



**Analisi per il Comitato Investimenti**  
***Outlook 2025***

**18 dicembre 2024**

**Andamento dei mercati da inizio anno**

**Evoluzione attesa della congiuntura**

**Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali**

**I tassi di *policy***

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

**Gli spread obbligazionari**

**La valutazione dei mercati azionari**

**I benefici derivanti dalla possibile fine della guerra in Ucraina**

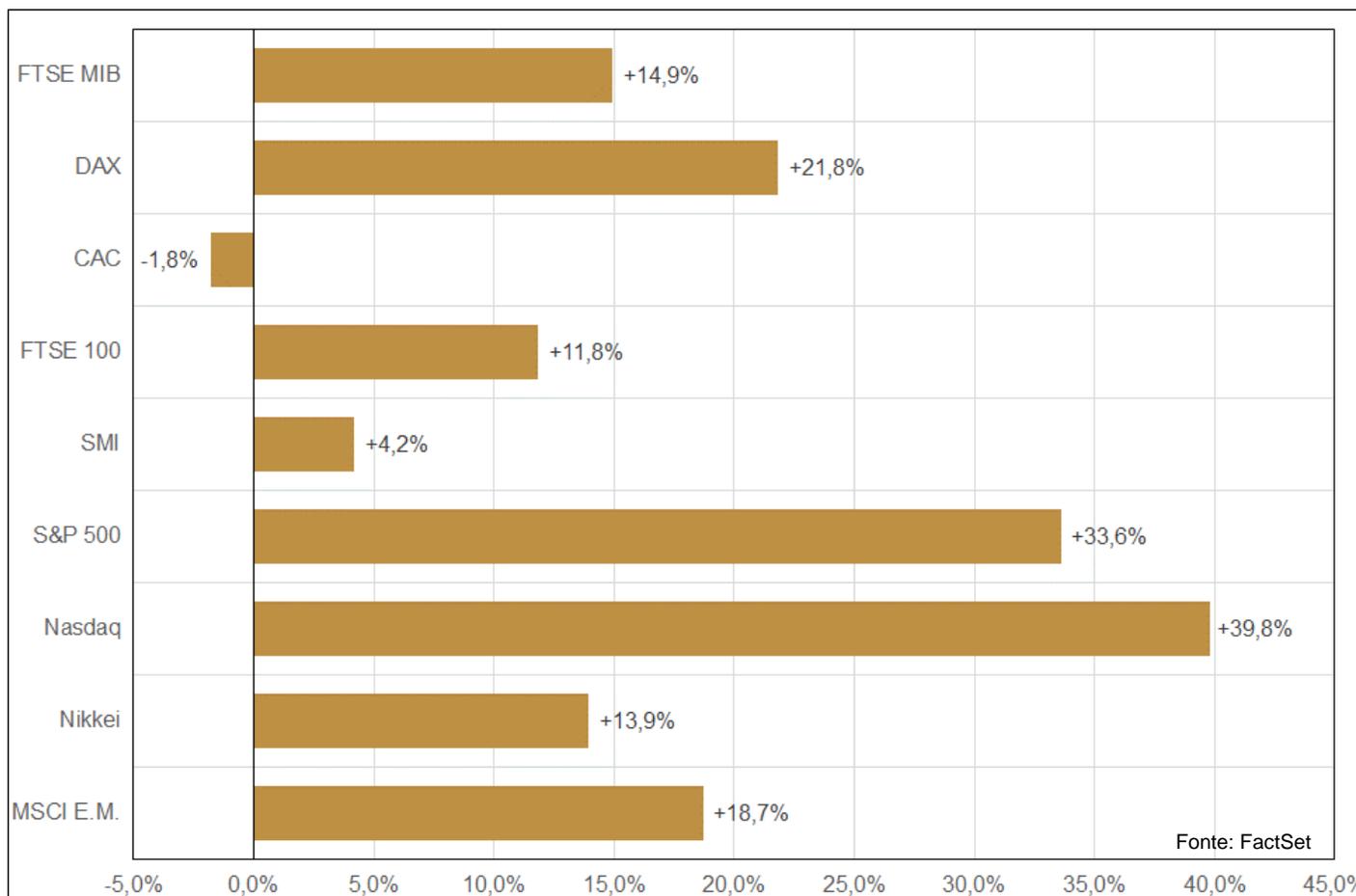
**I premi per il rischio**

**Analisi dei mercati finanziari per il 2025**

**Appendice - statistiche azionarie di lungo termine**

Tutti i dati e i grafici contenuti nella presente analisi, ove non diversamente indicato, sono aggiornati al 13 dicembre 2024. La data di riferimento del precedente comitato è il 23 ottobre 2024.

