



Analisi per il Comitato Investimenti

19 giugno 2024

Andamento dei mercati da inizio anno

Evoluzione attesa della congiuntura

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali

Gli spread obbligazionari

Le attese del consenso sui tassi di cambio dell'Euro

I premi per il rischio

La valutazione dei mercati azionari

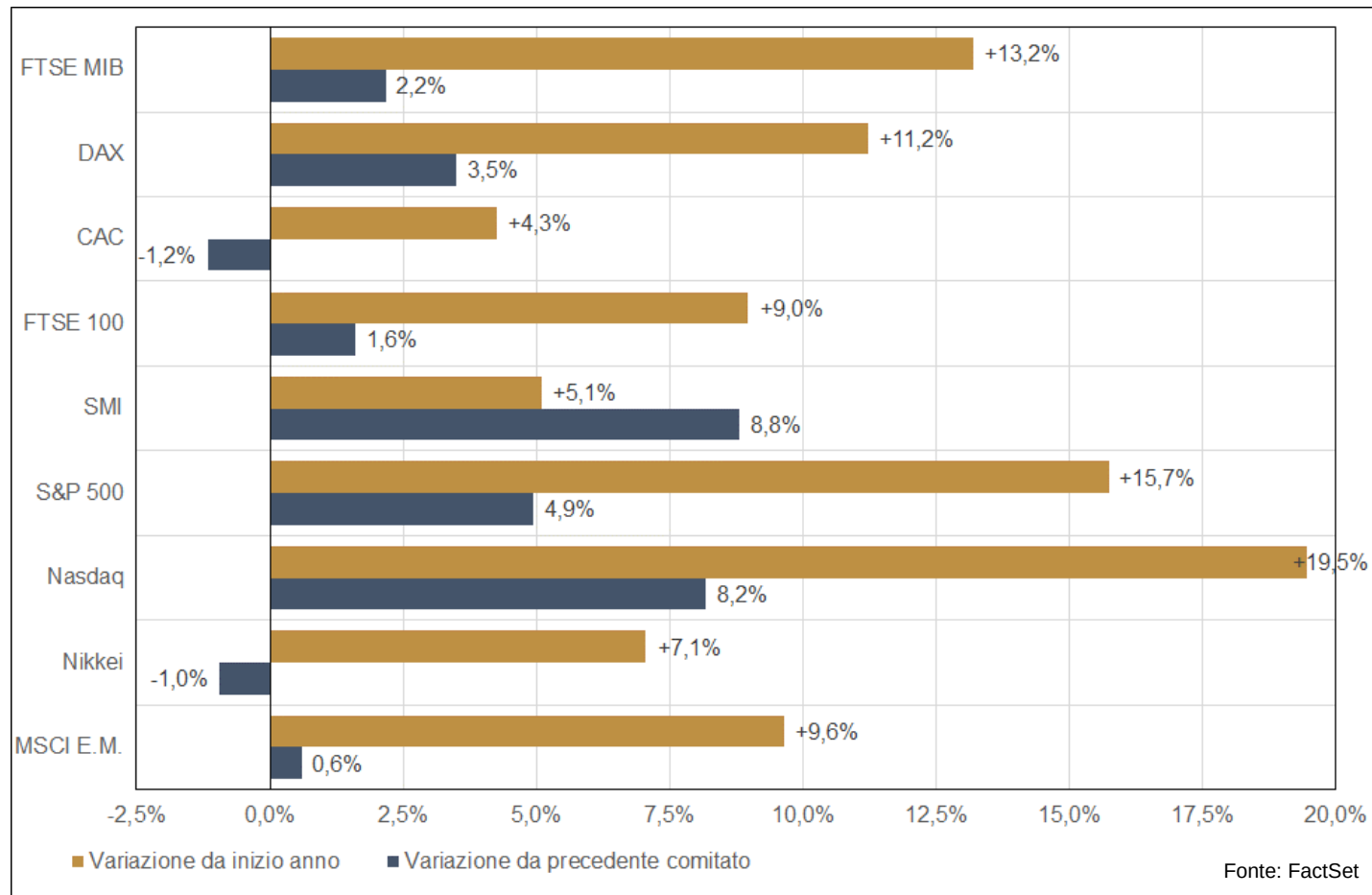
Sintesi

Implicazioni per i mercati azionari e obbligazionari

Appendice - statistiche azionarie di lungo termine

Tutti i dati e i grafici contenuti nella presente analisi, ove non diversamente indicato, sono aggiornati al 12 giugno 2024. La data di riferimento del precedente comitato è il 3 maggio 2024.

Andamento dei principali indici azionari (dati in euro)



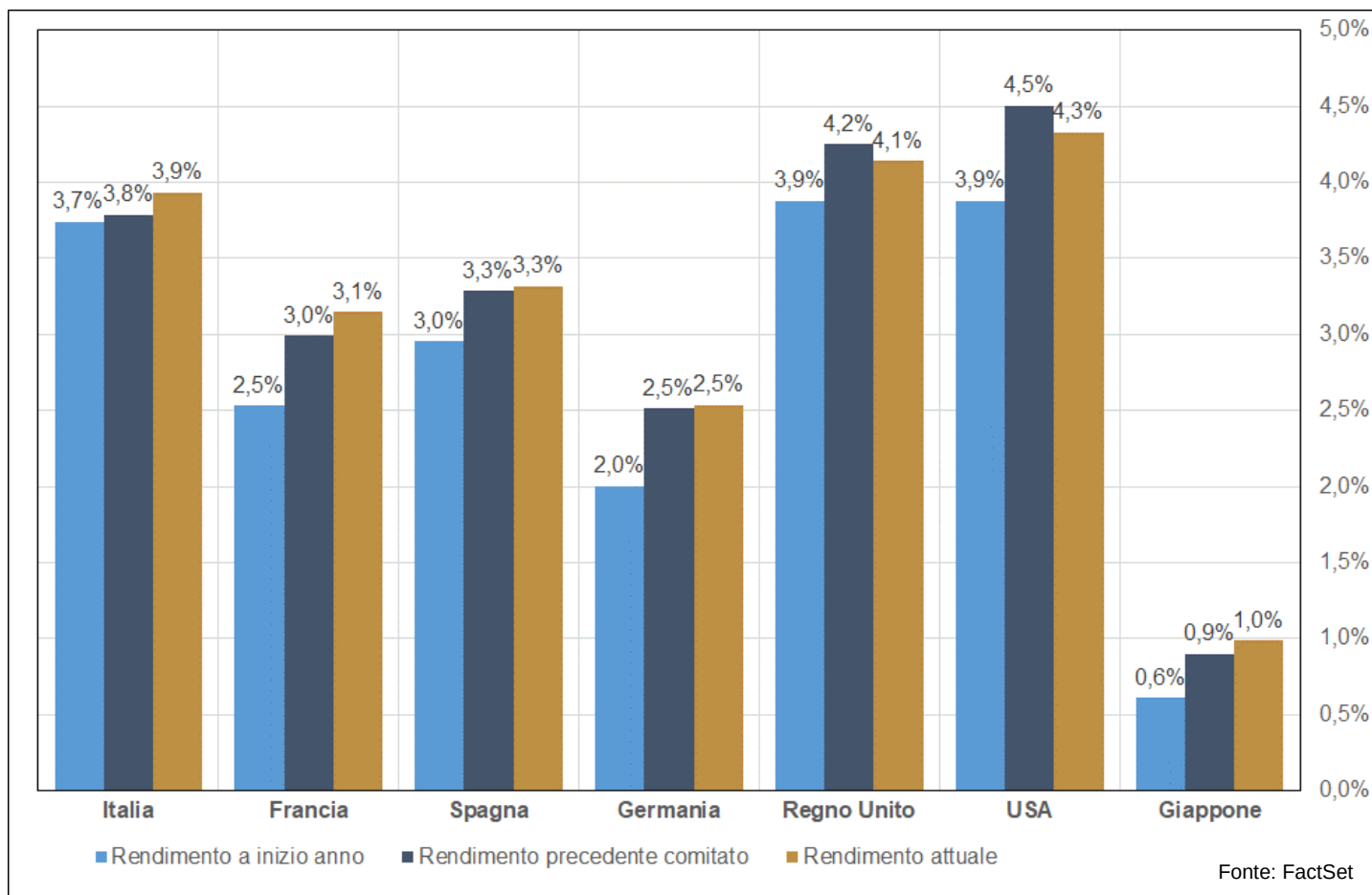
Andamento dei principali indici settoriali da inizio anno

(settori dell'indice FactSet World, dati in valuta locale)

