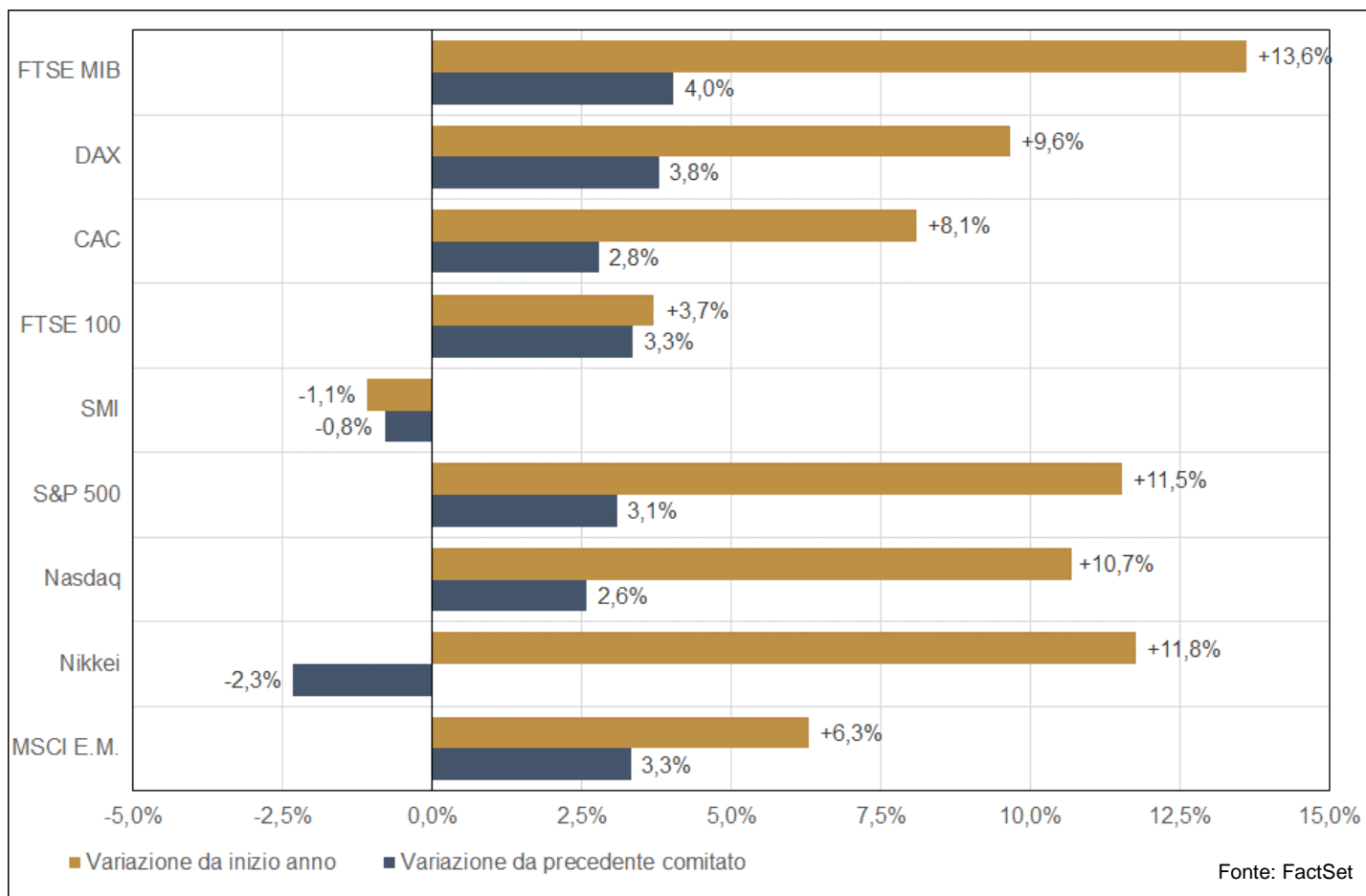




## **Analisi per il Comitato Investimenti**

**8 aprile 2024**

## Andamento dei principali indici azionari (dati in euro)

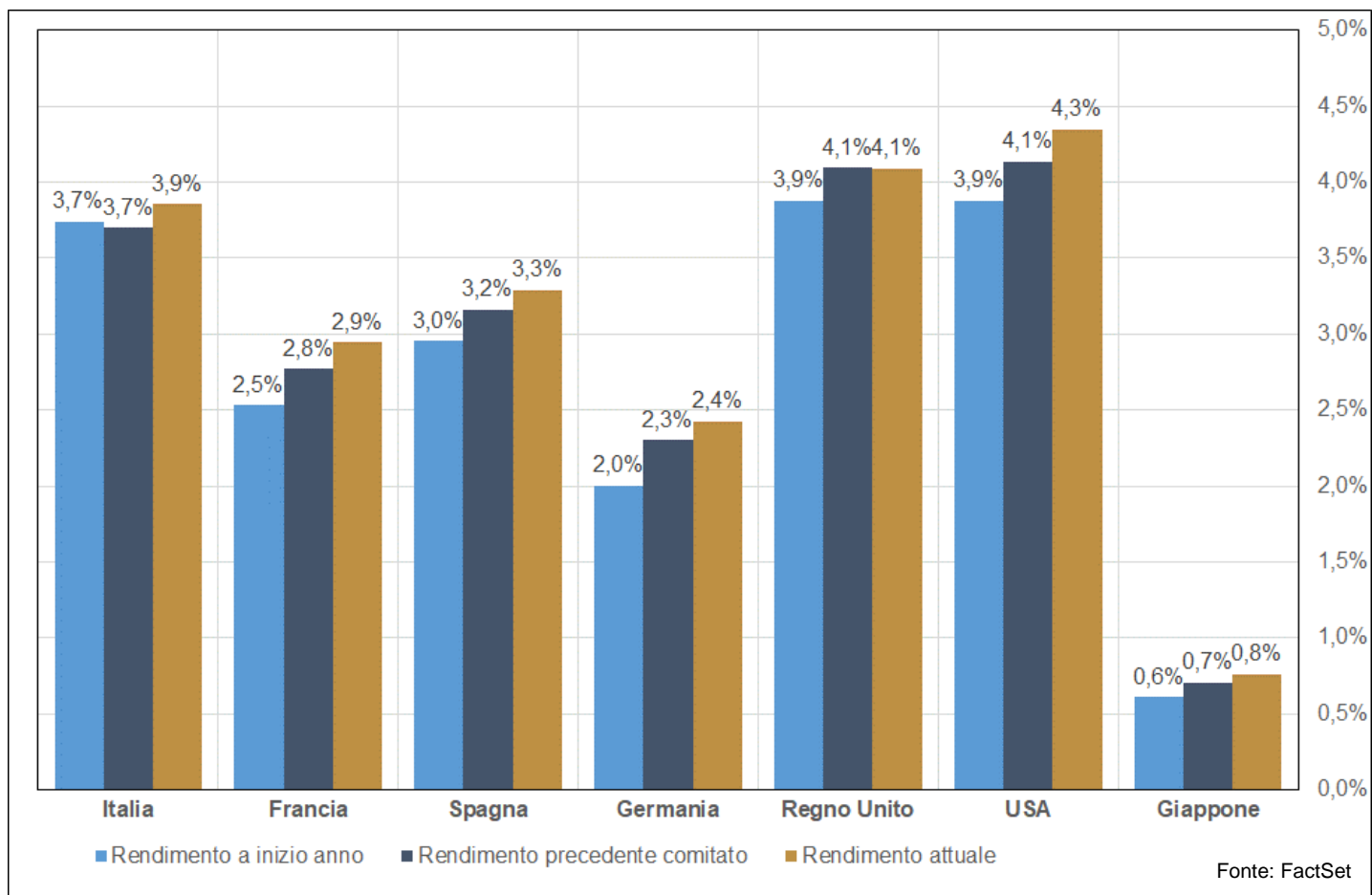


## Andamento dei principali indici settoriali da inizio anno (settori dell'indice FactSet World, dati in valuta locale)

	Francia	Germania	Italia	Spagna	Regno Unito	Svizzera	USA	Giappone
Commercial Services	+5,2%	+1,9%	+9,6%	-12,9%	+3,3%	-2,7%	+6,0%	-5,8%
Communications	+2,5%	-0,1%	-16,4%	-2,8%	-5,9%	-3,9%	+3,9%	+2,4%
Consumer Durables	+9,8%	+13,7%	+18,9%	+10,7%	-3,9%	+1,8%	-18,5%	+14,4%
Consumer Non-Durable	+5,1%	-2,3%	+5,2%	-6,0%	-1,8%	-7,5%	+1,1%	-3,3%
Consumer Services	+9,4%	+10,9%	+3,2%	+6,5%	+2,9%	+10,7%	+3,9%	-7,9%
Distribution Services	+7,2%	-8,6%	-2,0%	+1,8%	-3,6%	-5,5%	+13,6%	+13,3%
Electronic Technology	+11,9%	+6,7%	+26,4%	-22,6%	+19,4%	-11,8%	+12,3%	+1,2%
Energy Minerals	+6,6%	+7,2%	-2,8%	+15,9%	+6,2%	+0,0%	+16,4%	+19,7%
Finance	+4,5%	+6,6%	+22,8%	+20,4%	+1,0%	-0,3%	+6,8%	+10,7%