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

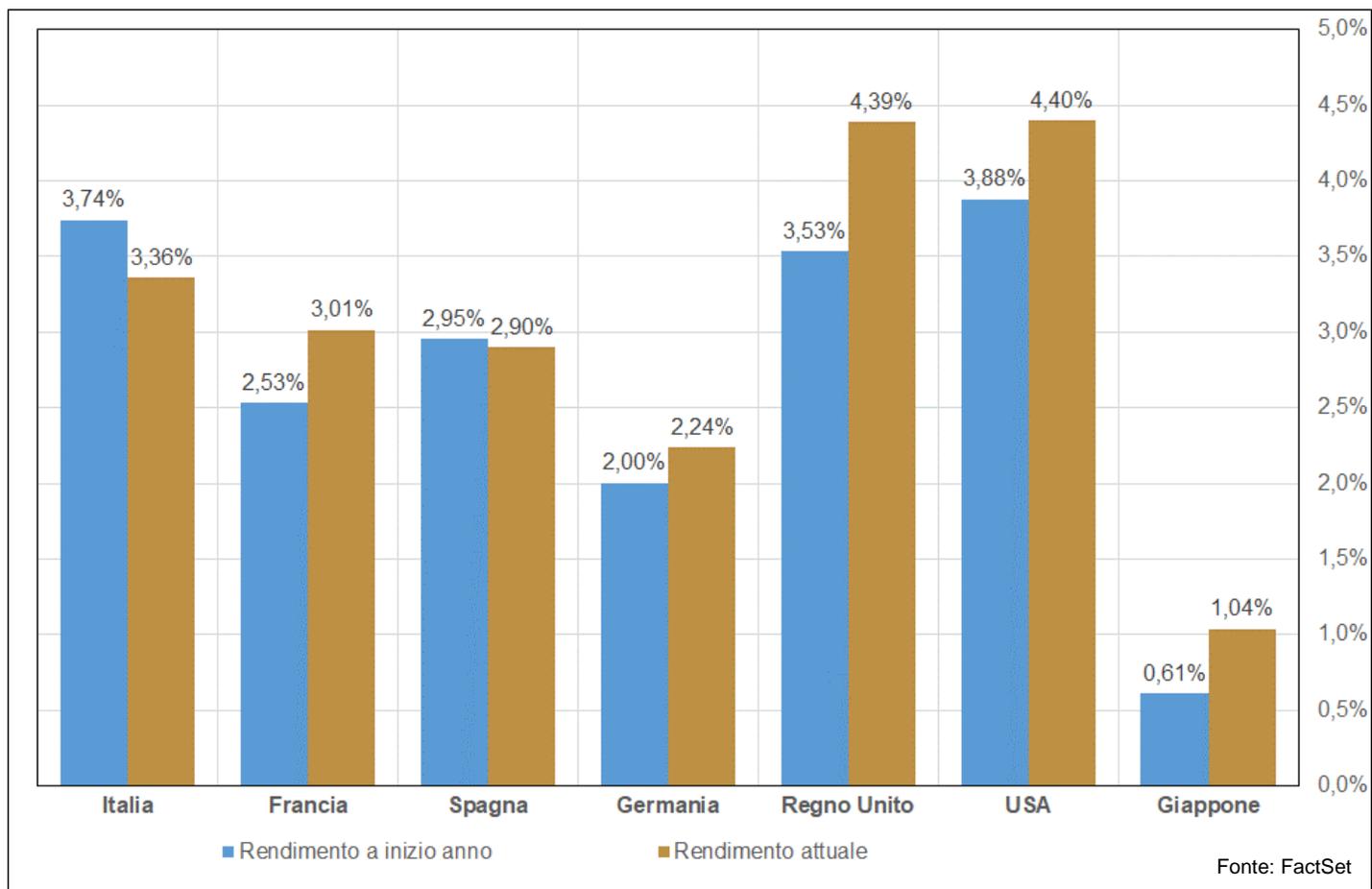


## Andamento dei principali indici settoriali da inizio anno (settori dell'indice FactSet World, dati in valuta locale)

	Francia	Germania	Italia	Spagna	Regno Unito	Svizzera	USA	Giappone
Commercial Services	-6,2%	+5,6%	+24,0%	-4,9%	+9,1%	-9,8%	+16,7%	+0,7%
Communications	-12,9%	+25,1%	-17,3%	-1,1%	+5,8%	-5,9%	+31,7%	+2,5%
Consumer Durables	-4,2%	-17,0%	-4,1%	+27,9%	-10,0%	-4,6%	+47,6%	-2,6%
Consumer Non-Durable	-15,3%	+2,9%	-17,9%	-24,9%	+10,5%	-19,1%	+0,8%	-0,6%
Consumer Services	+2,1%	+7,2%	+19,5%	+10,3%	+21,4%	+20,2%	+16,8%	-9,5%
Distribution Services	-7,8%	-28,8%	-25,5%	+0,6%	-5,9%	-19,4%	+16,1%	+6,8%
Electronic Technology	+0,4%	+10,3%	+23,4%	-34,1%	+29,8%	-19,8%	+48,8%	+5,5%