	Francia	Germania	Italia	Spagna	Regno Unito	Svizzera	USA	Giappone
Commercial Services	+4,5%	+9,1%	+10,7%	-0,2%	+12,0%	-4,7%	+1,4%	-9,7%
Communications	-9,1%	+1,0%	-18,6%	+3,0%	+3,2%	-8,0%	+4,4%	-2,8%
Consumer Durables	+14,9%	-2,5%	+9,8%	+18,2%	+5,6%	+6,0%	-18,6%	+6,5%
Consumer Non-Durable	-0,9%	+10,5%	+1,0%	+7,5%	+3,5%	-3,8%	+2,7%	+0,0%
Consumer Services	+5,8%	+8,7%	+11,0%	+15,4%	+1,8%	+18,1%	-0,6%	-14,5%
Distribution Services	+11,4%	-20,6%	+1,7%	+9,7%	-0,2%	-1,9%	+8,9%	+12,3%
Electronic Technology	+8,4%	+14,3%	+31,4%	-18,5%	+29,1%	-2,3%	+35,0%	+0,1%
Energy Minerals	+3,0%	+16,2%	-10,5%	+4,5%	+5,1%	+0,0%	+6,4%	+22,2%
Finance	+0,1%	+6,6%	+25,9%	+20,0%	+8,0%	+0,3%	+5,6%	+12,8%
Health Services	-19,5%	+1,3%	+17,2%	+13,6%	-11,2%	-11,3%	-0,4%	-15,5%
Health Technology	+2,2%	-10,1%	+1,1%	-14,5%	+15,4%	+2,2%	+8,5%	-1,4%
Industrial Services	-9,2%	-6,4%	+30,6%	+3,6%	+15,0%	-1,8%	+10,4%	-1,1%
Non-Energy Minerals	+15,6%	+3,9%	+3,4%	-7,8%	+2,6%	+16,8%	+8,4%	-0,8%
Process Industries	+2,0%	+1,6%	-1,6%	+10,8%	+1,7%	-2,4%	+2,9%	+2,8%
Producer Manufacturing	+21,6%	+3,9%	+10,6%	-1,0%	+0,5%	+13,3%	+15,9%	+13,0%
Retail Trade	-14,9%	-6,4%	+19,3%	+15,7%	-5,0%	+3,9%	+14,6%	-0,9%
Technology Services	-10,9%	+23,1%	-4,8%	+5,3%	+5,7%	-26,6%	+13,1%	-3,8%
Transportation	-1,8%	-5,4%	+8,1%	+10,5%	+9,3%	-11,8%	+1,1%	-13,8%
Utilities	-5,0%	-8,8%	-3,0%	-6,8%	-6,1%	-8,4%	+8,8%	+15,4%

Fonte: FactSet

Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni



Andamento dei mercati da inizio anno

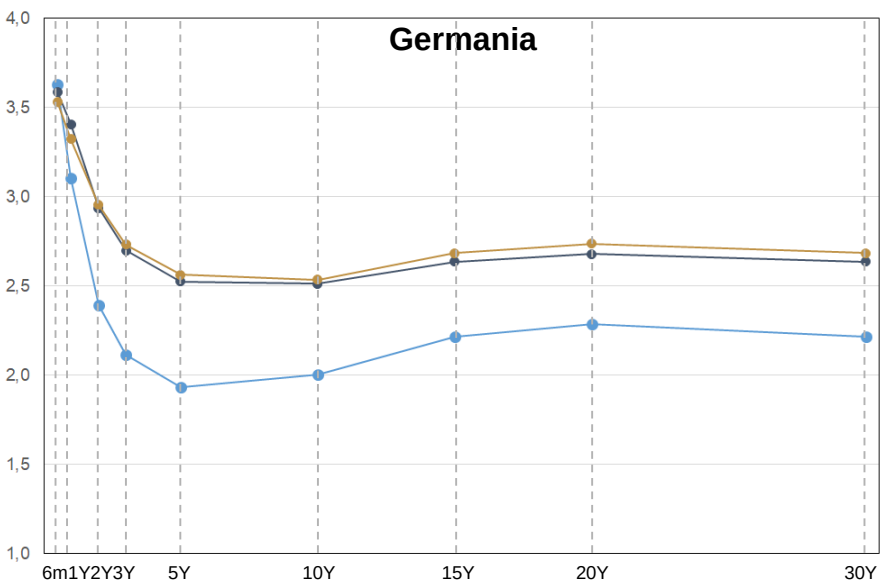
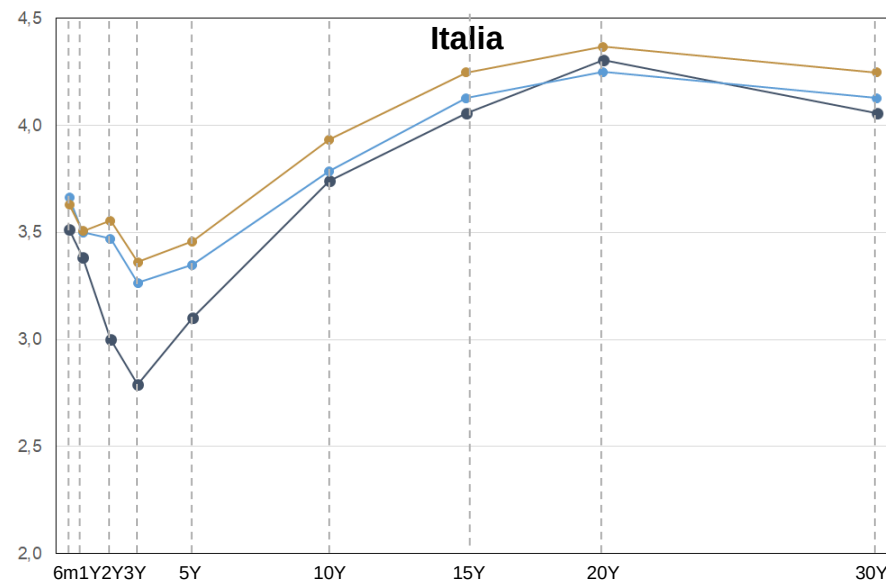
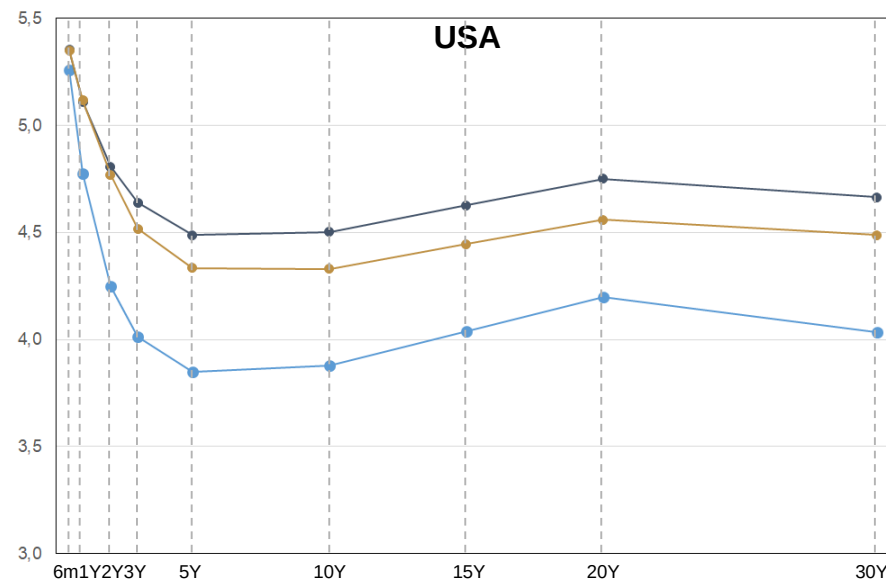
Curva dei rendimenti

(USA - Germania - Italia)

Legenda:

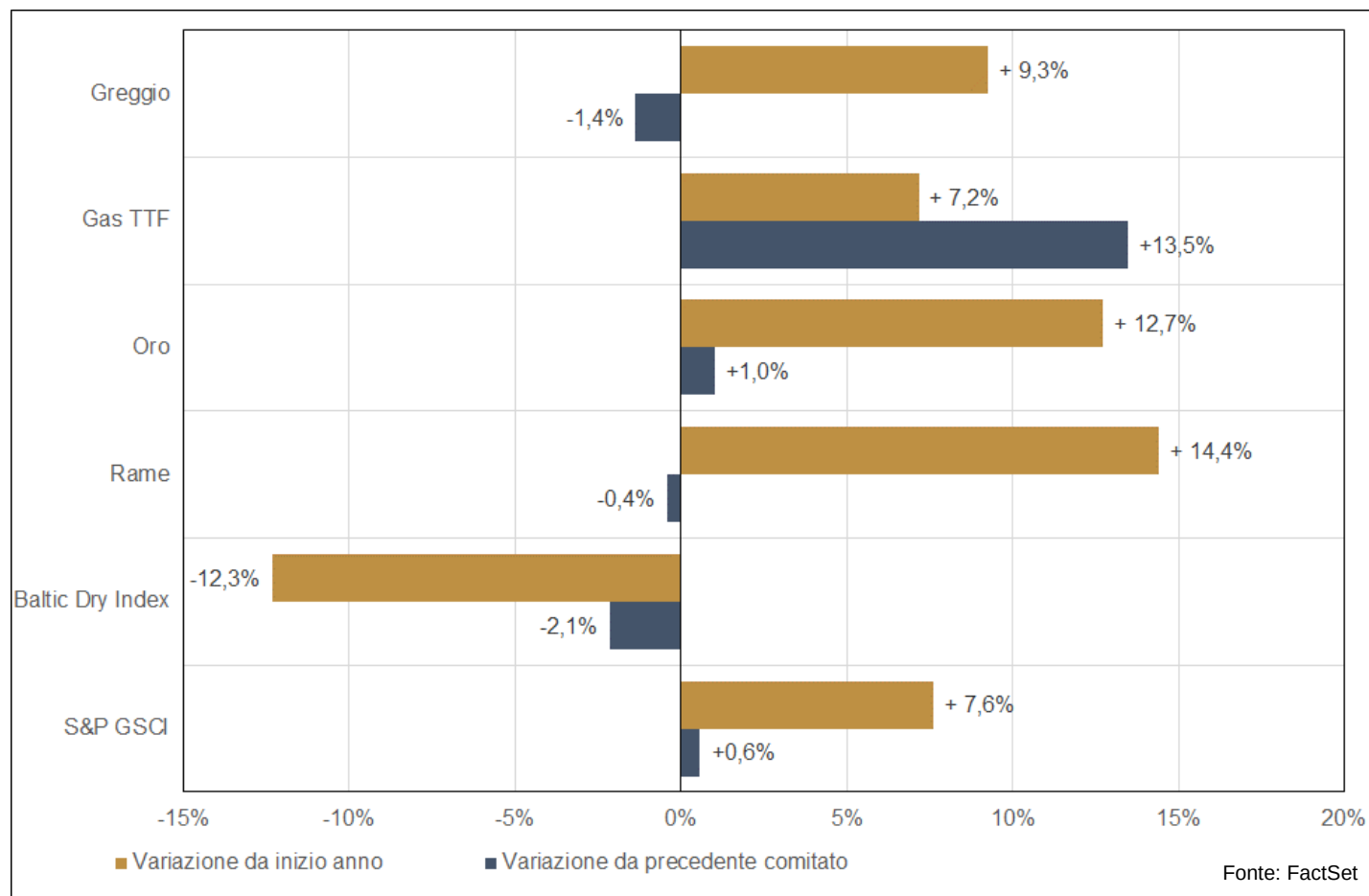
- Inizio anno
- Precedente comitato
- Attuale

(Fonte: FactSet)

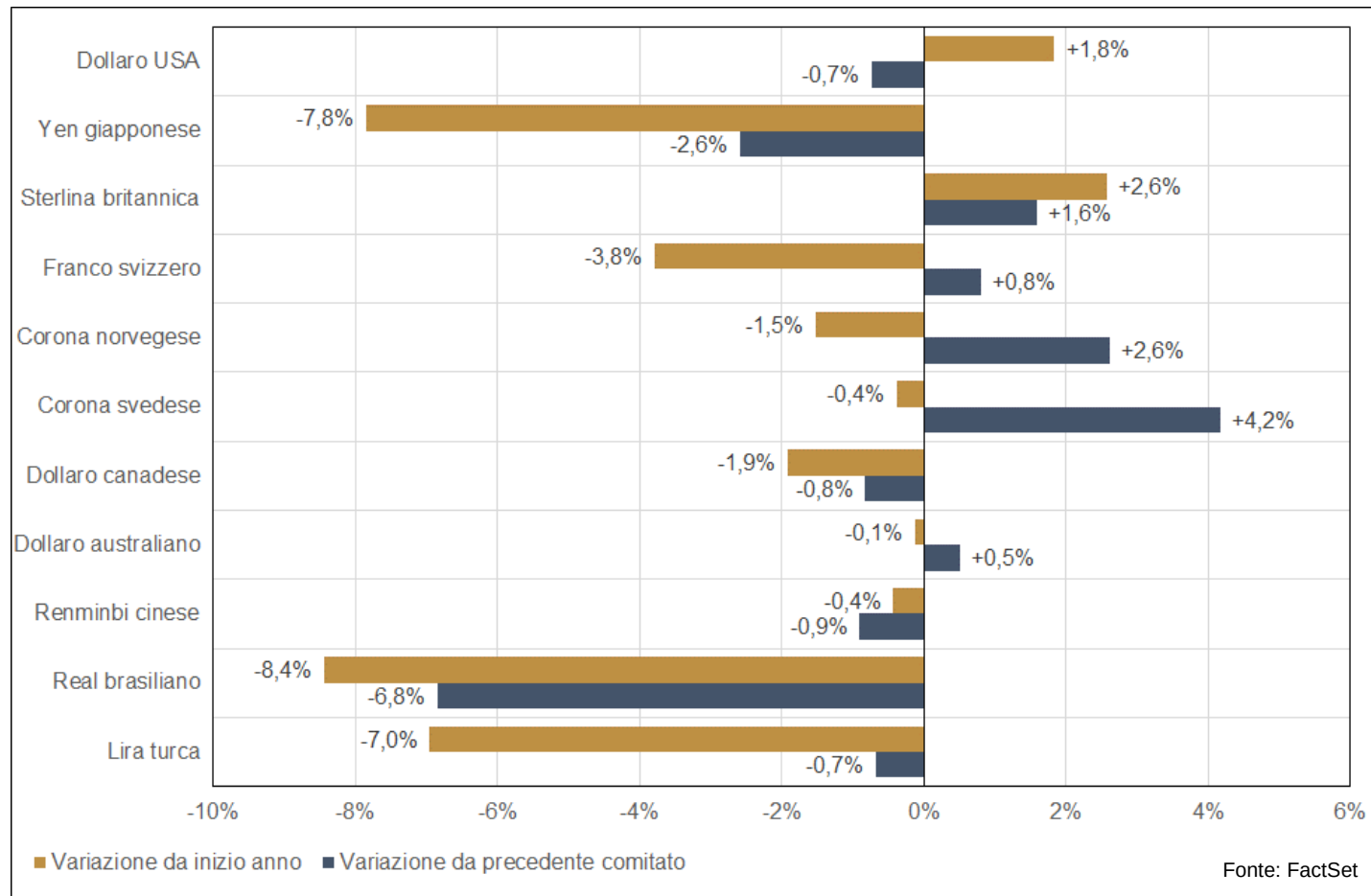


Variazione dei prezzi di alcune materie prime e indici relativi

(dati in dollari USA)



Tassi di cambio dell'Euro



Evoluzione attesa della congiuntura

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

Fonte: FactSet

Continuano le revisioni migliorative sulle previsioni di crescita in Eurozona, cui si aggiunge il Regno Unito. 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 e stabili. Una traiettoria analoga a quella USA è attesa anche nelle principali economie emergenti.

Negli USA, in Eurozona e nel Regno Unito l'inflazione è vista superiore al 2% per tutto l'orizzonte previsivo considerato. Si tratta di un fenomeno fisiologico, che prevediamo da tempo (si veda [«Mercati instabili: quali opportunità di investimento?»](#), p. 6), tutt'altro che negativo per i mercati azionari, meno favorevole, invece, per quelli obbligazionari.

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 prefissato del 2%.

(*) 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.