Health Services	-31,6%	+0,4%	+3,0%	+4,4%	-18,7%	-16,4%	-3,2%	-14,6%
Health Technology	+2,9%	-4,6%	-1,1%	-23,4%	+2,5%	-5,4%	+7,2%	-1,9%
Industrial Services	+3,8%	-2,4%	+40,6%	-2,6%	+6,7%	-0,6%	+13,3%	+2,6%
Non-Energy Minerals	+14,4%	+6,3%	+17,1%	-5,4%	-4,5%	+14,2%	+15,3%	+4,9%
Process Industries	+4,9%	+5,3%	+0,7%	+1,8%	+3,0%	-8,4%	+5,9%	+2,7%
Producer Manufacturing	+8,2%	+2,5%	+4,2%	-4,0%	-1,7%	+0,8%	+15,8%	+14,3%
Retail Trade	-13,9%	-6,0%	+6,3%	+15,5%	-7,4%	+3,1%	+12,3%	+7,1%
Technology Services	-3,6%	+20,4%	-7,6%	-9,3%	+1,2%	-25,0%	+10,6%	-4,2%
Transportation	+0,4%	-9,6%	+10,7%	+7,5%	+5,9%	-13,4%	+8,1%	-7,9%
Utilities	-2,2%	-11,0%	-9,3%	-12,4%	-4,9%	-13,5%	+3,6%	+6,7%

Fonte: FactSet

## Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni



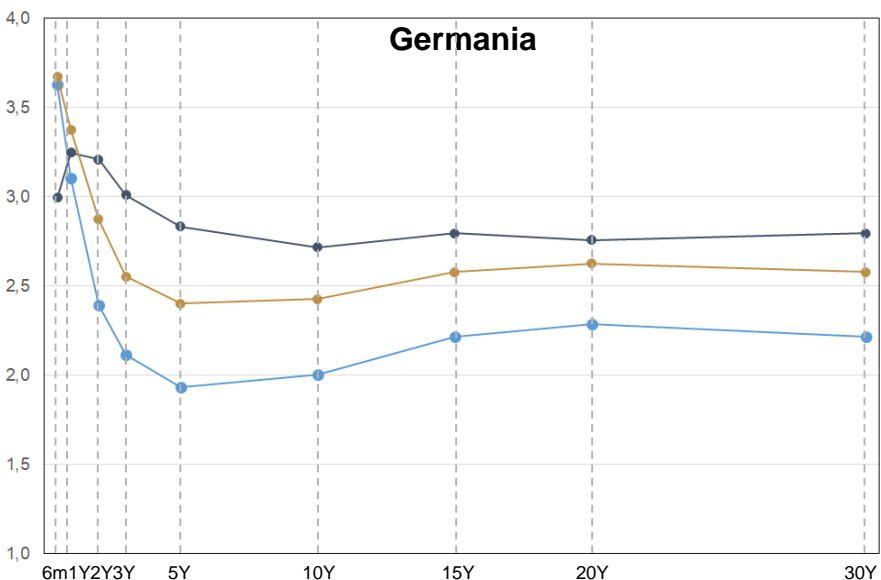
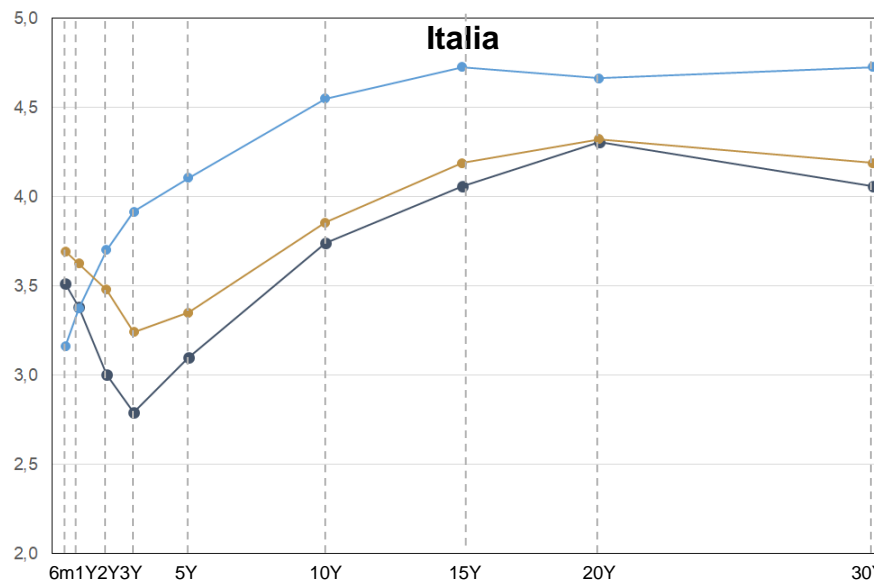
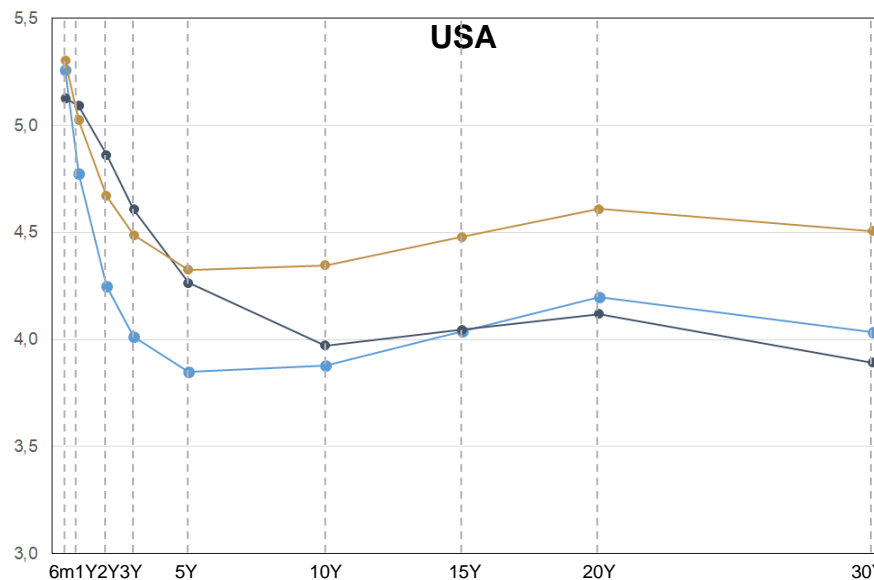
# Andamento dei mercati da inizio anno

## Struttura a termine dei rendimenti negli USA, in Germania e in Italia

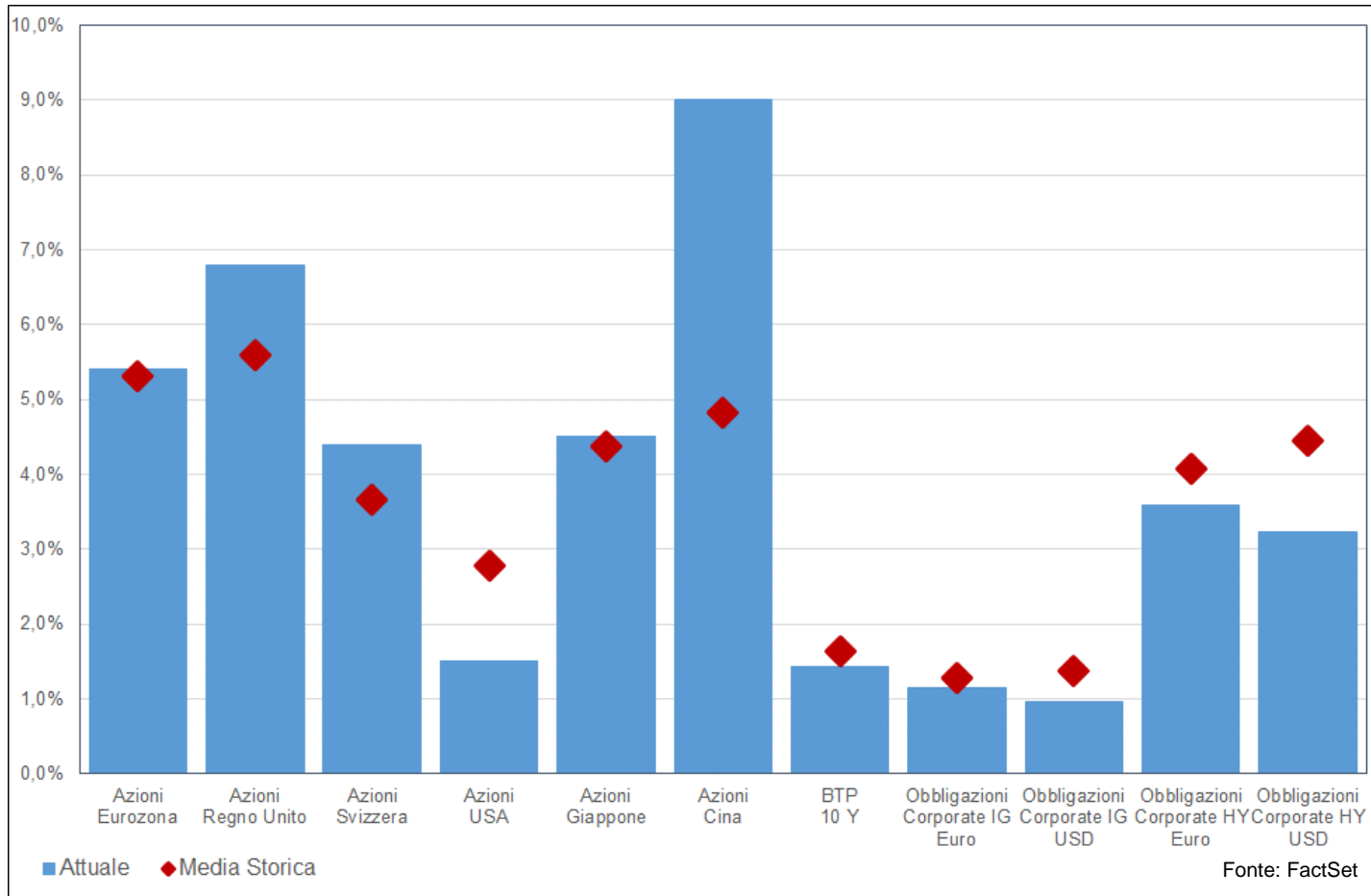
(Fonte: FactSet)