Energy Minerals	-17,1%	-7,2%	-17,6%	-20,1%	-7,8%	+0,0%	+1,4%	+12,2%
Finance	-3,5%	+16,4%	+38,0%	+19,7%	+13,5%	+8,9%	+27,9%	+19,1%
Health Services	-48,2%	+5,3%	+13,0%	+10,7%	-22,2%	-21,9%	-4,1%	-37,2%
Health Technology	+2,4%	-21,4%	+0,6%	-23,2%	-4,2%	+1,1%	+6,5%	+2,3%
Industrial Services	-16,4%	-2,7%	+54,7%	+5,6%	+27,8%	-1,6%	+25,6%	+5,5%
Non-Energy Minerals	+2,4%	+17,1%	+15,6%	-14,2%	-2,9%	+27,5%	+10,1%	-13,5%
Process Industries	-8,9%	-9,7%	-5,9%	+2,4%	-3,1%	-19,2%	+3,7%	-4,1%
Producer Manufacturing	+22,0%	+8,5%	+9,0%	-12,0%	-6,1%	+11,5%	+22,8%	+3,8%
Retail Trade	-23,9%	+19,1%	+37,0%	+20,9%	-1,5%	+0,4%	+38,0%	+15,4%
Technology Services	-22,4%	+50,4%	-26,0%	+0,0%	+15,5%	-19,3%	+31,1%	+20,5%
Transportation	-5,7%	-14,7%	+0,9%	+15,0%	+40,1%	-25,4%	+7,2%	-12,4%
Utilities	-6,4%	-21,0%	-3,2%	-4,0%	-4,3%	-9,1%	+21,6%	-2,6%