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali

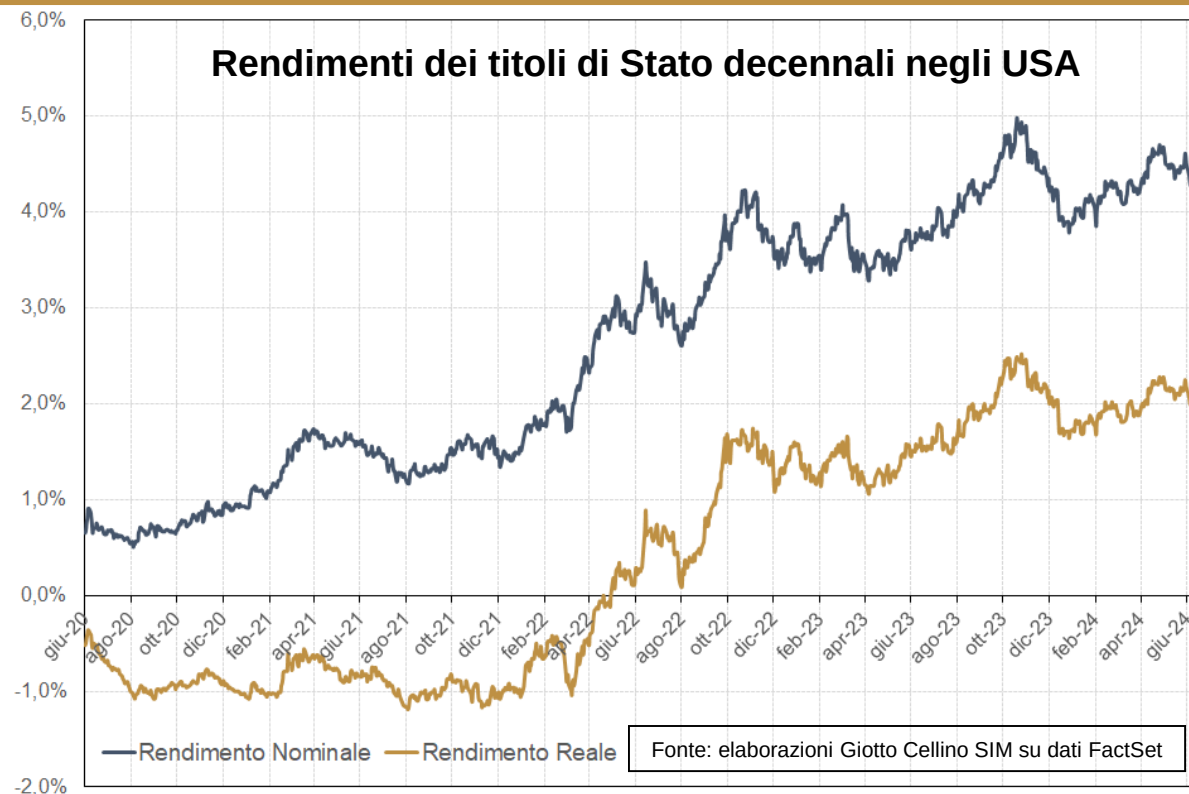


Come si può notare, negli USA le attese di inflazione nel lungo termine si sono stabilizzate da oltre due anni, oscillando fra il 2,1% e il 2,4% (ora sono al 2,3%). Più tormentato, invece, l'andamento delle attese di inflazione in Eurozona, cresciute ancora fino all'autunno del 2023, quando, superato il 2,5%, ebbe inizio la discesa (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 picco dei tassi di interesse è stato raggiunto in Eurozona, dove si è osservato il primo taglio dello 0,25%, mentre negli USA la FED non appare ancora del tutto convinta circa l'opportunità di invertire la rotta.

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*).

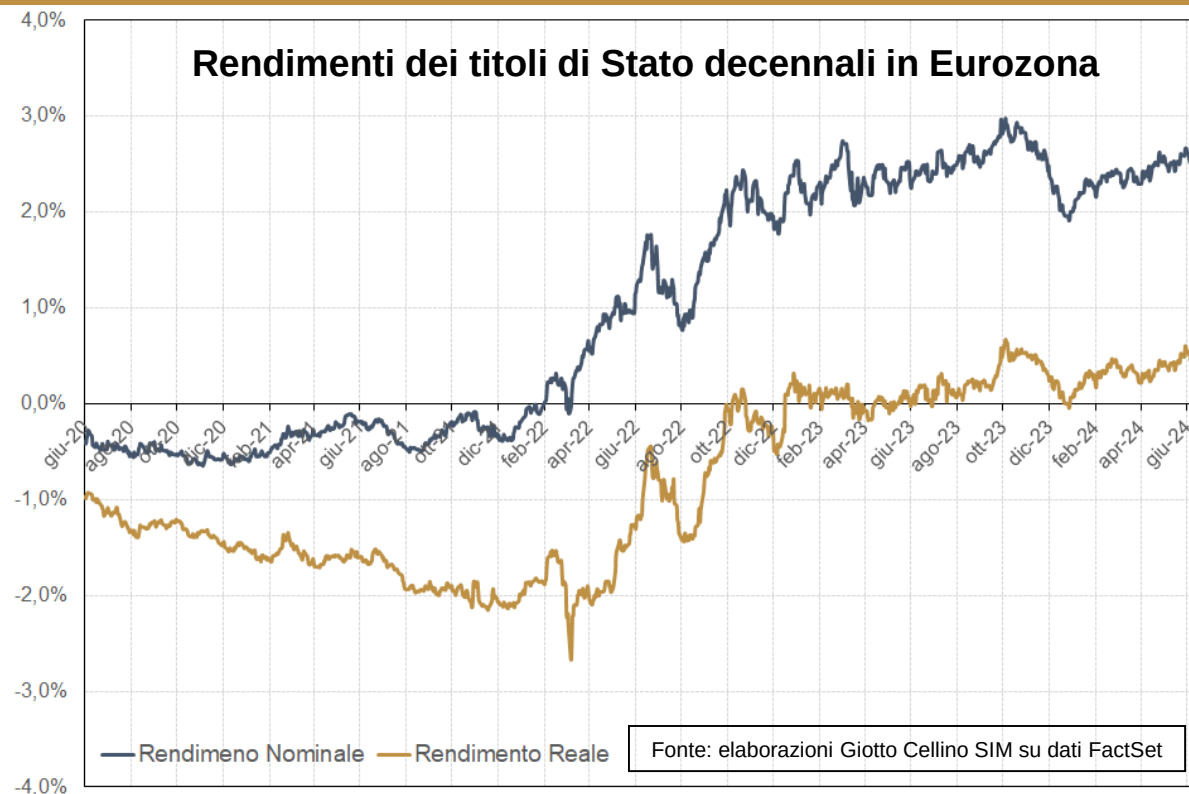
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il rendimento nominale del titolo decennale americano, dopo avere toccato un picco del 5%, è ora al 4,3%, in calo rispetto al 4,5% osservato in occasione del precedente Comitato. Il rendimento del TIPS di pari scadenza, pari al 2,1%, risulta invece in linea con quanto osservato in precedenza.

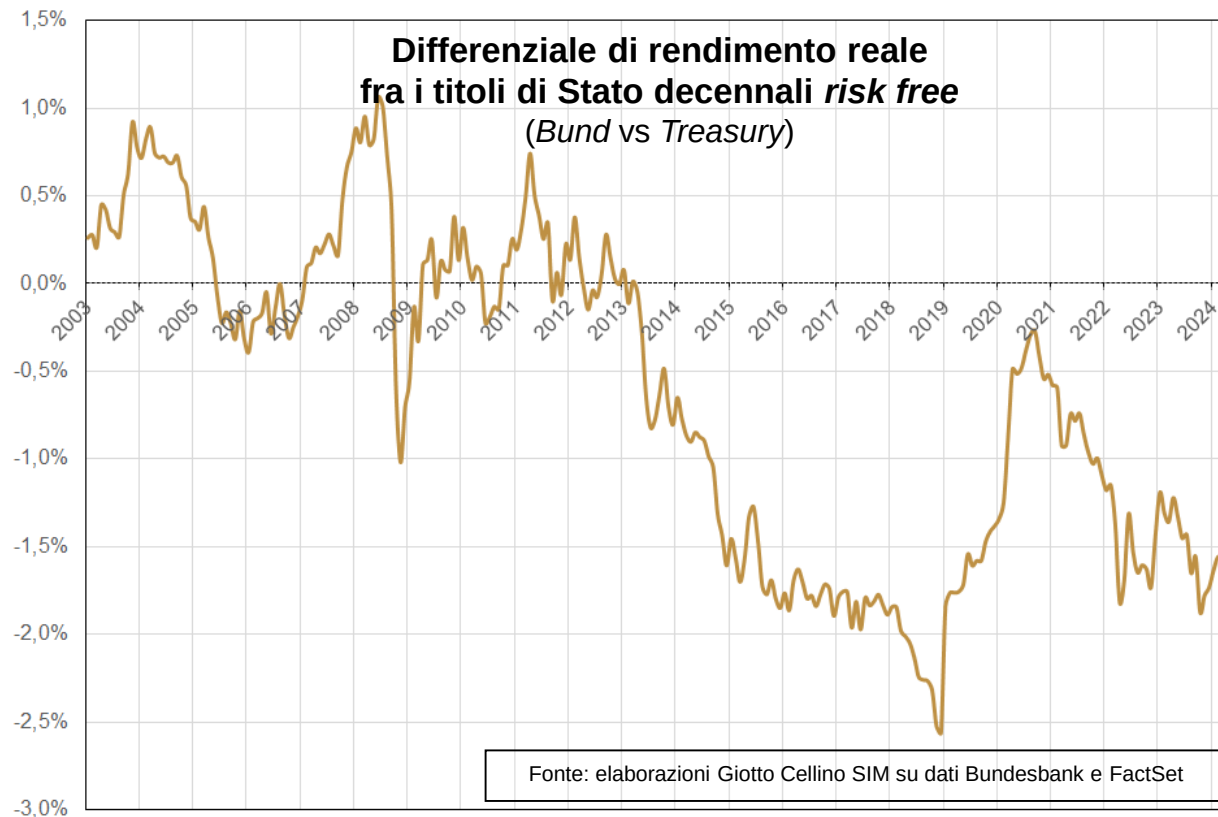
I rendimenti reali negli USA hanno integralmente recuperato i livelli che si osservavano prima della grande recessione successiva al fallimento di Lehman Brothers e dell'era delle politiche monetarie super espansive che ne è seguita, chiudendo così un'epoca di condizioni finanziarie eccezionalmente moderate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