### Legenda:

- Inizio anno
- Precedente comitato
- Attuale

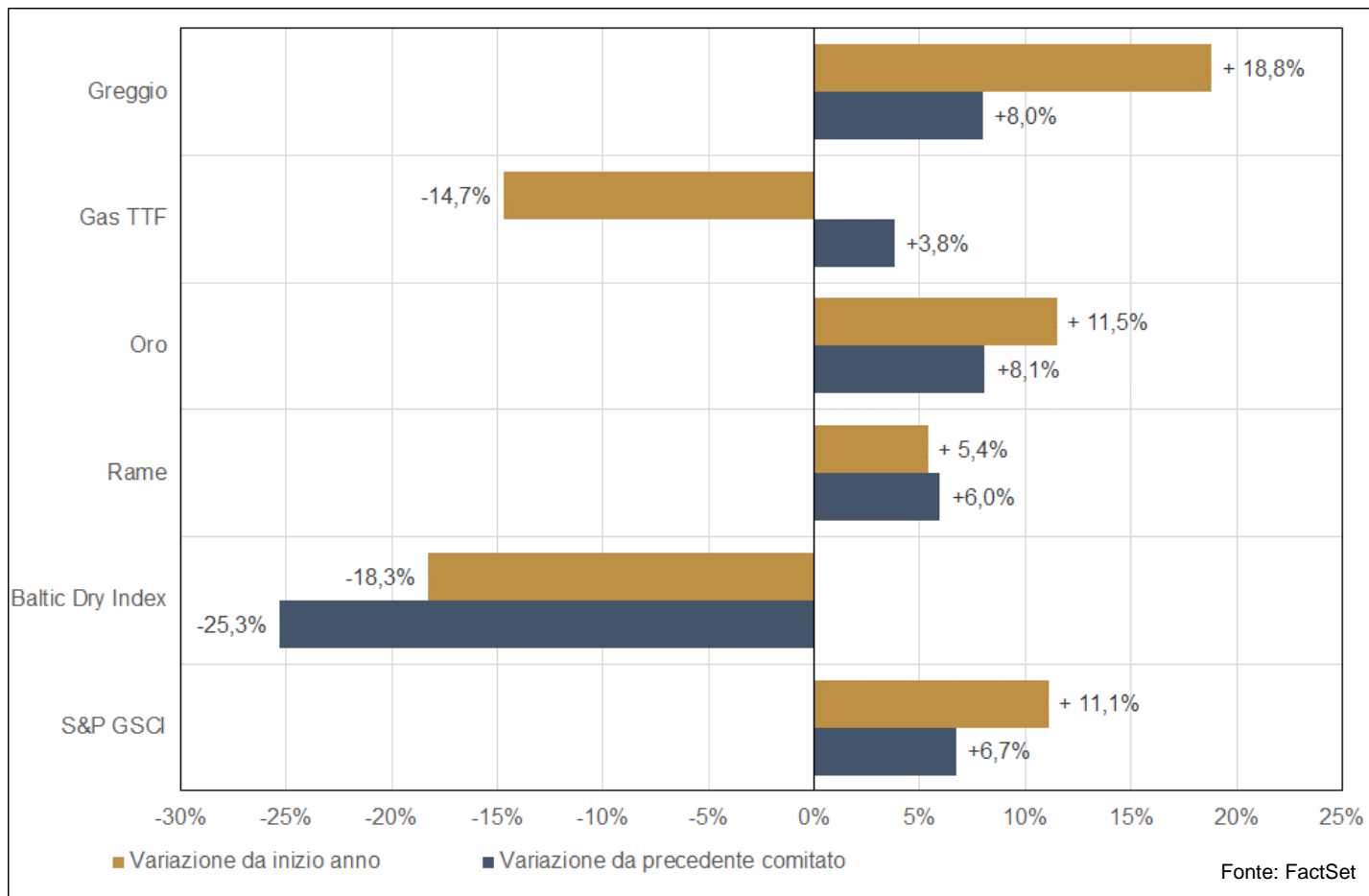


## Premi per il rischio

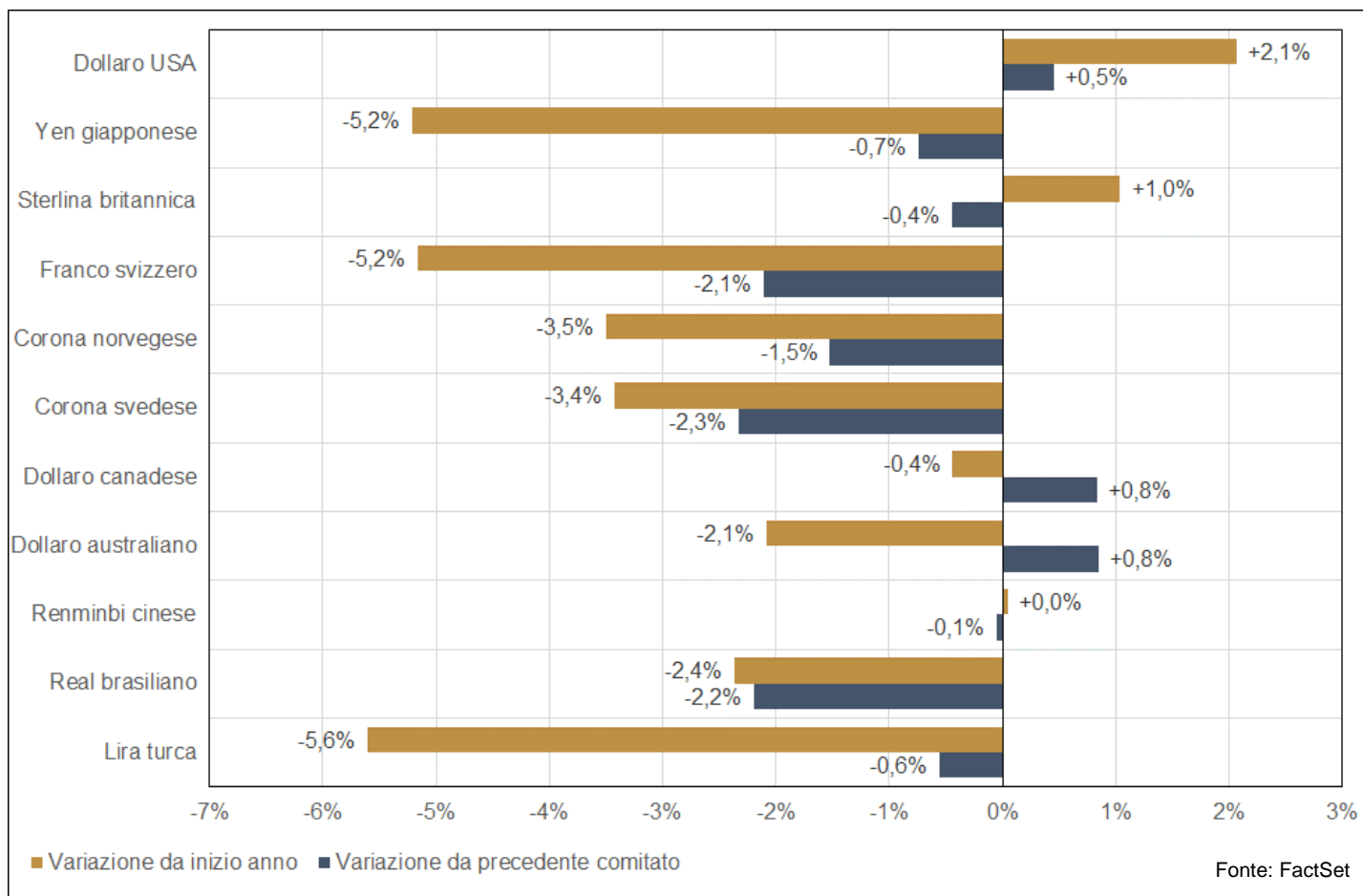


## Variazione dei prezzi di alcune materie prime e indici relativi

(dati in dollari USA)



