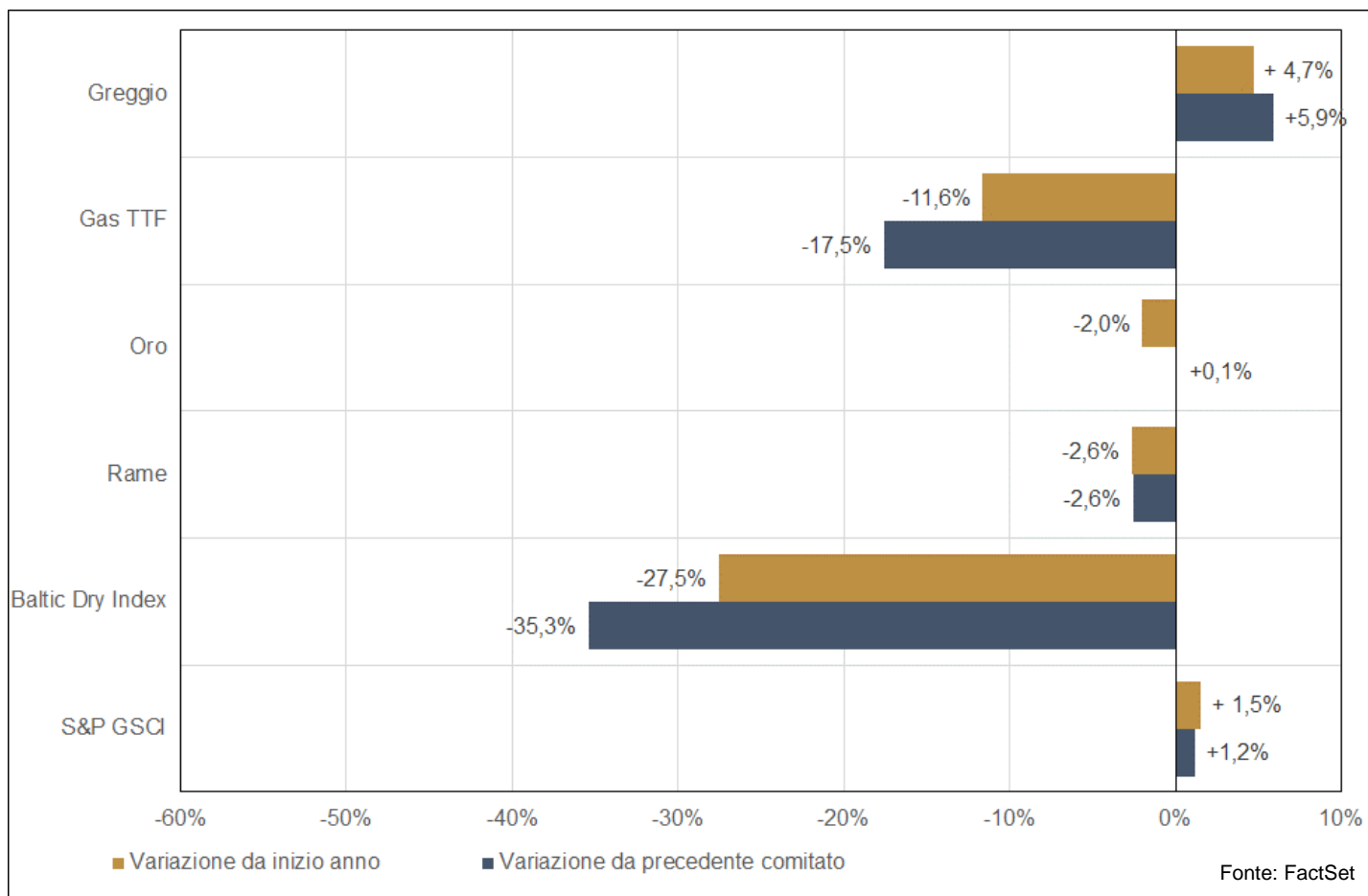


Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

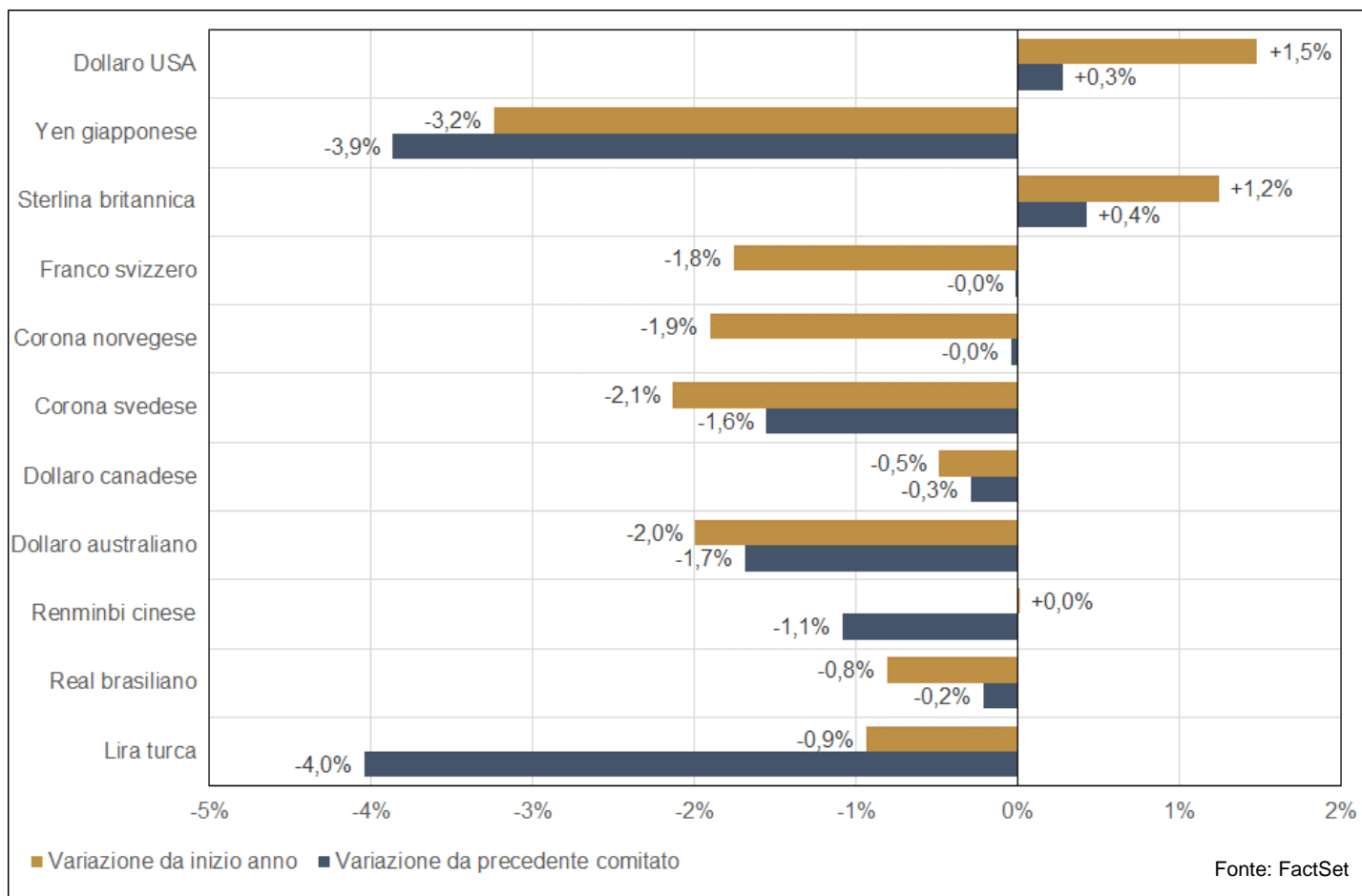


Variazione dei prezzi di alcune materie prime e indici relativi

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

Fonte: FactSet

La tendenza delle previsioni di consenso sulla crescita economica degli USA e della Cina è stabile per il 2023 e in rialzo per il 2024, in Europa e Giappone si osserva invece un certo deterioramento delle attese.

Lo scenario complessivo non muta, con l'Europa in stagnazione a cavallo fra il 2023 e il 2024, mentre agli USA, al Giappone e alla Cina sono attribuiti tassi di crescita che, pur se inferiori al 2023, risultano

comunque significativamente positivi.

Nel 2025 tutte le principali aree economiche sono viste in riaccelerazione.

Per quanto riguarda l'inflazione, in Europa e negli USA si continuano ad osservare revisioni al ribasso, indotte dai numerosi segnali di rallentamento nella dinamica dei prezzi che si stanno registrando da diverse 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.