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il rendimento nominale del titolo decennale tedesco risulta pari al 2,5%, in linea con quanto osservato in occasione del precedente Comitato. In salita allo 0,5%, invece, il rendimento del Bund indicizzato all'inflazione di pari scadenza (precedentemente pari allo 0,4%). 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

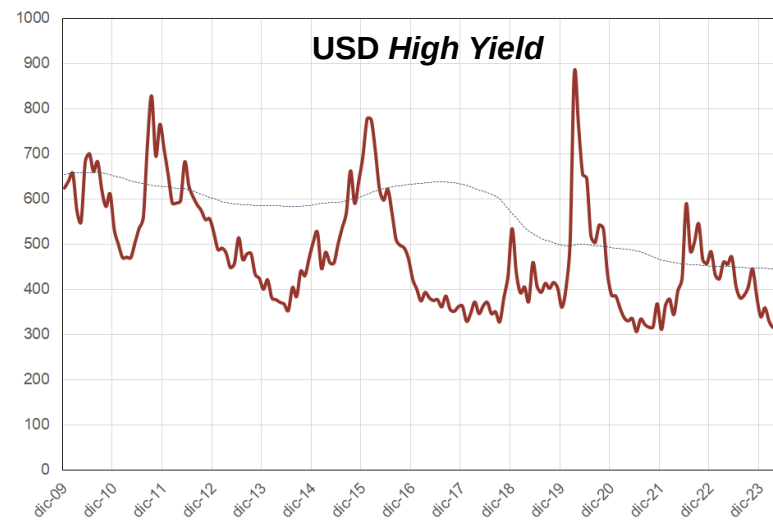
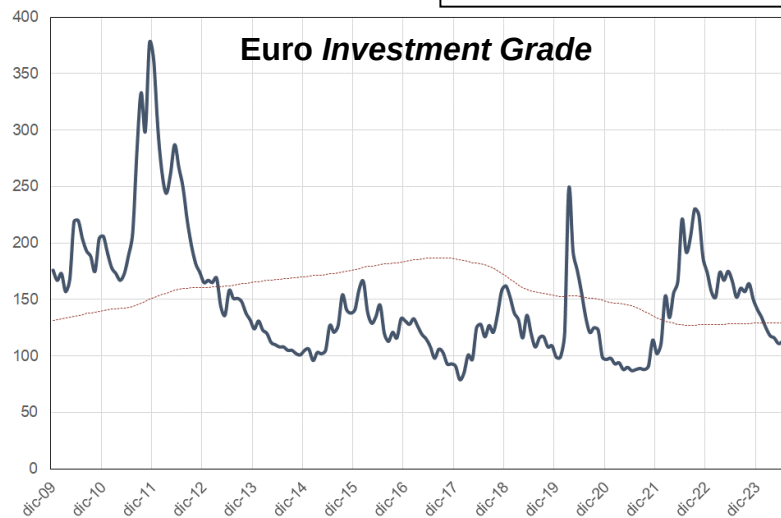


La contrapposizione fra i rendimenti reali USA tornati alla normalità e quelli dell'Eurozona ancora lontani da essa è ben rappresentata dal differenziale di rendimento reale tra *Bund* e *Treasury* decennali. Questo indicatore, che monitoriamo da tempo, è sceso stabilmente in area negativa dopo il 2013.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

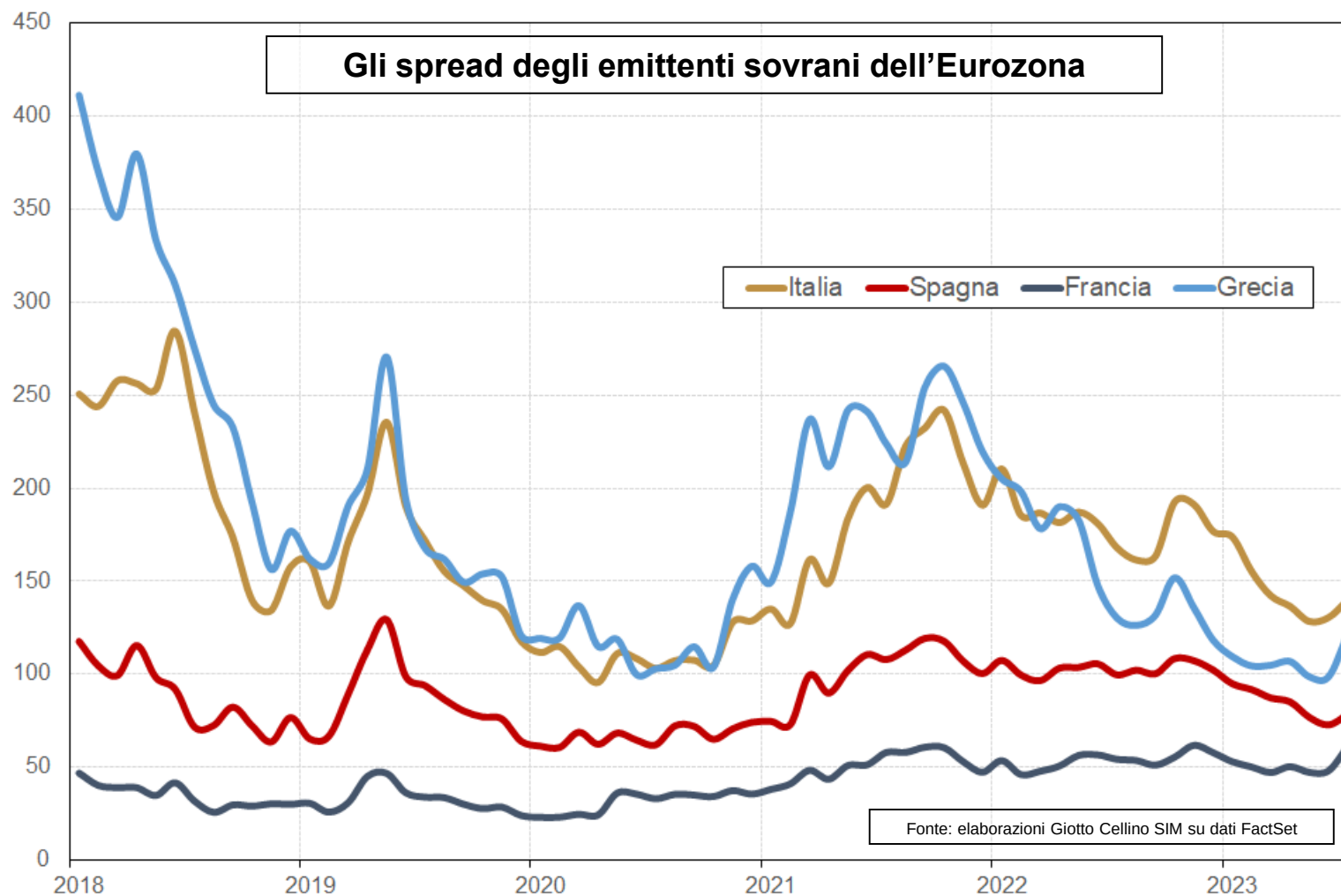
Fino al dicembre 2018, il grafico riporta il differenziale fra il rendimento del TIPS USA e il rendimento reale dei titoli di Stato tedeschi così come riportato dalla Bundesbank (differenza fra il rendimento nominale e le attese di inflazione degli analisti) dal gennaio 2019 anche per i titoli tedeschi si è utilizzato il rendimento del titolo decennale indicizzato all'inflazione.