## Tassi di cambio dell'Euro





# Evoluzione attesa della congiuntura

	Crescita del PIL (*)			Inflazione (*) (CPI)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
<b>Eurozona</b>	0,5% =	1,4% ↓	1,5%	2,3% ↓	2,1% =	1,9%
Francia	0,7% =	1,3% =	1,0%	2,6% ↑	2,0% ↑	2,1%
Germania	0,1% ↓	1,3% =	1,3%	2,5% =	2,0% =	2,2%
Italia	0,6% =	1,2% =	1,0%	1,9% ↑	2,0% =	2,1%
Spagna	1,7% ↑	2,1% ↑	1,9%	3,1% ↑	2,3% ↑	2,2%
<b>Regno Unito</b>	0,3% ↓	1,2% =	1,7%	2,8% =	2,1% =	2,1%
<b>USA</b>	2,1% ↑	1,8% ↑	2,0%	2,7% ↑	2,3% =	2,3%
<b>Giappone</b>	0,7% ↓	1,0% =	1,1%	2,3% ↑	1,6% =	1,8%
<b>Brasile</b>	1,7% ↑	2,0% =	2,6%	3,8% =	3,5% ↓	3,5%
<b>Cina</b>	4,6% =	4,3% =	4,0%	0,9% ↓	1,7% =	2,0%
<b>India</b>	6,6% ↑	6,6% ↑	6,3%	4,7% ↓	4,6% ↑	4,6%
<b>Russia</b>	2,0% ↑	1,3% ↑	1,0%	6,5% ↑	4,5% =	4,8%

Fonte: FactSet

Stando al consenso, l'Europa e il Giappone sperimenteranno nel corso del 2024 un rallentamento della crescita, cui seguirà una significativa accelerazione nel 2025 e 2026. Negli USA, in virtù delle ottime attese di crescita per il 2024, non si osserva alcuna accelerazione negli anni seguenti, per i quali le attese di crescita risultano anzi leggermente inferiori. Una traiettoria analoga a quella USA è attesa anche nelle

principali economie emergenti.

Per quanto riguarda l'inflazione, in Europa e negli USA le previsioni sulla discesa dell'inflazione si stanno stabilizzando: nel 2025, in Eurozona e nel Regno Unito dovrebbe scendere al 2,1%, mentre negli USA dovrebbe fermarsi al 2,3%.

Nel 2026, la sola Eurozona dovrebbe sperimentare un ulteriore discesa che la porterebbe al di sotto del 2%.

Come più volte osservato, secondo numerosi osservatori nei prossimi anni le banche centrali potrebbero mostrarsi più morbide e tollerare livelli di inflazione superiori al 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, intrinsecamente inflazionistico, della de-globalizzazione ([«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 (*)				
	IV trimestre 2023	I trimestre 2024	II trimestre 2024	III trimestre 2024	IV trimestre 2024
<b>Eurozona</b>	0,0% =	0,1% =	0,2% =	0,3% =	0,3% =
Francia	0,1% =	0,1% ↓	0,2% =	0,3% =	0,3% ↓
Germania	-0,3% =	-0,1% ↓	0,1% ↓	0,2% ↓	0,3% ↓
Italia	0,2% =	0,1% ↓	0,2% =	0,3% =	0,2% ↓
Spagna	0,6% =	0,3% =	0,4% ↑	0,4% =	0,4% =
<b>Regno Unito</b>	-0,3% =	0,1% =	0,2% ↑	0,2% ↓	0,3% ↑
<b>USA</b>	3,4% ↑	2,0% ↑	1,1% ↑	1,1% =	1,5% =
<b>Giappone</b>	0,4% ↑	1,1% ↑	2,0% ↑	1,5% ↑	1,2% =
<b>Brasile</b>	0,0% =	0,7%	0,5%	0,6%	0,7%
<b>Cina</b>	1,0% =	1,2% ↑	0,9% ↓	1,3% ↑	1,0% ↓
<b>India</b>	8,4% =	6,0% ↑	5,7% ↓	7,2% ↓	6,8% =

Fonte: FactSet

(\*) I tassi di crescita di USA e India sono annualizzati. 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

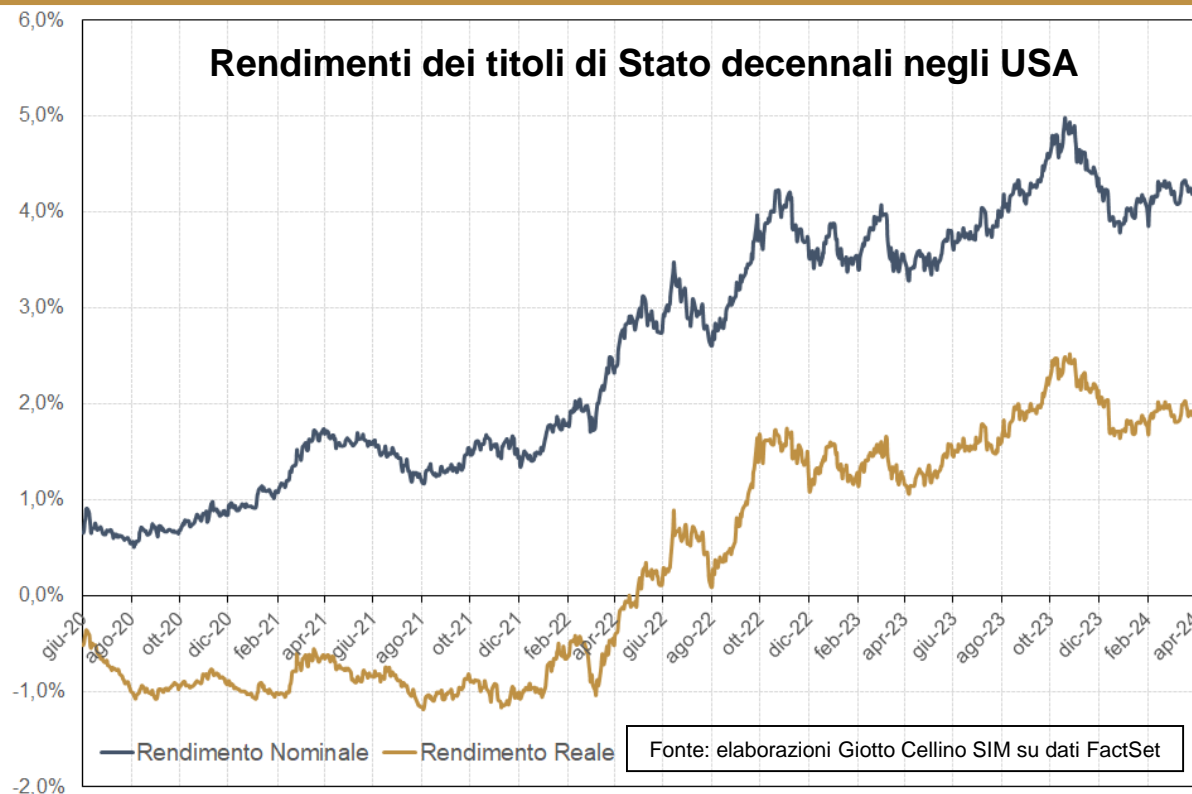


Come si può notare, negli USA le attese di inflazione nel lungo termine si sono stabilizzate da oltre due anni, oscillando fra il 2,1% e il 2,4% (ora sono al 2,2%). Più tormentato, invece, l'andamento delle attese di inflazione in Eurozona, cresciute ancora nel corso del 2023 e solo da qualche mese scese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

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 si trova quasi certamente alle nostre spalle, sia negli USA sia in Eurozona.

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*).