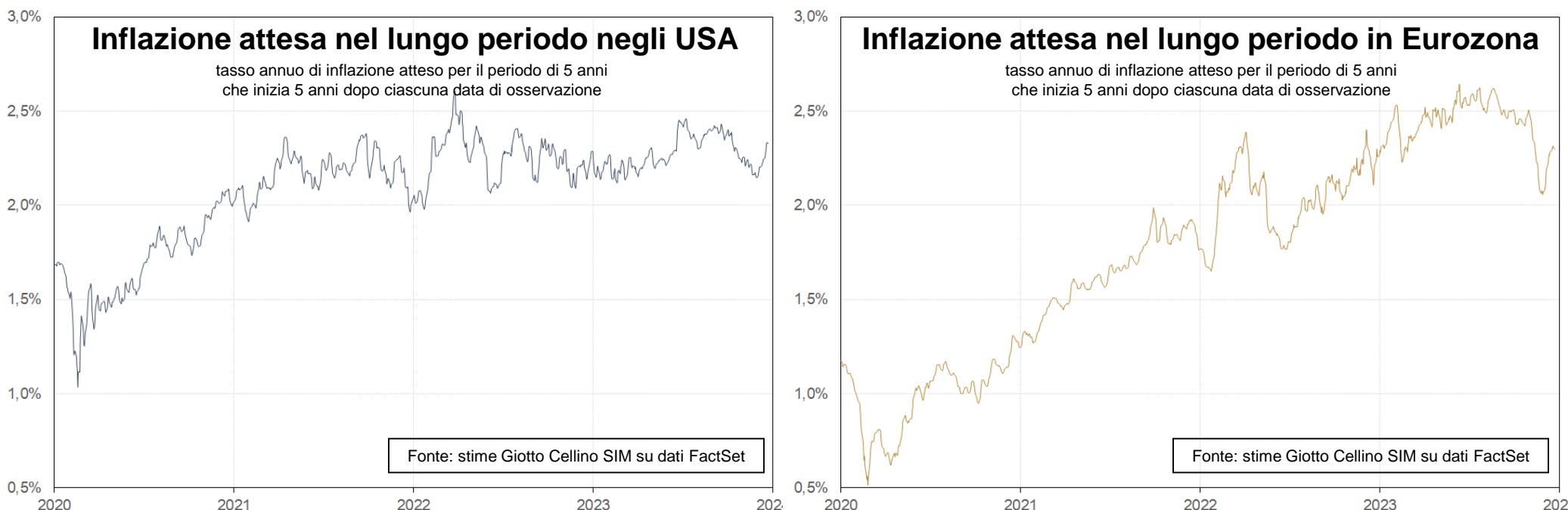
Evoluzione attesa della congiuntura

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



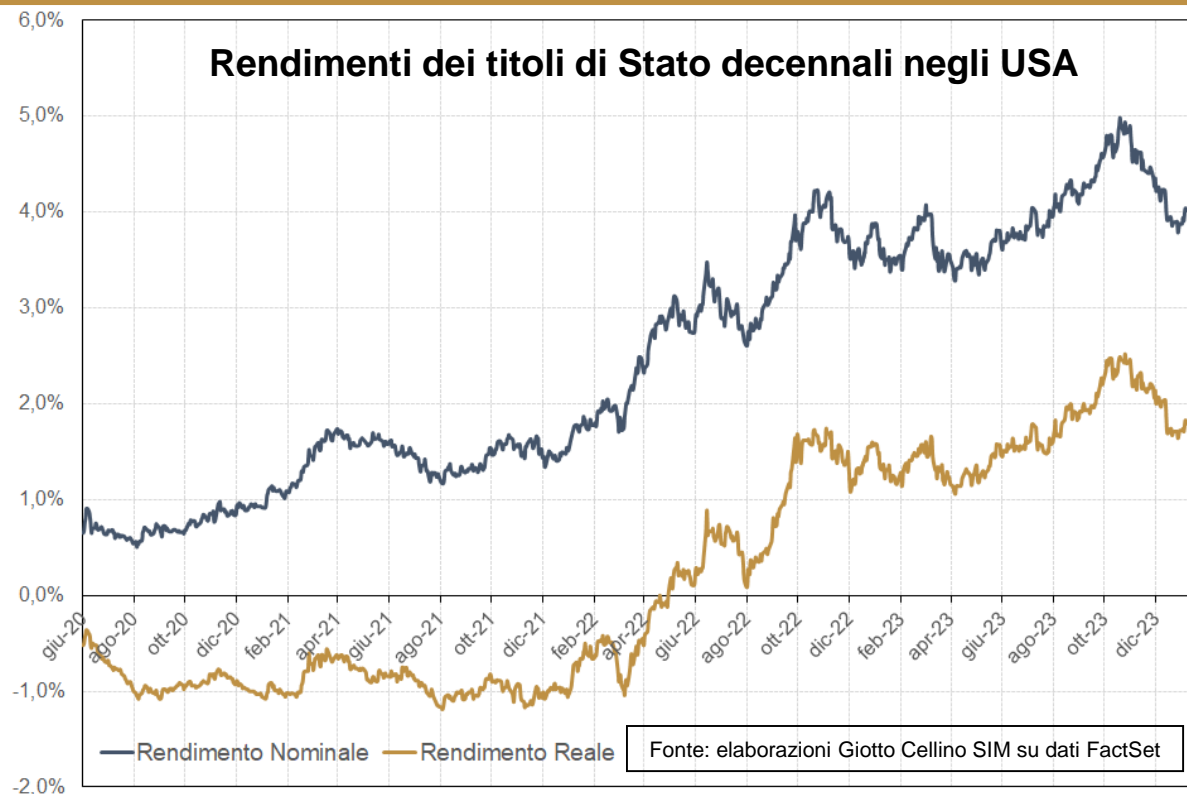
Come si può notare, negli USA le attese di inflazione nel lungo termine si sono stabilizzate da circa due anni, oscillando fra il 2,1% e il 2,4% (ora sono al 2,3%). Più tormentato, invece, l'andamento delle attese di inflazione in Eurozona, cresciute ancora nel corso del 2023 e solo da pochi mesi scese al di sotto del 2,5% (ora si collocano al 2,3%).

Dunque l'inflazione appare domata (soprattutto se, come detto, vi sarà una certa tolleranza per valori leggermente superiori al target) e il massimo dei tassi di interesse dovrebbe trovarsi alle nostre spalle, sia negli USA sia in Eurozona.