Fonte: FactSet

## Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni



# Andamento dei mercati da inizio anno

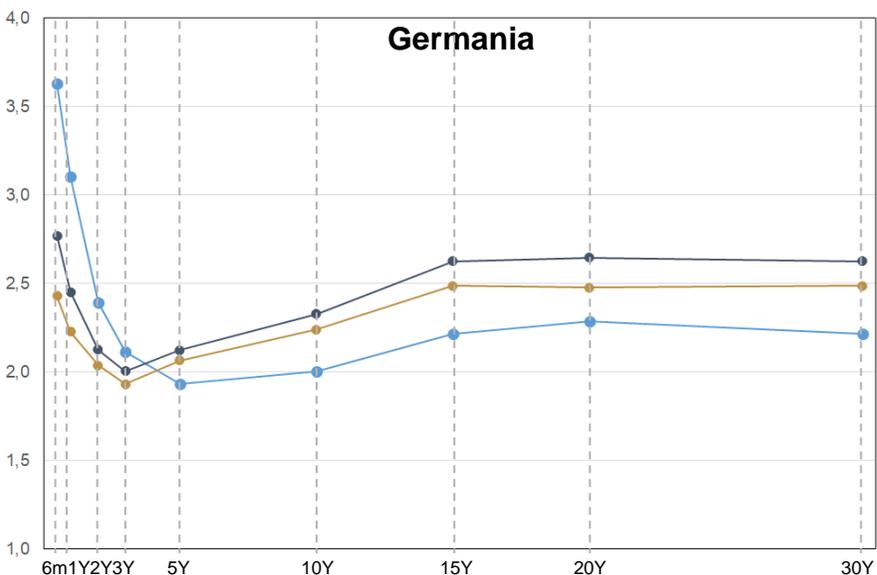
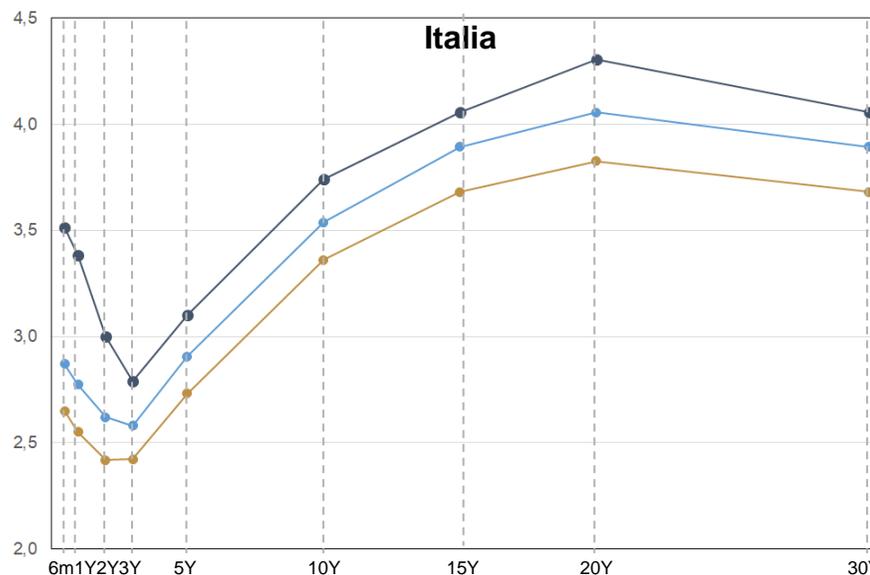
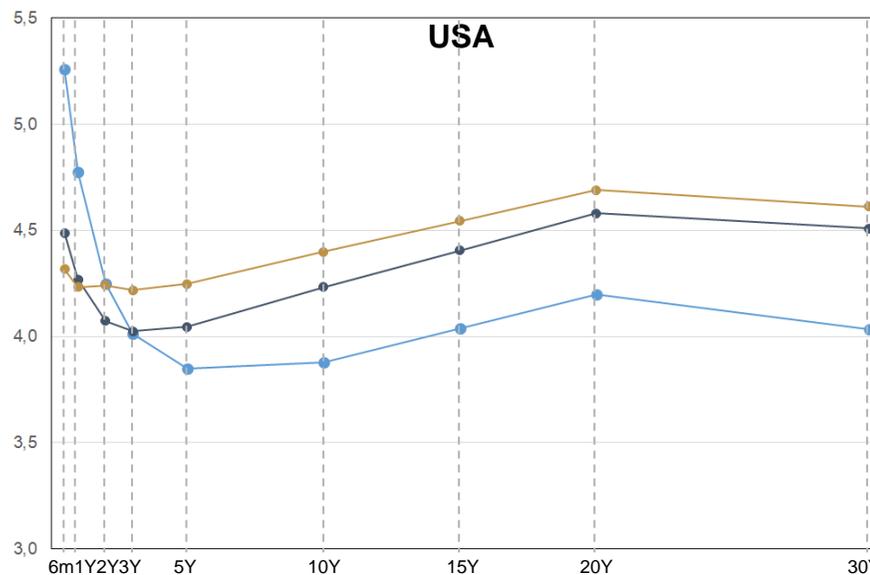
## Curva dei rendimenti

(USA - Germania - Italia)