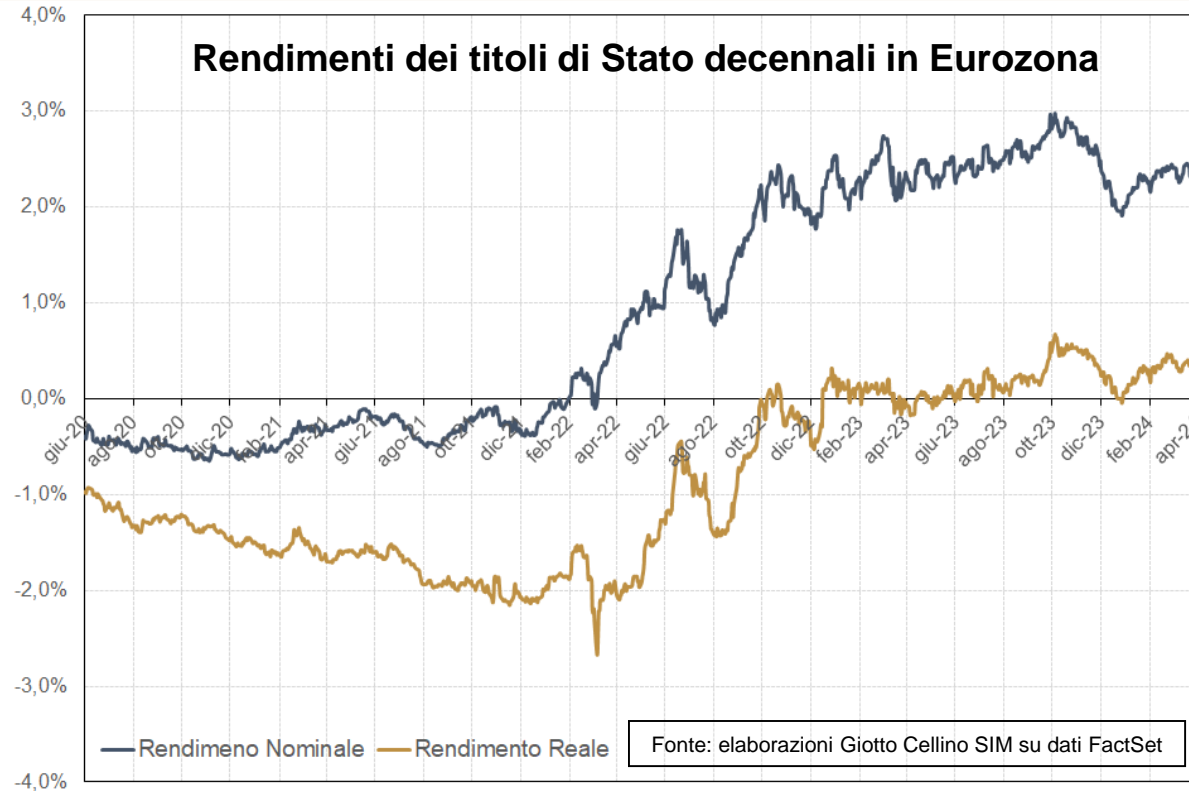
## Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il rendimento nominale del titolo decennale americano, dopo avere toccato un picco del 5%, è ora al 4,3%, in crescita rispetto al 4,1% osservato in occasione del precedente Comitato. Anche il rendimento del TIPS di pari scadenza, pari al 2,0%, risulta superiore all'1,8% osservato in precedenza.

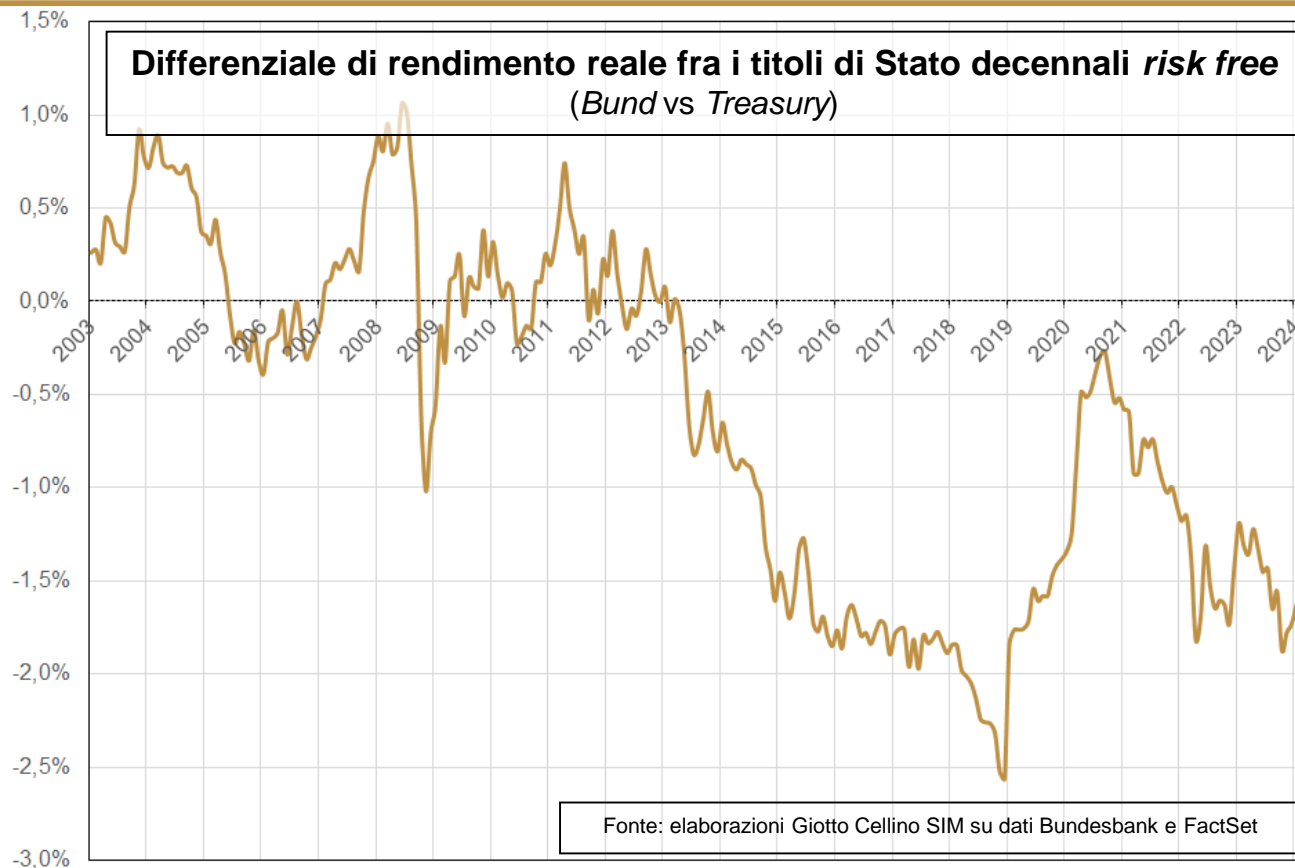
Da oltre un anno i rendimenti reali negli USA hanno integralmente recuperato i livelli che si osservavano prima della grande recessione successiva al fallimento di Lehman Brothers e dell'era delle politiche monetarie super espansive che ne è seguita, chiudendo così un'epoca di condizioni finanziarie 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 2,4%, anch'esso, come quello USA, in crescita rispetto al 2,3% osservato in occasione del precedente Comitato. Fermo allo 0,3%, invece, il rendimento del Bund indicizzato all'inflazione di pari scadenza. 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

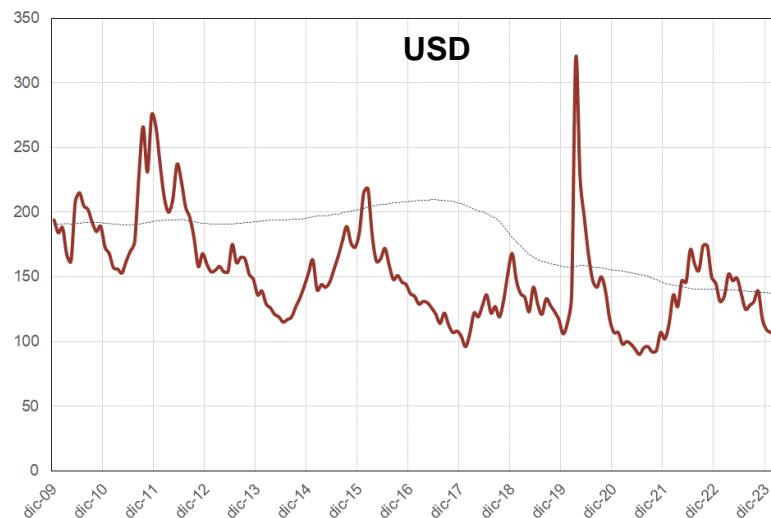
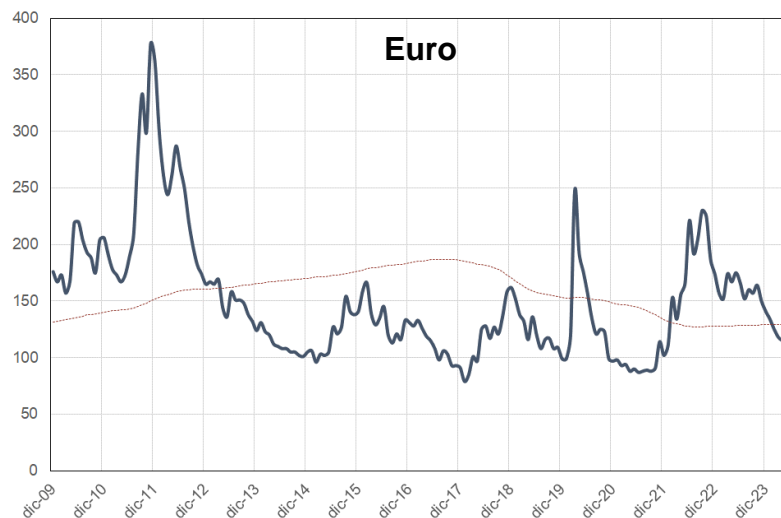