Gli spread obbligazionari

Gli spread dei titoli corporate



Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet



Le attese del consenso sui tassi di cambio dell'Euro

	Corrente	2024	2025	2026
Dollaro USA	1,085	1,100	1,120	1,120
Yen giapponese	169,0	160,0	157,5	162,0
Sterlina britannica	0,845	0,853	0,860	0,880
Franco svizzero	0,966	0,995	1,000	1,000
Corona norvegese	11,39	11,35	10,90	10,60
Corona svedese	11,18	11,40	10,95	10,60
Dollaro canadese	1,485	1,479	1,481	1,595
Dollaro australiano	1,62	1,64	1,62	-
Real brasiliano	5,86	5,58	5,71	5,94
Renminbi cinese	7,87	7,80	7,82	-
Lira turca	35,1	40,7	48,4	-

Fonte: FactSet

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

	CAPE (11/06/2024)	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)
Francia	22,2	21,7	4,5%	7,3%	3,8%	4,4%
Germania	15,6	20,9	6,4%	6,4%	6,4%	4,4%
Italia	17,6	19,7	5,7%	5,5%	5,0%	6,2%
Spagna	16,4	17,4	6,1%	7,2%	5,6%	6,4%
Regno Unito	13,5	16,2	7,4%	4,9%	6,4%	5,6%
Svizzera	22,4	23,9	4,5%	7,3%	4,2%	3,7%
USA	34,7	27,7	2,9%	8,2%	1,3%	2,8%
Giappone	23,7	22,2	4,2%	4,5%	4,3%	4,4%
Cina	11,5	19,0	8,7%	7,6%	8,2%	4,8%

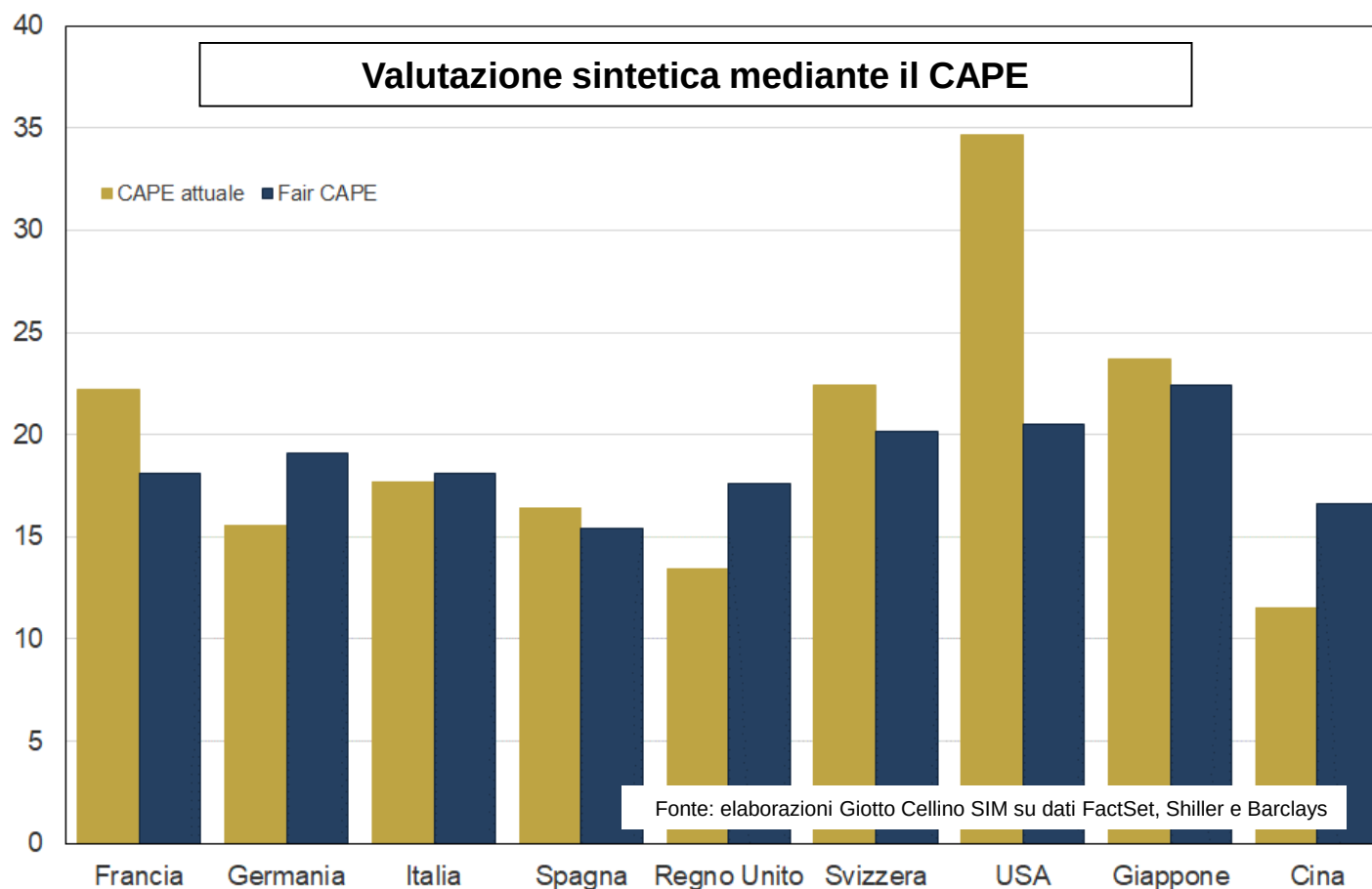
Fonte: stime Giotto Cellino SIM su dati FactSet, Shiller e Barclays

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 Italia, in Francia e in Spagna l'ECY è inferiore al dato storico mentre per la Germania è superiore. Al di fuori dell'Eurozona, Cina e Regno Unito l'ECY supera la media storica, in Giappone è in linea mentre negli USA è inferiore.

NOTE ALLA TABELLA

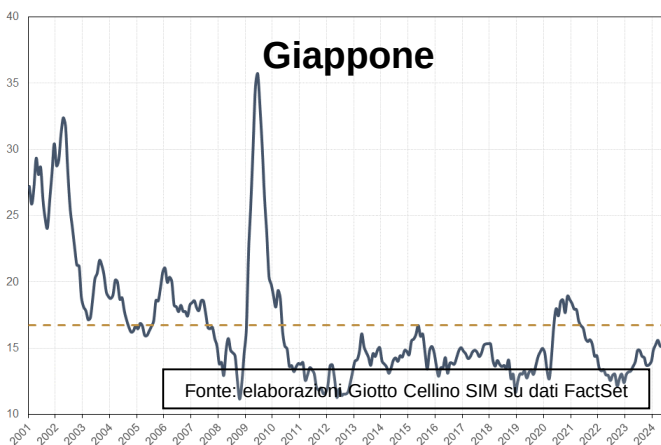
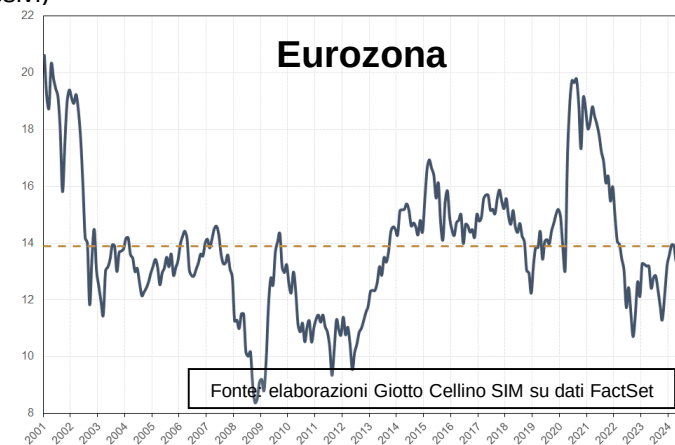
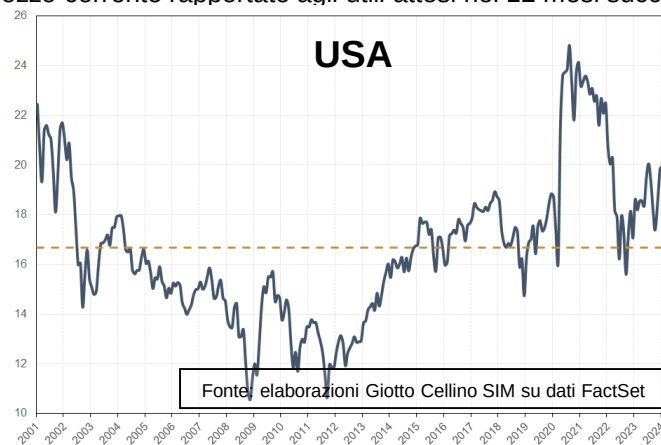
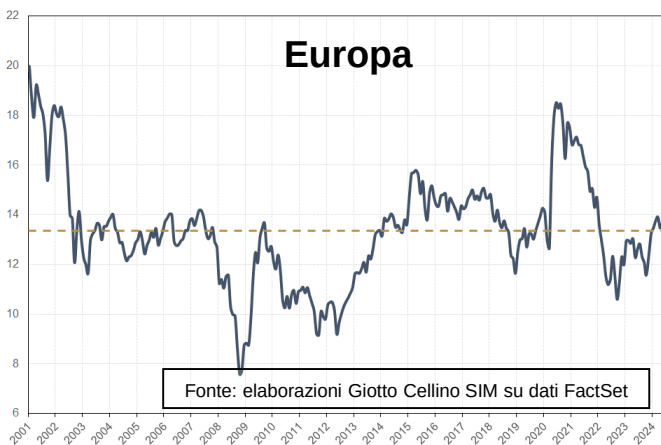
Il CAPE e l'ECY sono metriche di valutazione introdotte da Robert Shiller. Il CAPE e l'ECY degli USA sono riferiti all'indice S&P 500, quelli della Cina all'indice MSCI China, gli altri agli indici nazionali elaborati da FactSet. Il rendimento reale annuo storico di tutti i mercati è riferito agli indici 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'Eruozona 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.