Il rimbalzo delle attese registrato recentemente, ben visibile sia negli USA che in Eurozona, è imputabile al potenziale inflazionistico della crisi del mar Rosso e, più in generale, ai rischi di rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche causati dalla crisi mediorientale.

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*).

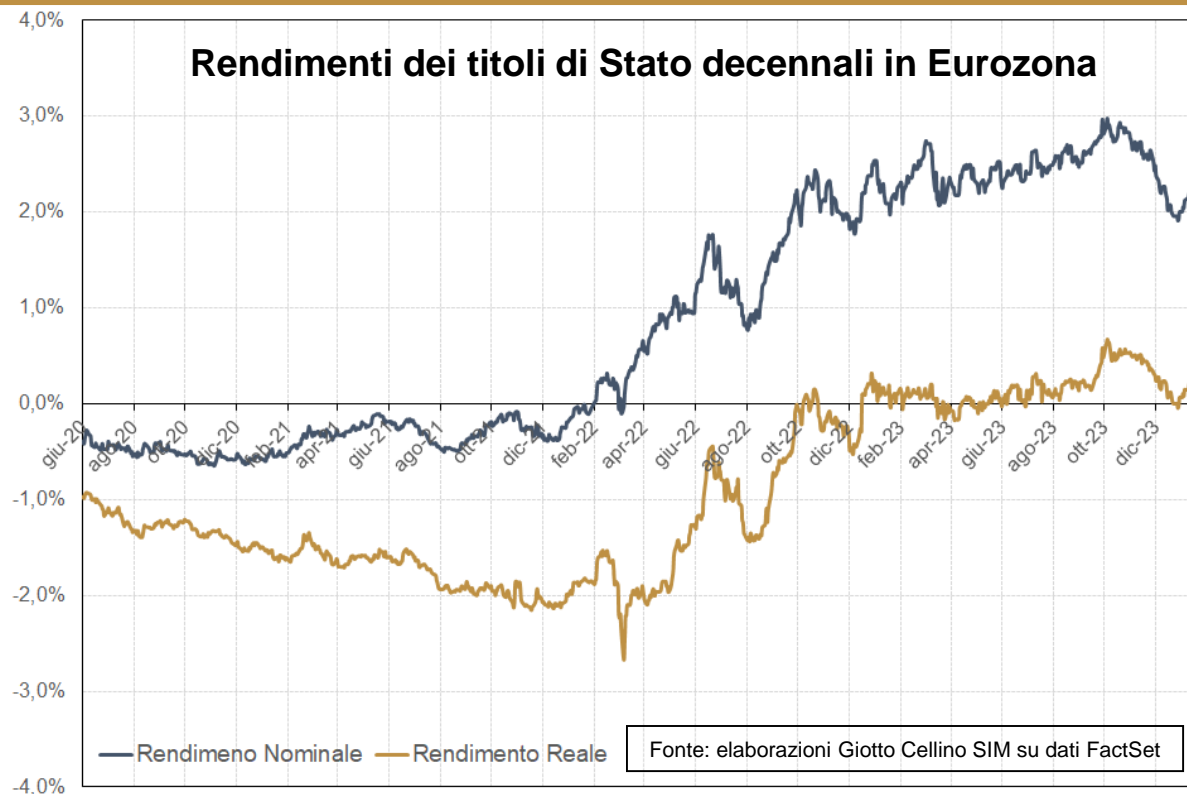
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il rendimento nominale del titolo decennale americano, dopo avere toccato un picco del 5%, è ora al 4,1%, in ulteriore calo rispetto al 4,2% osservato in occasione del precedente Comitato. Il rendimento del TIPS di pari scadenza, pari al 1,8%, è anch'esso inferiore al 2,0% osservato in precedenza e al massimo del 2,5% toccato a metà ottobre.