La contrapposizione fra i rendimenti reali USA tornati alla normalità e quelli dell'Eurozona ancora lontani da essa è ben rappresentata dal differenziale di rendimento reale tra *Bund* e *Treasury* decennali. Questo indicatore, che monitoriamo da tempo, è sceso stabilmente in area negativa dopo il 2013. [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 obbligazionari

## Gli spread dei titoli corporate *Investment Grade*

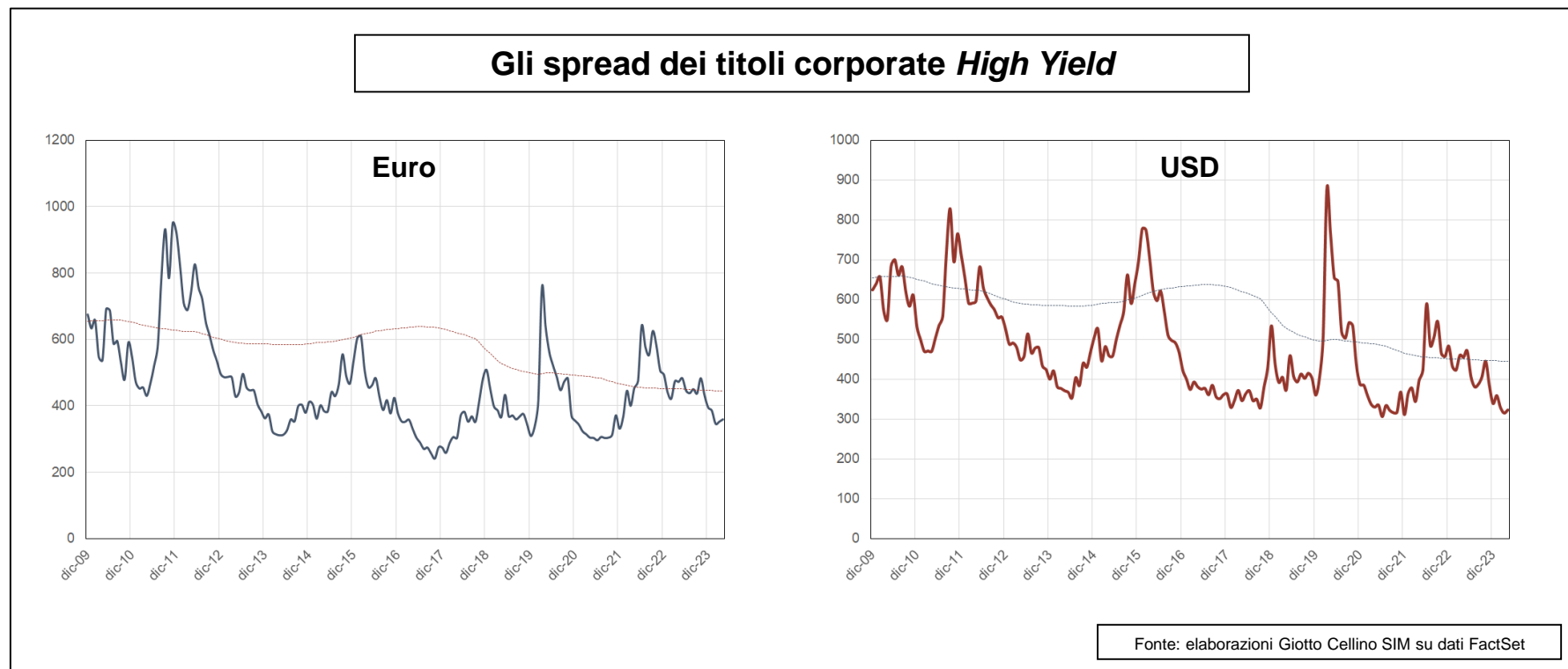


Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

Gli spread delle emissioni corporate *Investment Grade* (IG) sono in continua discesa oramai da mesi.

Anche lo spread offerto dai titoli in euro è oramai sceso al di sotto della media mobile degli ultimi 10 anni, mentre quello dei titoli in USD, oltre ad essere inferiore alla media, ha raggiunto il minimo degli ultimi 15 anni.

# Gli spread obbligazionari

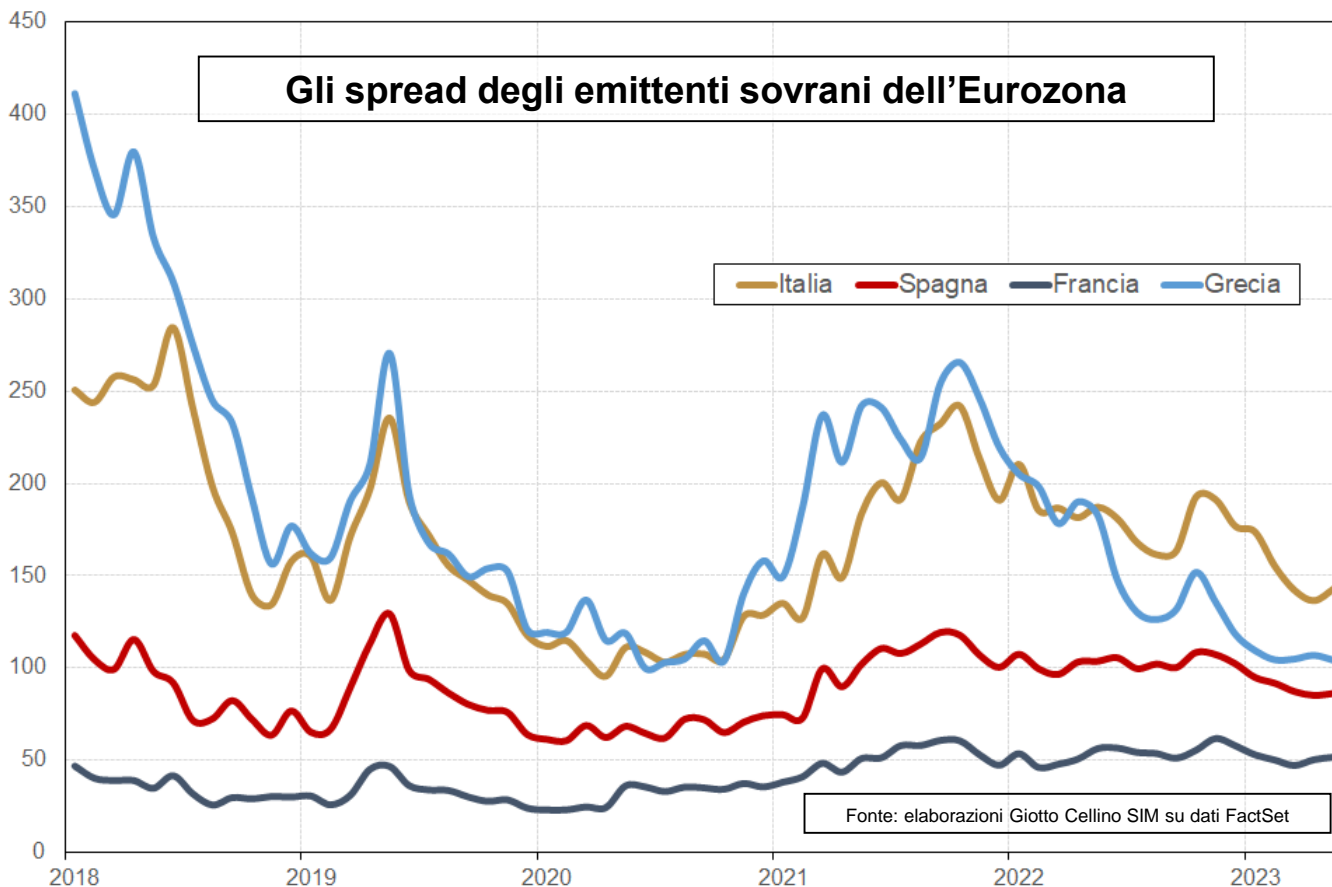


Anche gli spread delle obbligazioni *High Yield* (HY) mostrano una costante tendenza al restringimento.

Sia i titoli in euro sia quelli in USD offrono spread significativamente inferiori alla media. In particolare, lo spread dei titoli HY in USD ha raggiunto il minimo degli ultimi 15 anni.



## Gli spread obbligazionari



Per quanto attiene agli spread sovrani dell'Eurozona, i differenziali di rendimento dei paesi considerati a rischio proseguono 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 e del fatto che il maggior premio offerto dai BTP, come detto, non è solo espressione di un'oggettiva maggiore rischiosità, ribadiamo il giudizio positivo sui titoli emessi dal Tesoro.