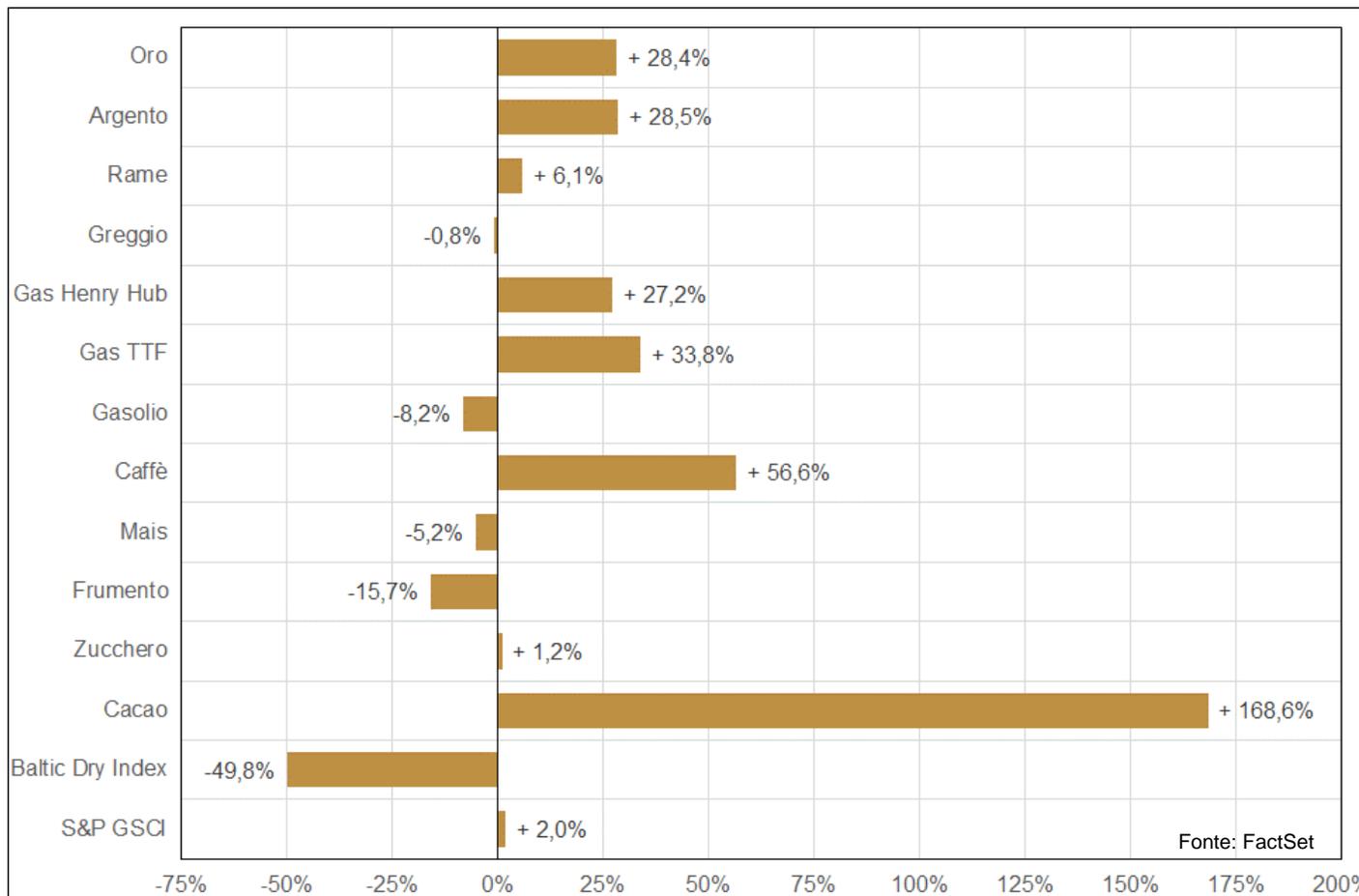
### Legenda:

- Inizio anno
- Precedente comitato
- Attuale

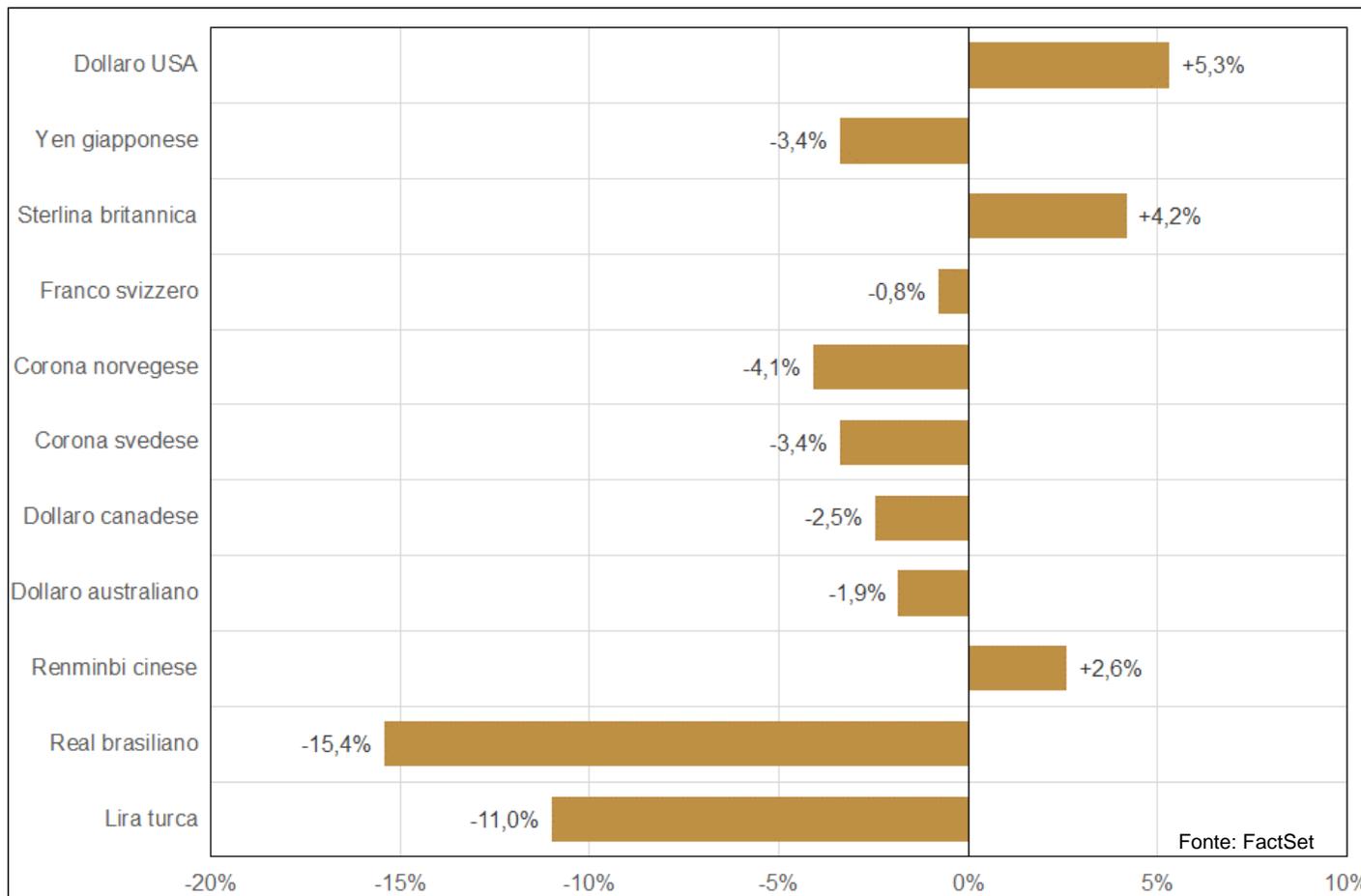
(Fonte: FactSet)



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

Fonte: FactSet

Per quanto riguarda la crescita, le revisioni del consenso per l'Eurozona continuano ad essere generalmente peggiorative, ad eccezione della Spagna, il cui tasso di crescita per il 2025/26 è confermato, al 2% circa, in linea con quanto osservato a ottobre. Sostanzialmente stabili le attese di crescita per il Regno Unito, gli USA e la Cina, in lieve deterioramento quelle dell'India. Sia in Giappone che in Germania le attese di crescita per l'anno che sta per concludersi sono divenute ora

lievemente negative, a conferma del fatto che gli USA sono oggi l'unica area economica in salute.