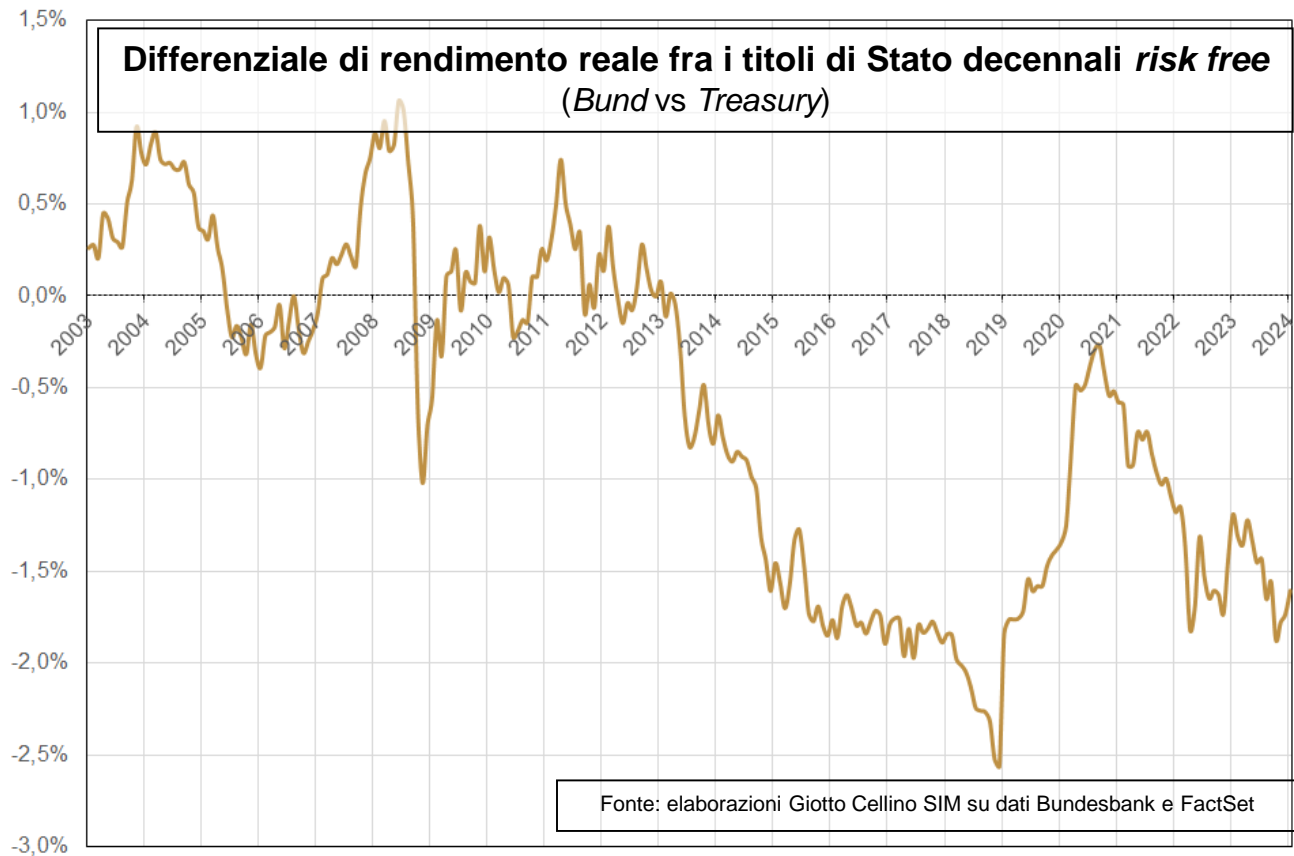
Da circa un anno i rendimenti reali negli USA hanno integralmente recuperato i livelli che si osservavano prima della grande recessione successiva al fallimento di Lehman Brothers e dell'era delle politiche monetarie super espansive che ne è seguita, chiudendo così un'epoca di condizioni finanziarie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

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il rendimento nominale del titolo decennale tedesco risulta pari al 2,3%, in ulteriore flessione rispetto al 2,4% osservato nel precedente Comitato. Risulta invece in lieve rialzo il rendimento del Bund indicizzato all'inflazione di pari scadenza, oggi pari allo 0,3%. Per quanto molto cresciuti negli ultimi 2 anni, 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.**

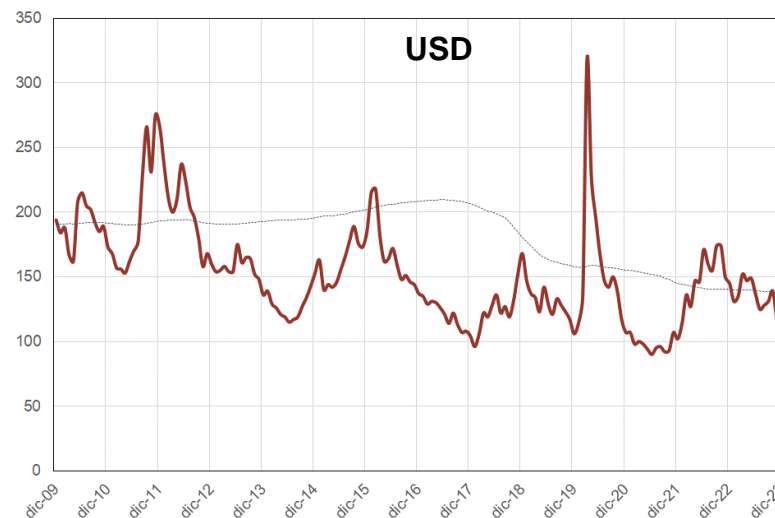
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



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, 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.