## Le attese del consenso sui tassi di cambio dell'Euro

	Corrente	2024	2025	2026
Dollaro USA	1,082	1,110	1,140	1,135
Yen giapponese	164,3	156,6	153,0	163,0
Sterlina britannica	0,858	0,875	0,890	0,890
Franco svizzero	0,980	0,980	1,000	0,970
Corona norvegese	11,62	10,95	10,83	10,80
Corona svedese	11,53	11,00	10,90	10,58
Dollaro canadese	1,463	1,490	1,480	1,508
Dollaro australiano	1,65	1,65	1,66	-
Real brasiliano	5,50	5,46	5,76	5,85
Renminbi cinese	7,83	7,94	7,99	-
Lira turca	34,6	37,8	54,6	-

Fonte: FactSet

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

	CAPE (31/03/2024)	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)
<b>Francia</b>	23,8	21,7	4,2%	7,3%	3,8%	4,4%
<b>Germania</b>	16,1	20,9	6,2%	6,4%	6,5%	4,4%
<b>Italia</b>	18,2	19,7	5,5%	5,5%	5,2%	6,2%
<b>Spagna</b>	16,2	17,4	6,2%	7,2%	6,0%	6,4%
<b>Regno Unito</b>	13,3	16,2	7,5%	4,9%	6,8%	5,6%
<b>Svizzera</b>	22,2	23,9	4,5%	7,3%	4,4%	3,7%
<b>USA</b>	34,4	27,7	2,9%	8,2%	1,5%	2,8%
<b>Giappone</b>	24,0	22,2	4,2%	4,5%	4,5%	4,4%
<b>Cina</b>	10,6	19,0	9,5%	7,6%	9,0%	4,8%

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

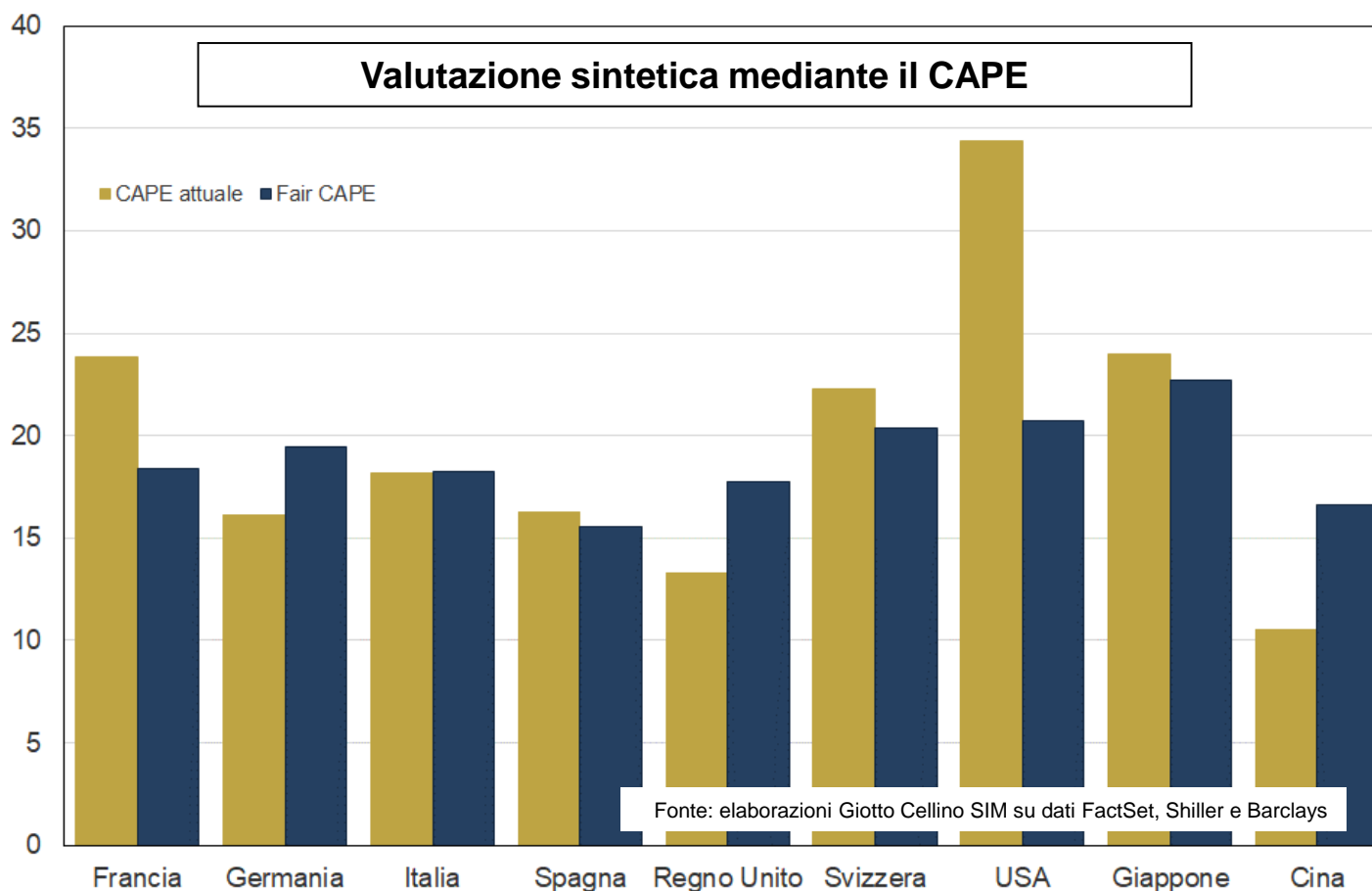
Il rendimento atteso del Regno Unito si mantiene al di sopra della media storica, quello tedesco e l'italiano sono in linea mentre Spagna, Francia e Svizzera presentano valori decisamente inferiori. Al di fuori del Vecchio Continente, le valutazioni del mercato cinese prospettano un rendimento atteso superiore al dato storico, in Giappone le attese sono leggermente inferiori 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. In Italia l'ECY è inferiore al dato storico, in Spagna appare in linea con esso, 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).

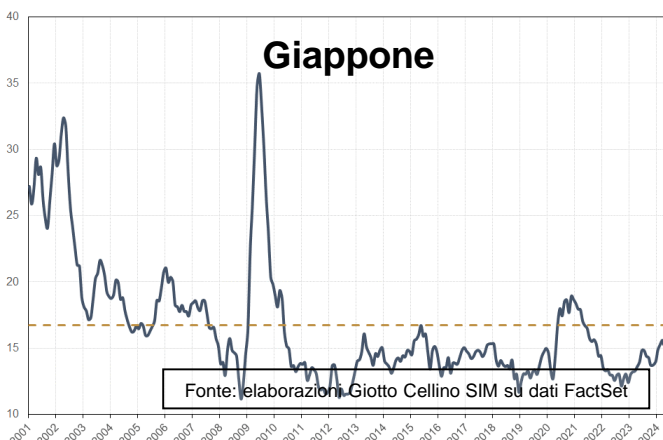
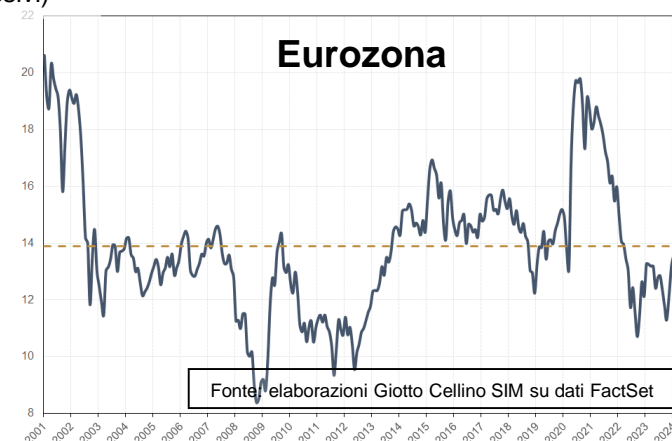
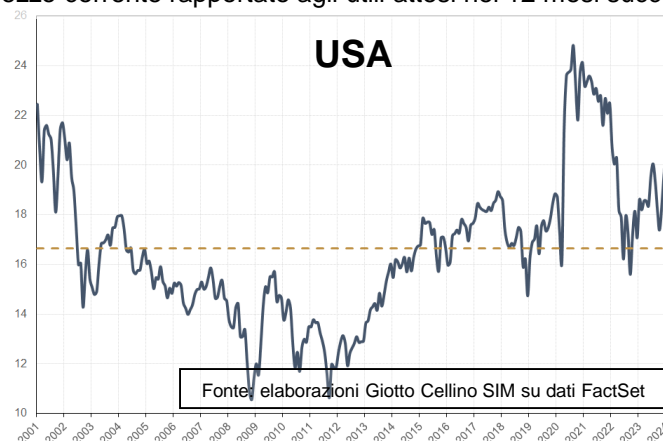
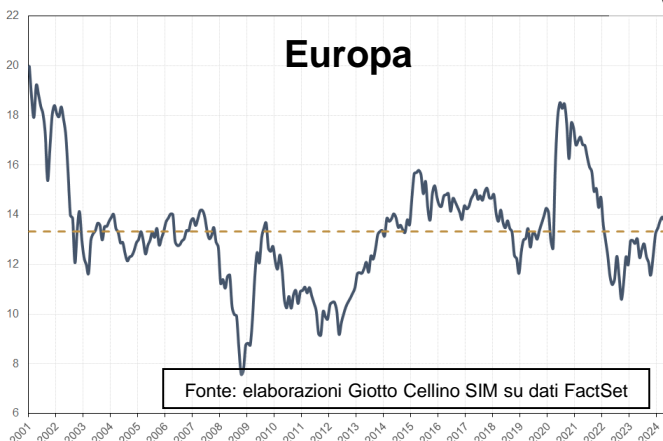
Il rendimento storico del mercato britannico è riferito al periodo 1988-2023, quello del mercato cinese al periodo 2002-2023. Gli ECY medi del mercato giapponese e cinese sono calcolati su dati riferiti, rispettivamente, agli ultimi 18 e agli ultimi 19 anni.