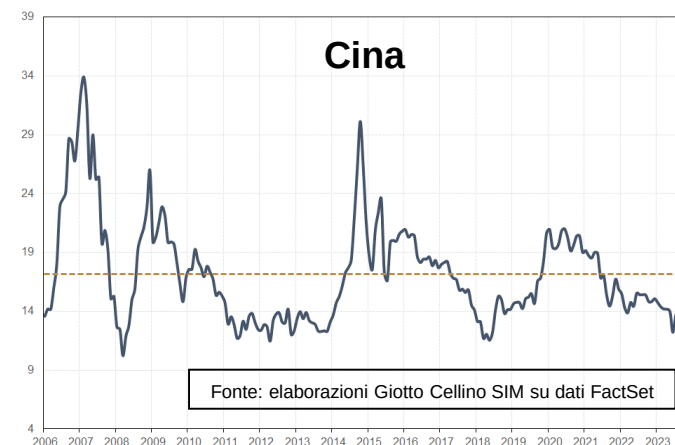
Rapporto prezzo/utile *forward*

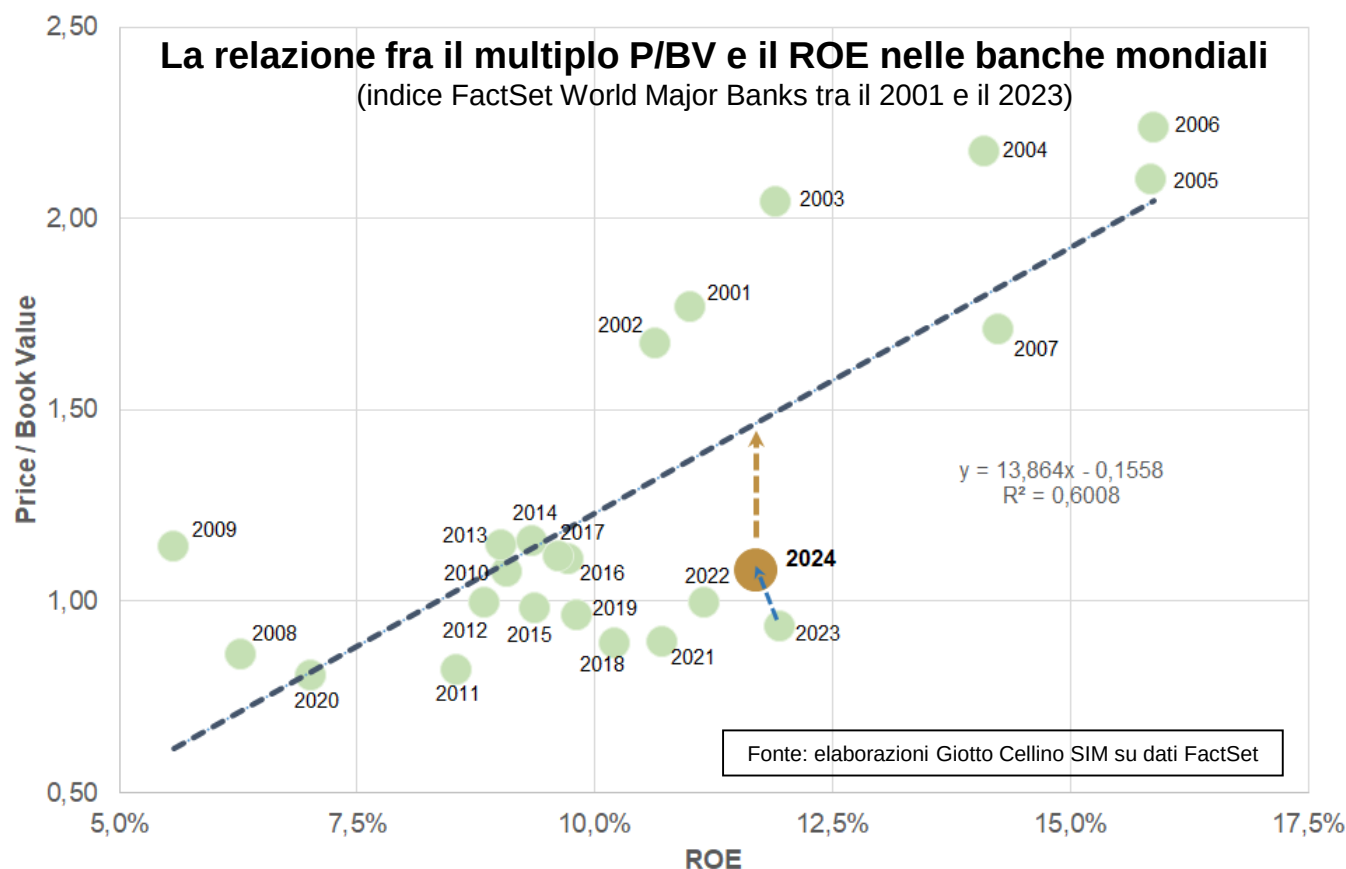
(prezzo corrente rapportato agli utili attesi nei 12 mesi successivi)



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.