Gli spread dei titoli corporate *Investment Grade*



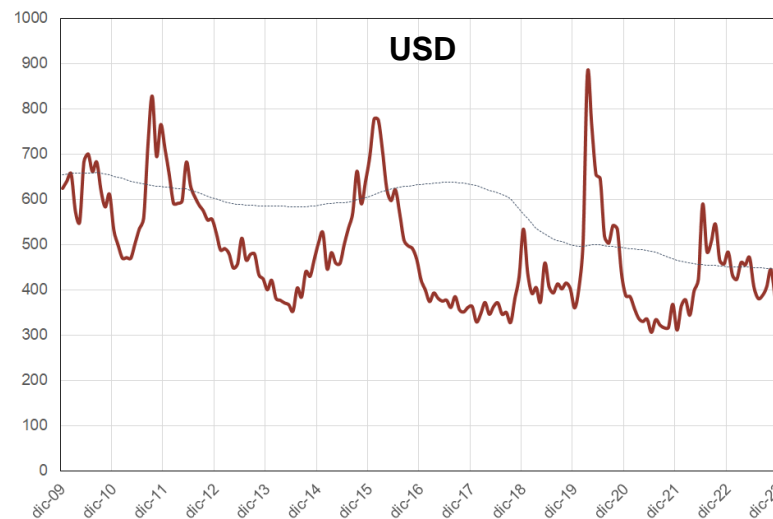
Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

Gli spread delle emissioni corporate *Investment Grade* (IG) si sono drasticamente ridimensionati nelle ultime settimane.

I titoli in euro offrono ora uno spread in linea con la media mobile degli ultimi 10 anni, mentre lo spread dei titoli in USD, oltre ad essere inferiore alla media, è prossimo ai minimi degli ultimi 15 anni.

Gli spread obbligazionari

Gli spread dei titoli corporate *High Yield*

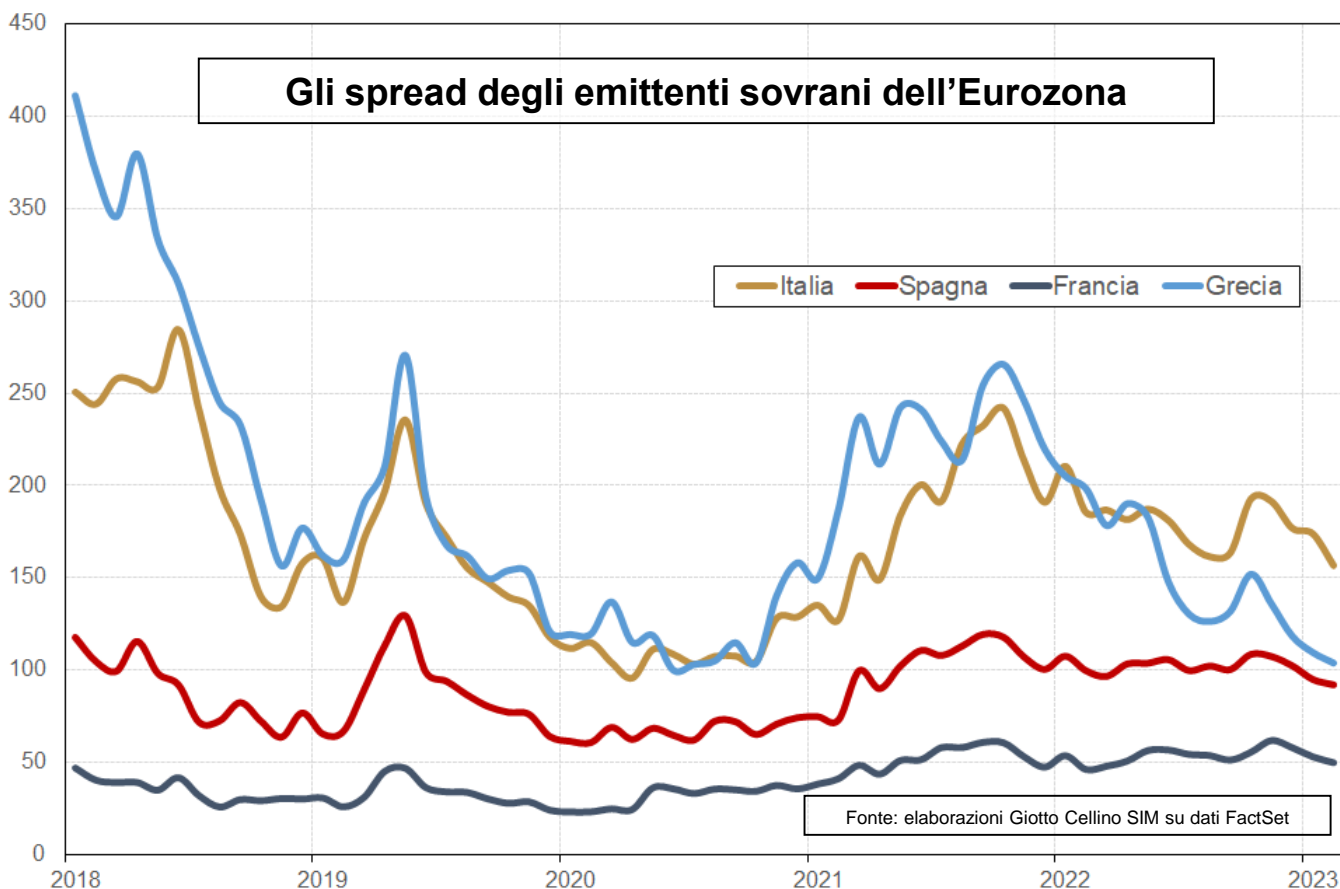


Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

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

Ora i titoli in euro offrono spread leggermente inferiori alla media mentre gli spread di quelli in USD sono prossimi ai minimi degli ultimi 15 anni.