Il *fair CAPE* elaborato da Giotto Cellino 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.

L'analisi conduce ad esiti per lo più concordanti con quelli ottenuti dal CAPE: l'Eurozona e la Cina quotano a livelli inferiori alla media storica (linea tratteggiata), l'Europa è in linea con tale media, 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. Il Giappone, che dal punto di vista del CAPE sembrerebbe correttamente valutato, risulta invece, da questo punto di vista, ancora sottovalutato.



- 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 a sottopesare gli USA e la Svizzera, mentre la valutazione del mercato giapponese rimane neutrale**. Immutata la **posizione neutrale sui Paesi Emergenti**, fondata sulla sostanziale equivalenza fra i fattori positivi (riconducibili essenzialmente alle basse valutazioni) e fattori negativi (riferibili principalmente 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. **A parziale eccezione di quanto sostenuto, si mantiene l'indicazione di sovrappesare il settore tecnologico USA, con particolare riferimento al tema della AI.**
- Come evidenziato in precedenza, **i titoli azionari del settore bancario, nonostante i forti rialzi, continuano ad apparire interessanti**, ancora lontani dalle valutazioni vigenti prima del fallimento di Lehman Brothers.
- 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. Per il medesimo motivo, cui si aggiunge la necessità europea di disporre di un apparato difensivo autonomo (ulteriormente amplificata dalla possibile elezione di Trump alla presidenza USA), **il settore europeo della difesa costituisce un'interessante opportunità.**

- 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.
- 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, ancora caratterizzati da un interessante rapporto rischio/rendimento, nonostante il forte calo dello spread**. Le fasi di debolezza continueranno ad essere buone opportunità per incrementare la duration dei portafogli obbligazionari.
- Negli USA e in Eurozona, i titoli obbligazionari corporate (HY e IG) esprimono spread in forte calo e inferiori alle medie storiche, scontando una forte accelerazione del ciclo economico. **Solo le obbligazioni IG in Euro risultano ancora interessanti**.
- **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. Le tensioni geopolitiche unitamente all'attesa riaccelerazione del ciclo economico potrebbero favorire le valute legate alle materie prime, come la **Corona Norvegese**.

Nel corso del 2024 l'Europa dovrebbe sperimentare il medesimo modesto ritmo di crescita osservato nel 2023 (+0,50%) con la Germania che, a cavallo fra il '23 e il '24, sta sperimentando una moderata recessione. Diversa la situazione negli USA, dove la crescita, sia pure inferiore al 2023, sarà comunque apprezzabile anche nel 2024.

Tra la fine del 2024 e l'inizio del 2025 si dovrebbe assistere a una riaccelerazione in Europa, anche grazie al venir meno degli effetti restrittivi delle politiche monetarie che sono attese tornare espansive nel corso del 2024. Stando alle stime degli analisti, la Cina dovrebbe tornare a offrire un contributo significativo alla crescita globale.

In Eurozona e negli USA, l'inflazione dovrebbe proseguire il percorso di riduzione avviato nel 2023 e avvicinarsi, senza raggiungerlo, all'obiettivo del 2% nel 2025. Sebbene in forte calo, in Giappone l'inflazione dovrebbe rimanere significativamente positiva, scongiurando il ritorno ad uno scenario deflazionistico.

**L'appetito per il rischio degli investitori ha determinato un generalizzato calo dei premi per il rischio** (si veda pagina 6): alla conclamata sopravvalutazione del mercato azionario USA e all'inadeguata remunerazione offerta dai titoli risk free in euro, si aggiungono oggi agli investimenti scarsamente remunerativi nel lungo termine gran parte delle obbligazioni corporate, i cui spread risultano generalmente inferiori alle medie storiche e, in molti casi, vicini ai minimi storici. In ambito obbligazionario risultano quindi ancora appetibili i rendimenti dei titoli di Stato italiani, di quelli USA e delle corporate IG in euro. In occasione di eventuali storni, si suggerisce di incrementare la *duration* dei portafogli obbligazionari. In campo azionario, le valutazioni e i *risk premium* impliciti offrono ancora un buon supporto ai mercati europei, al Giappone e alla Cina. Continuano invece ad agire in senso opposto i seguenti fattori: 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.

Permane il giudizio positivo sui mercati azionari dell'Eurozona e su quello del Regno Unito, sostenuti da valutazioni ancora interessanti: stabile anche l'orientamento neutrale sul mercato giapponese, le cui valutazioni hanno raggiunto un livello equilibrato, e sui mercati emergenti, sostenuti dalle valutazioni attraenti e dalla stabilizzazione delle attese di crescita in Cina, ma penalizzati dal crescente 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 e della difesa europea. Rimane confermata, stanti le attuali attese di inflazione e il livello raggiunto dai tassi, l'indicazione di sovrappesare i titoli *Value* a discapito dei titoli *Growth*, ma, in chiave tattica, si suggerisce di prendere posizione sul tema dell'AI.



# Appendice - statistiche azionarie di lungo termine

## 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 560,8%	USA 526,9%	USA 448,2%	USA 332,1%	USA 234,7%	USA 196,6%	USA 158,0%	USA 141,0%	USA 140,2%	USA 79,2%	Italia 78,4%	Italia 42,8%	Italia 54,8%	Italia 15,5%
Mondo 304,0%	Mondo 319,7%	Mondo 265,0%	Mondo 209,0%	Mondo 159,2%	Mondo 137,0%	Italia 118,1%	Mondo 93,8%	Italia 119,7%	Italia 67,7%	USA 60,9%	Spagna 40,7%	Spagna 41,7%	USA 11,8%
Svizzera 241,1%	Francia 278,1%	Francia 212,7%	Francia 156,0%	Francia 147,0%	Francia 120,0%	Mondo 112,1%	Italia 91,6%	Mondo 102,6%	Mondo 56,3%	Spagna 53,9%	Francia 18,4%	USA 37,3%	Giappone 10,6%
Francia 228,2%	Svizzera 251,3%	Svizzera 193,7%	Italia 141,6%	Italia 133,2%	Italia 103,3%	Francia 101,5%	Francia 76,6%	Francia 90,8%	Francia 47,6%	Francia 53,7%	USA 17,8%	Germania 30,5%	Spagna 10,4%
Giappone 167,7%	Italia 213,3%	Giappone 182,9%	Svizzera 140,7%	Giappone 111,7%	Svizzera 86,3%	Svizzera 88,5%	Svizzera 73,6%	Svizzera 80,0%	Spagna 34,9%	Regno Unito 49,6%	Regno Unito 17,3%	Mondo 30,2%	Mondo 9,8%
Italia 151,8%	Giappone 201,8%	Italia 180,5%	Giappone 132,2%	Svizzera 110,0%	Giappone 73,0%	Giappone 63,5%	Giappone 49,6%	Giappone 62,9%	Giappone 33,2%	Mondo 45,8%	Giappone 15,1%	Giappone 29,1%	Germania 9,0%
Germania 149,4%	Germania 192,4%	Germania 124,8%	Germania 77,5%	Germania 72,7%	Emergenti 65,6%	Spagna 53,7%	Spagna 37,1%	Germania 58,6%	Svizzera 32,3%	Svizzera 27,9%	Mondo 13,8%	Francia 27,3%	Francia 7,7%
Regno Unito 122,2%	Regno Unito 120,5%	Spagna 104,7%	Emergenti 76,1%	Emergenti 57,5%	Spagna 57,6%	Germania 47,3%	Regno Unito 36,9%	Spagna 54,8%	Germania 28,0%	Giappone 26,4%	Germania 9,0%	Regno Unito 15,7%	Regno Unito 4,9%
Spagna 93,8%	Spagna 111,1%	Regno Unito 94,2%	Regno Unito 68,2%	Regno Unito 56,0%	Germania 57,0%	Regno Unito 47,1%	Germania 30,5%	Regno Unito 51,7%	Regno Unito 22,9%	Germania 24,2%	Svizzera -1,2%	Svizzera 12,5%	Emergenti 4,6%
Emergenti 62,7%	Emergenti 92,4%	Emergenti 64,7%	Spagna 61,7%	Spagna 48,5%	Regno Unito 51,5%	Emergenti 44,1%	Emergenti 19,1%	Emergenti 32,2%	Emergenti 9,2%	Emergenti 0,3%	Emergenti -4,7%	Emergenti 11,4%	Svizzera -0,4%

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 3 aprile 2024.  
La data di riferimento del precedente comitato è il 5 marzo 2024.