Nel prossimo biennio, comunque, si stima che Eurozona, Regno Unito e Giappone cresceranno ad un tasso superiore a quello previsto nel 2024.

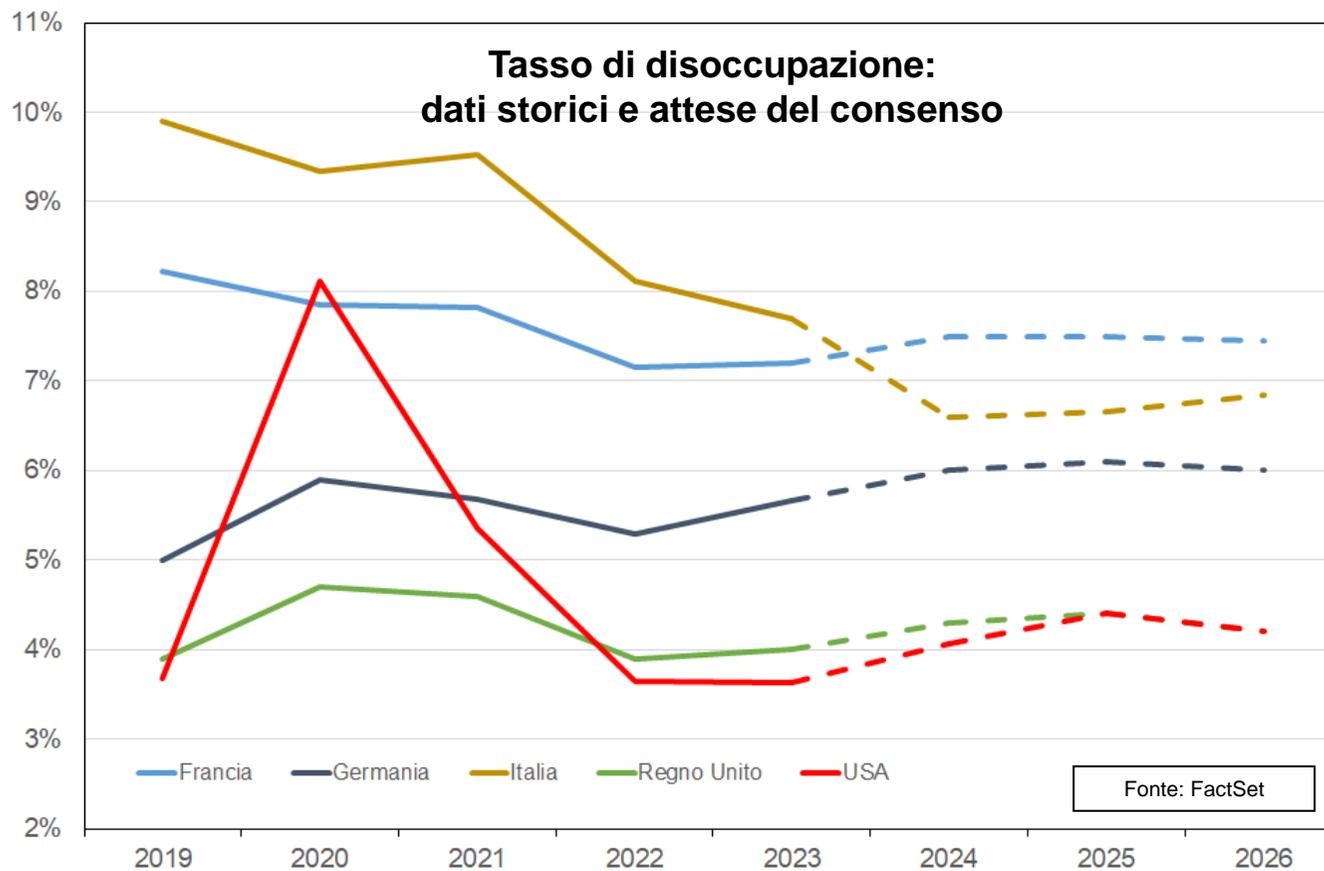
Negli USA e nelle principali economie emergenti, la crescita dovrebbe invece rallentare nel prossimo biennio.