Gli spread obbligazionari



Per quanto attiene agli spread sovrani dell'Eurozona, il differenziale di rendimento italiano, dopo una battuta d'arresto nel corso dell'autunno 2023, ha ripreso la fase di restringimento avviata a fine 2022.

Da qualche mese lo spread italiano risulta il più alto dell'Eurozona, fenomeno che, come già osservato, è in parte ascrivibile a fattori tecnici.

In considerazione della prudenza che continua a caratterizzare l'azione del Governo italiano, ribadiamo 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	2024	2025	2026
Dollaro USA	1,083	1,120	1,150	1,170
Yen giapponese	160,8	154,5	153,0	150,5
Sterlina britannica	0,855	0,874	0,877	0,850
Franco svizzero	0,944	0,980	1,000	1,005
Corona norvegese	11,41	11,00	10,60	10,70
Corona svedese	11,38	11,00	10,70	10,80
Dollaro canadese	1,460	1,470	1,470	-
Dollaro australiano	1,65	1,64	1,62	1,67
Real brasiliano	5,39	5,56	5,87	6,20
Renminbi cinese	7,77	7,89	7,94	-
Lira turca	32,8	38,2	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 (1979-2023)	Excess CAPE Yield	Excess CAPE Yield (medio ultimi 25 anni)
Francia	21,6	21,7	4,6%	7,3%	4,4%	4,4%
Germania	14,9	20,9	6,7%	6,4%	7,1%	4,4%
Italia	16,1	19,7	6,2%	5,5%	6,1%	6,2%
Spagna	14,8	17,4	6,7%	7,2%	6,6%	6,4%
Regno Unito	12,5	16,2	8,0%	4,9%	7,4%	5,6%
Svizzera	21,3	23,9	4,7%	7,3%	4,5%	3,7%
USA	33,2	27,7	3,0%	8,2%	1,7%	2,8%
Giappone	22,1	22,2	4,5%	4,5%	4,9%	4,4%
Cina	10,5	19,0	9,5%	7,7%	8,6%	4,8%

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

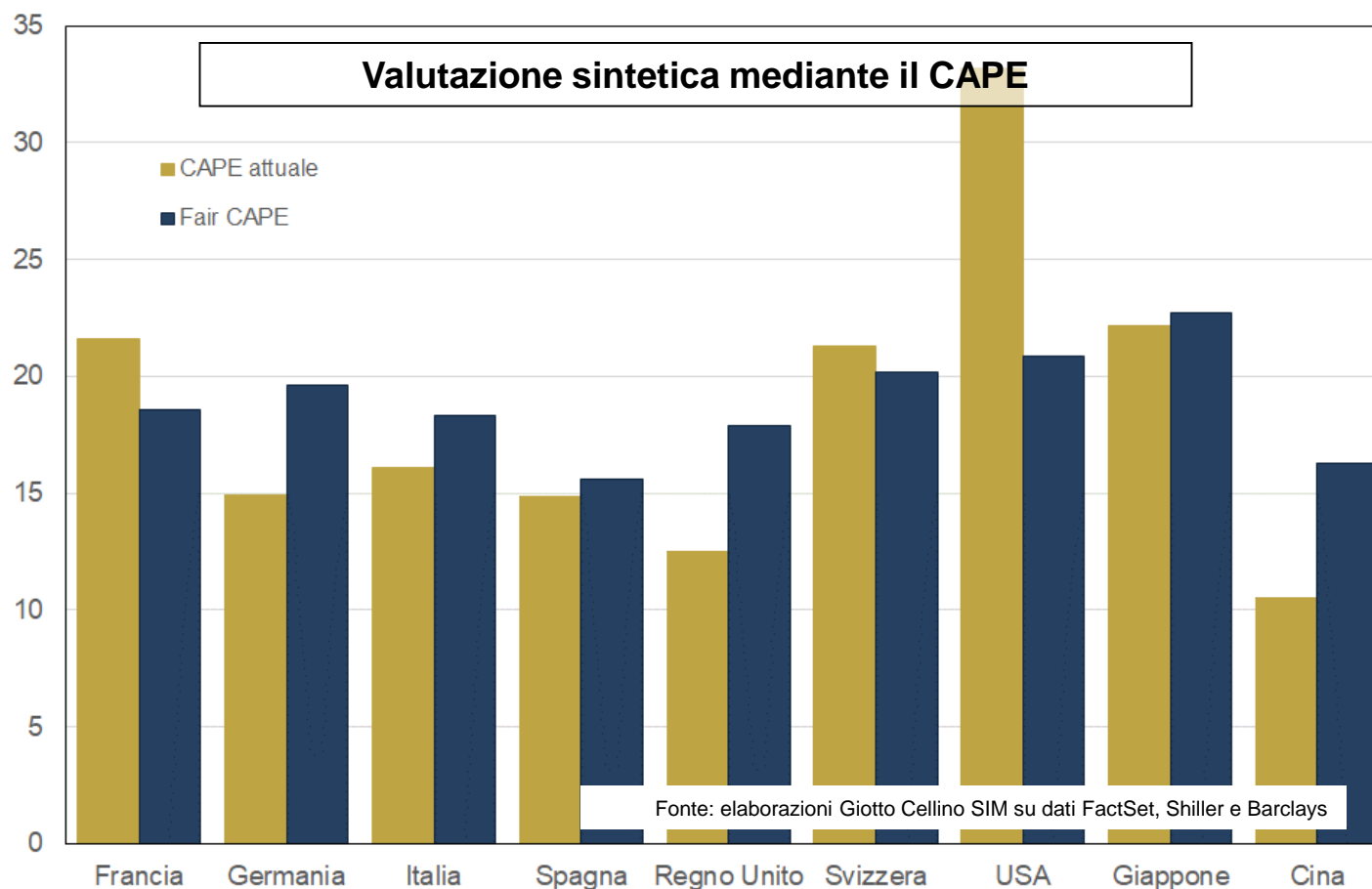
Il rendimento atteso di Italia, Germania e Regno Unito si mantiene al di sopra della media storica, quello spagnolo risulta sostanzialmente in linea mentre Francia e Svizzera presentano valori inferiori. Al di fuori del Vecchio Continente, le valutazioni del mercato cinese prospettano un rendimento atteso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