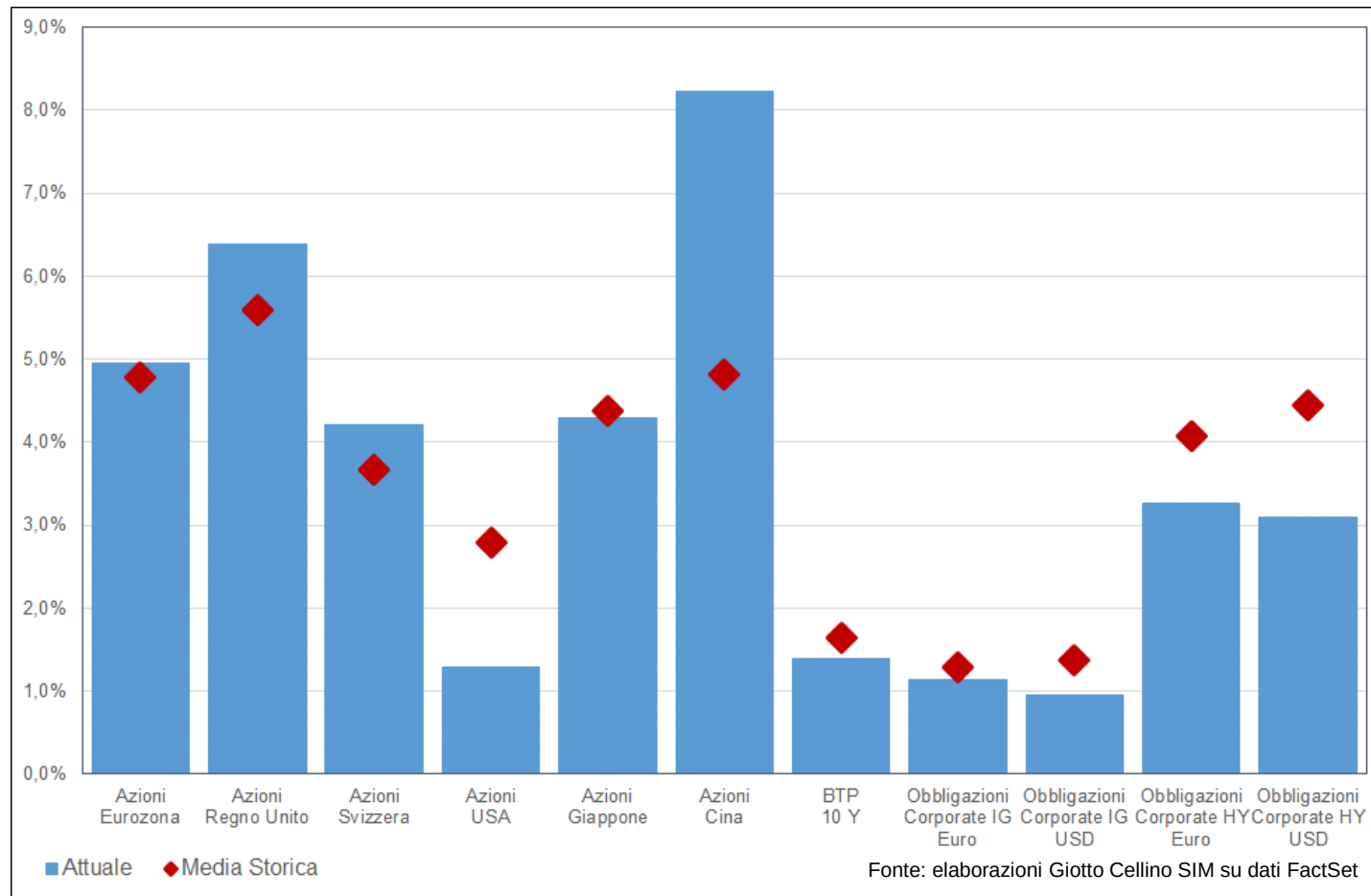


La figura rappresenta l'aggiornamento della nostra analisi sul settore bancario globale condotta in occasione [dell'Outlook per il 2024](#). Come si può notare, il forte apprezzamento dei titoli del comparto, unitamente ad una lieve riduzione delle attese di ROE per l'anno in corso, ha avvicinato la coordinata rappresentativa del 2024 alla retta di regressione.

Il margine di rivalutazione potenziale del settore rimane comunque notevole, inducendoci a conservare il giudizio positivo a suo tempo espresso.

Premi per il rischio

(confronto fra gli indicatori di premio per il rischio presentati in questa analisi)



Dopo una lunga fase di attese decrescenti, tornano finalmente le revisioni migliorative sulle previsioni di crescita in Eurozona: a un 2024 caratterizzato da una crescita modesta, seguiranno, per l'economia dell'area euro, due anni di crescita discreta.

Sono invece in via di stabilizzazione le attese di crescita per gli USA, che nel triennio dovrebbe attestarsi al 2% medio annuo.

La riaccelerazione attesa in Eurozona (e nell'intero continente) tra la fine del 2024 e l'inizio del 2025 dovrebbe trovare sostegno nel venir meno degli effetti restrittivi della politica monetaria che è attesa tornare moderatamente espansiva nel corso del 2024. Stando alle stime degli analisti, la Cina dovrebbe tornare a offrire un contributo significativo alla crescita globale.

L'esito delle elezioni europee in Francia e Germania e l'inattesa decisione del presidente Macron di indire elezioni legislative rischiano di offuscare il quadro congiunturale che, come detto, si sta evolvendo favorevolmente.

Al momento, l'incertezza politica si è materializzata con un generalizzato, ancorché modesto, incremento dei premi per il rischio nell'Eurozona, in attesa di conoscere l'esito del voto in Francia, previsto il 30 giugno e il 7 luglio. **Il voto francese dovrà quindi essere valutato con attenzione: al momento, però, considerato che il risultato più probabile appare quello di uno stallo politico piuttosto che di una svolta radicale, guardiamo alla situazione con cauto ottimismo.**

Oltre che negli USA, dove non ha mai smesso di essere vivace, l'inflazione, inevitabile contraltare della crescita, è vista riprendere un certo vigore anche in Eurozona, dove la discesa sotto il 2% sembra rinviata. Si tratta di un fenomeno fisiologico, che prevediamo da tempo (si veda [«Mercati instabili: quali opportunità di investimento?»](#), p. 6), più favorevole ai mercati azionari che a quelli obbligazionari.

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 (sui quali però torna a pesare l'instabilità politica europea), di quelli USA e delle corporate IG in euro. Il sopramenzionato incremento dei premi per il rischio dell'Eurozona ha ulteriormente enfatizzato il divario valutativo fra Europa e USA: anche se in parte giustificato dalla debolezza politica, lo sconto applicato alle azioni europee continua ad apparirci interessante.

- 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 le valutazioni del mercato giapponese e delle borse dei Paesi Emergenti rimangono neutrali**. Per questi ultimi, il giudizio è fondato sulla sostanziale equivalenza fra i fattori positivi (riconducibili essenzialmente alle basse valutazioni) e fattori negativi (riferibili principalmente al rischio geopolitico). **Da seguire con attenzione l'evoluzione della crisi politica in Francia, che potrebbe indurre a rivedere le indicazioni sopra riportate sui mercati dell'Eurozona.**
- 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 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.**
- L'aggiornamento dell'analisi sui titoli bancari ha confermato che tali titoli, nonostante i forti rialzi, continuano ad apparire interessanti. **Anche in questo caso, considerata l'estrema sensibilità del settore alla stabilità finanziaria, l'esito del voto francese potrebbe ridimensionare l'appetibilità del comparto, soprattutto con riferimento ai titoli dell'Eurozona.**

- 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. **Conserviamo il giudizio positivo sui titoli di Stato italiani, caratterizzati da un interessante rapporto rischio/rendimento, anche se un esito sfavorevole del voto in Francia potrebbe mutare il nostro orientamento.** 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.**
- Come si è potuto verificare dopo l'esito del voto europeo, **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**.

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 586,1%	USA 550,9%	USA 469,2%	USA 348,7%	USA 247,5%	USA 207,9%	USA 167,9%	USA 150,2%	USA 149,4%	USA 86,0%	Italia 81,7%	Italia 45,5%	Italia 57,7%	Italia 17,6%
Mondo 317,6%	Mondo 333,9%	Mondo 277,3%	Mondo 219,4%	Mondo 167,9%	Mondo 145,0%	Italia 122,2%	Mondo 100,3%	Italia 123,8%	Italia 70,8%	USA 67,1%	Spagna 43,7%	Spagna 44,7%	USA 16,1%
Svizzera 266,7%	Svizzera 277,7%	Svizzera 215,8%	Svizzera 158,8%	Francia 144,9%	Francia 118,1%	Mondo 119,3%	Italia 95,2%	Mondo 109,4%	Mondo 61,5%	Regno Unito 58,4%	Regno Unito 24,2%	USA 42,5%	Mondo 13,5%
Francia 225,4%	Francia 274,9%	Francia 210,0%	Francia 153,8%	Italia 137,5%	Italia 107,1%	Svizzera 102,6%	Svizzera 86,6%	Svizzera 93,5%	Francia 46,3%	Spagna 57,2%	USA 22,3%	Mondo 34,6%	Spagna 12,8%
Giappone 165,1%	Italia 219,2%	Italia 185,7%	Italia 146,1%	Svizzera 125,7%	Svizzera 100,2%	Francia 99,8%	Francia 75,1%	Francia 89,2%	Svizzera 42,3%	Francia 52,3%	Mondo 17,7%	Germania 33,4%	Germania 11,4%
Italia 156,5%	Giappone 199,0%	Giappone 180,2%	Giappone 130,0%	Giappone 109,8%	Giappone 71,3%	Giappone 62,0%	Giappone 48,2%	Germania 62,1%	Spagna 37,7%	Mondo 50,7%	Francia 17,4%	Giappone 27,9%	Regno Unito 11,1%
Germania 155,0%	Germania 198,9%	Germania 129,8%	Germania 81,4%	Germania 76,5%	Emergenti 70,3%	Spagna 57,0%	Regno Unito 44,8%	Giappone 61,4%	Giappone 32,0%	Svizzera 37,5%	Giappone 14,1%	Francia 26,2%	Giappone 9,6%
Regno Unito 135,1%	Regno Unito 133,4%	Spagna 109,1%	Emergenti 81,2%	Regno Unito 65,1%	Spagna 60,9%	Regno Unito 55,7%	Spagna 40,0%	Regno Unito 60,5%	Germania 30,8%	Germania 27,0%	Germania 11,4%	Regno Unito 22,5%	Emergenti 7,6%
Spagna 98,0%	Spagna 115,6%	Regno Unito 105,6%	Regno Unito 78,0%	Emergenti 62,0%	Germania 60,5%	Germania 50,6%	Germania 33,4%	Spagna 58,0%	Regno Unito 30,1%	Giappone 25,2%	Svizzera 6,2%	Svizzera 20,9%	Svizzera 7,1%
Emergenti 67,3%	Emergenti 97,9%	Emergenti 69,4%	Spagna 65,2%	Spagna 51,6%	Regno Unito 60,3%	Emergenti 48,2%	Emergenti 22,5%	Emergenti 35,9%	Emergenti 12,3%	Emergenti 3,1%	Emergenti -2,0%	Emergenti 14,6%	Francia 6,8%

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.