In 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 in linea con il dato storico, mentre per la Germania è superiore. 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).

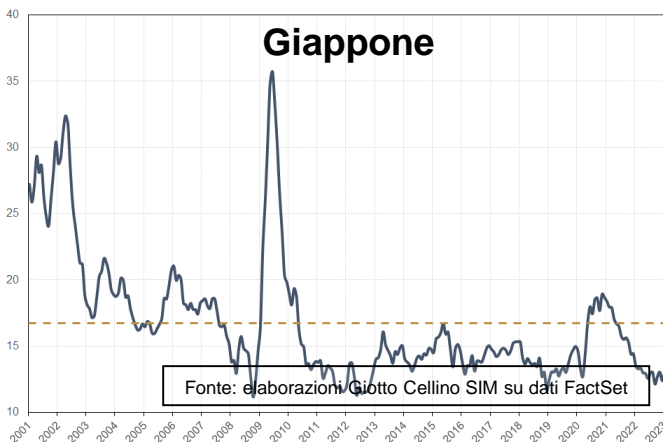
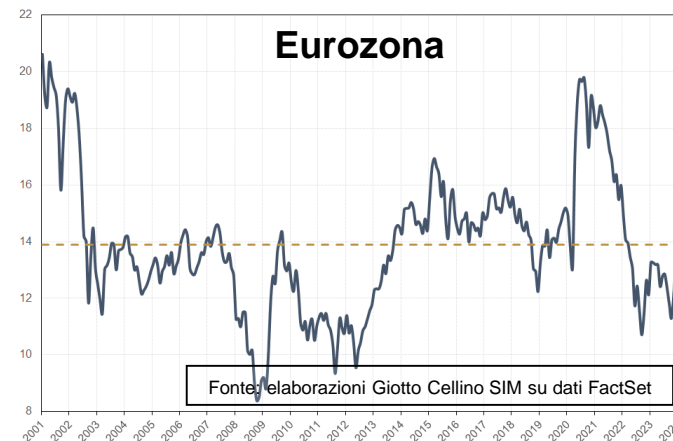
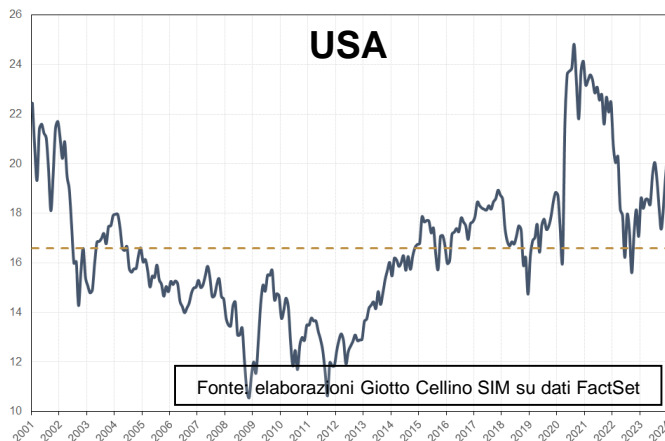
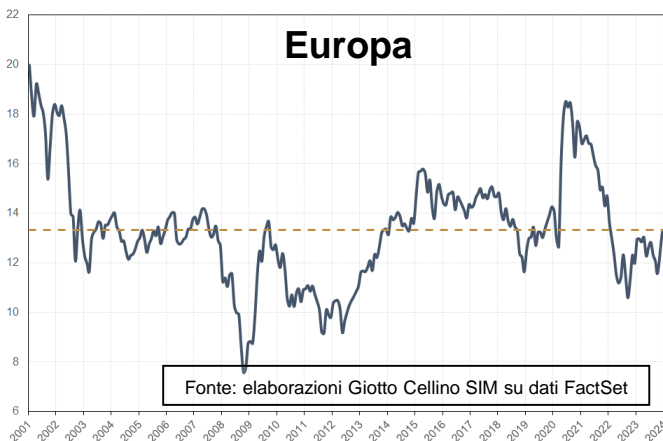
Il rendimento storico del mercato britannico è riferito al periodo 1988-2023, quello del mercato cinese al periodo 2002-2023. Gli ECY medi del mercato giapponese e cinese sono calcolati su dati riferiti, rispettivamente, agli ultimi 18 e agli ultimi 19 anni.



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*.

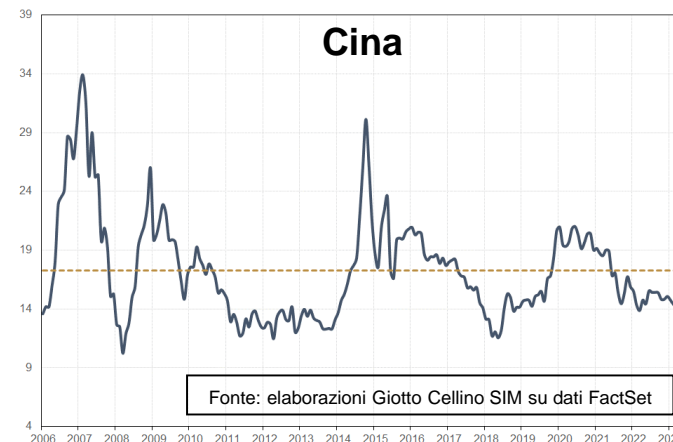
Rapporto prezzo/utile forward

(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.



- Per quanto attiene l'asset allocation azionaria internazionale, sulla base delle valutazioni effettuate tramite il *Fair CAPE*, si rinnova l'invito a **sovrappesare l'Eurozona, il Regno Unito e il Giappone e a sottopesare gli USA**. È immutata anche la **posizione neutrale sui Paesi Emergenti**, fondata sulla 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.
- Su tutti i mercati azionari 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.
- Come evidenziato nel precedente Comitato, **i titoli azionari del settore bancario 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 (HY e IG) esprimono spread in forte calo e per lo più inferiori alle medie storiche. Ne deriviamo che, fra i titoli corporate, **l'asset class più interessante sono le obbligazioni IG in Euro**.
- **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. 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**.

Si conferma, a cavallo fra il 2023 e il 2024, uno scenario di stagnazione in Europa (dove la Germania sta sperimentando una moderata recessione) e di crescita più sostenuta, anche se inferiore al potenziale, negli USA.

Nel 2025 la crescita in Europa e USA dovrebbe riaccelerare, anche grazie al sostegno delle politiche monetarie che sono attese tornare espansive nel corso del 2024. Le stime degli analisti sulla crescita economica cinese si stanno stabilizzando su livelli soddisfacenti, tali da offrire un contributo significativo alla crescita globale.

Per quanto riguarda le previsioni sull'inflazione, questa dovrebbe seguire un percorso che la vede decrescere sia negli USA che in Europa per avvicinarsi, senza raggiungerlo, 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 crisi in Medio Oriente (esacerbata dagli attacchi degli Houthi alle navi che transitano nel Mar Rosso), la guerra in Ucraina (della quale, però, sembra intravedersi una possibile soluzione) 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. Si mantiene il giudizio neutrale 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 anche il giudizio negativo sul listino USA.

A livello settoriale si rinnova il giudizio positivo sulle azioni bancarie e su quelle del comparto energetico. 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	A partire dal 31-dic-23
USA 524,8%	USA 492,8%	USA 418,4%	USA 308,6%	USA 216,5%	USA 180,4%	USA 144,0%	USA 127,8%	USA 127,1%	USA 69,4%	Italia 54,8%	Spagna 25,0%	Italia 34,3%	USA 5,7%
Mondo 282,6%	Mondo 297,5%	Mondo 245,7%	Mondo 192,7%	Mondo 145,5%	Mondo 124,5%	Mondo 100,9%	Mondo 83,6%	Mondo 91,9%	Mondo 48,0%	USA 52,2%	Italia 23,9%	USA 29,8%	Giappone 4,9%
Svizzera 249,4%	Svizzera 259,8%	Svizzera 200,8%	Svizzera 146,5%	Francia 133,2%	Francia 107,7%	Svizzera 93,0%	Svizzera 77,8%	Italia 90,6%	Italia 45,5%	Francia 45,1%	Regno Unito 12,3%	Spagna 25,8%	Mondo 4,0%
Francia 209,9%	Francia 256,9%	Francia 195,2%	Francia 141,7%	Svizzera 115,0%	Svizzera 90,8%	Francia 90,2%	Francia 66,7%	Svizzera 84,3%	Francia 39,3%	Regno Unito 43,2%	Francia 11,8%	Mondo 23,3%	Svizzera 2,0%
Giappone 153,8%	Giappone 186,2%	Giappone 168,3%	Giappone 120,2%	Italia 102,3%	Italia 76,3%	Italia 89,2%	Italia 66,3%	Francia 80,1%	Svizzera 35,5%	Mondo 38,1%	USA 11,4%	Giappone 22,4%	Francia 1,7%
Germania 131,0%	Italia 171,8%	Italia 143,3%	Italia 109,6%	Giappone 100,8%	Giappone 64,0%	Giappone 55,0%	Giappone 41,9%	Giappone 54,5%	Giappone 26,4%	Spagna 36,7%	Giappone 9,2%	Germania 20,9%	Germania 0,9%
Italia 118,4%	Germania 170,8%	Germania 108,2%	Emergenti 66,7%	Germania 59,9%	Emergenti 56,7%	Regno Unito 40,8%	Regno Unito 31,0%	Germania 46,9%	Spagna 19,8%	Svizzera 31,0%	Mondo 7,8%	Francia 20,1%	Regno Unito 0,4%
Regno Unito 112,6%	Regno Unito 111,1%	Regno Unito 85,9%	Germania 64,4%	Regno Unito 49,3%	Germania 45,4%	Spagna 36,5%	Spagna 21,7%	Regno Unito 45,2%	Germania 18,5%	Giappone 19,9%	Svizzera 1,2%	Svizzera 15,2%	Italia 0,2%
Spagna 72,1%	Spagna 87,5%	Spagna 81,8%	Regno Unito 61,0%	Emergenti 49,1%	Regno Unito 45,0%	Germania 36,4%	Germania 20,9%	Spagna 37,4%	Regno Unito 17,7%	Germania 15,0%	Germania 1,0%	Regno Unito 10,7%	Emergenti -1,0%
Emergenti 54,0%	Emergenti 82,1%	Emergenti 55,9%	Spagna 43,6%	Spagna 31,9%	Spagna 39,9%	Emergenti 36,3%	Emergenti 12,7%	Emergenti 25,1%	Emergenti 3,3%	Emergenti -5,1%	Emergenti -9,8%	Emergenti 5,5%	Spagna -1,9%

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 gennaio 2024.
La data di riferimento del precedente comitato è il 15 dicembre 2023.