Le stime di inflazione sono tornate a crescere negli USA per effetto dei dazi promessi dal neo-eletto presidente Donald Trump, portandosi ben al di sopra del 2% anche nei prossimi due anni.

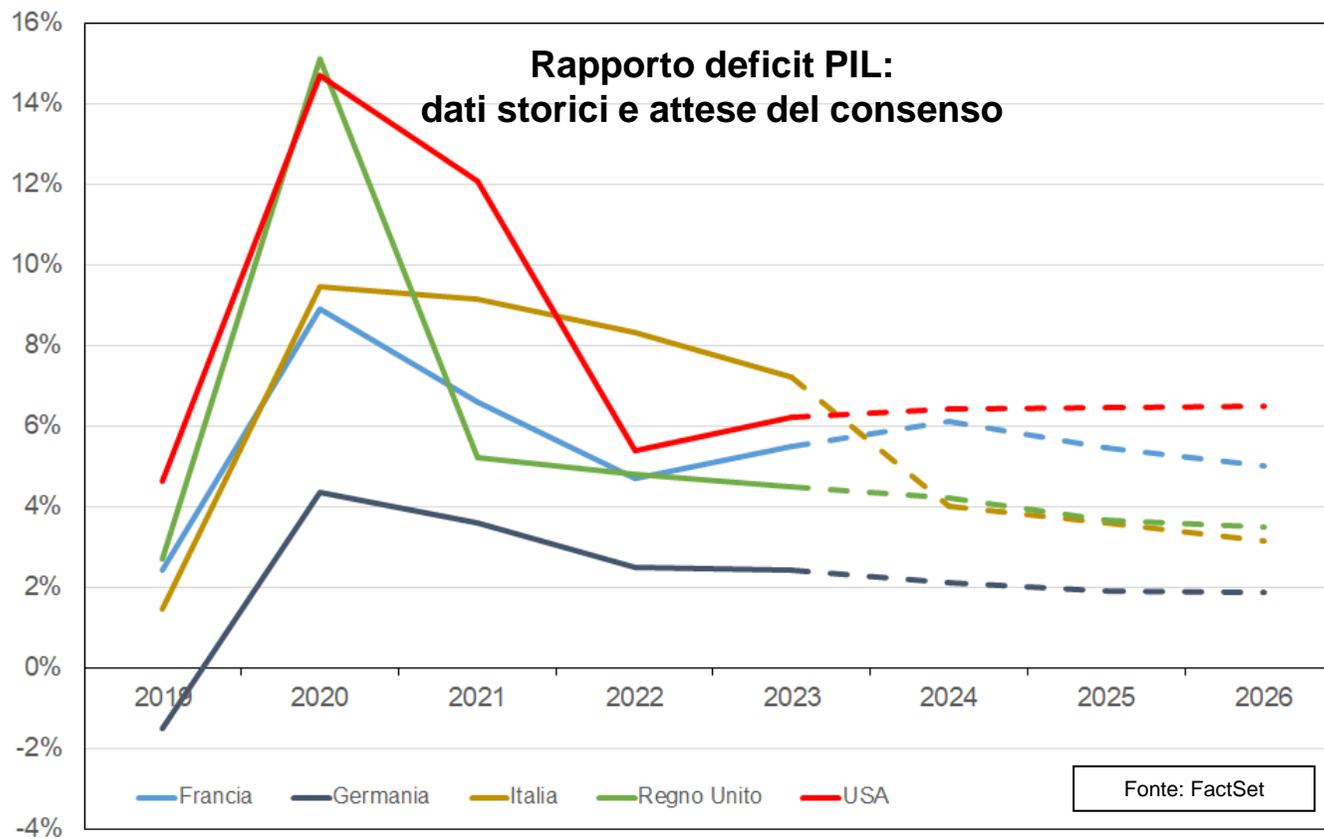
Il livello del 2% dovrebbe invece essere raggiunto in Eurozona, per effetto della minore crescita. Come si vedrà nella sezione dedicata, dopo essere state a lungo al di sopra, le attese del mercato obbligazionario sull'inflazione nell'area Euro si sono ora allineate a quelle di consenso.

(\*) 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.

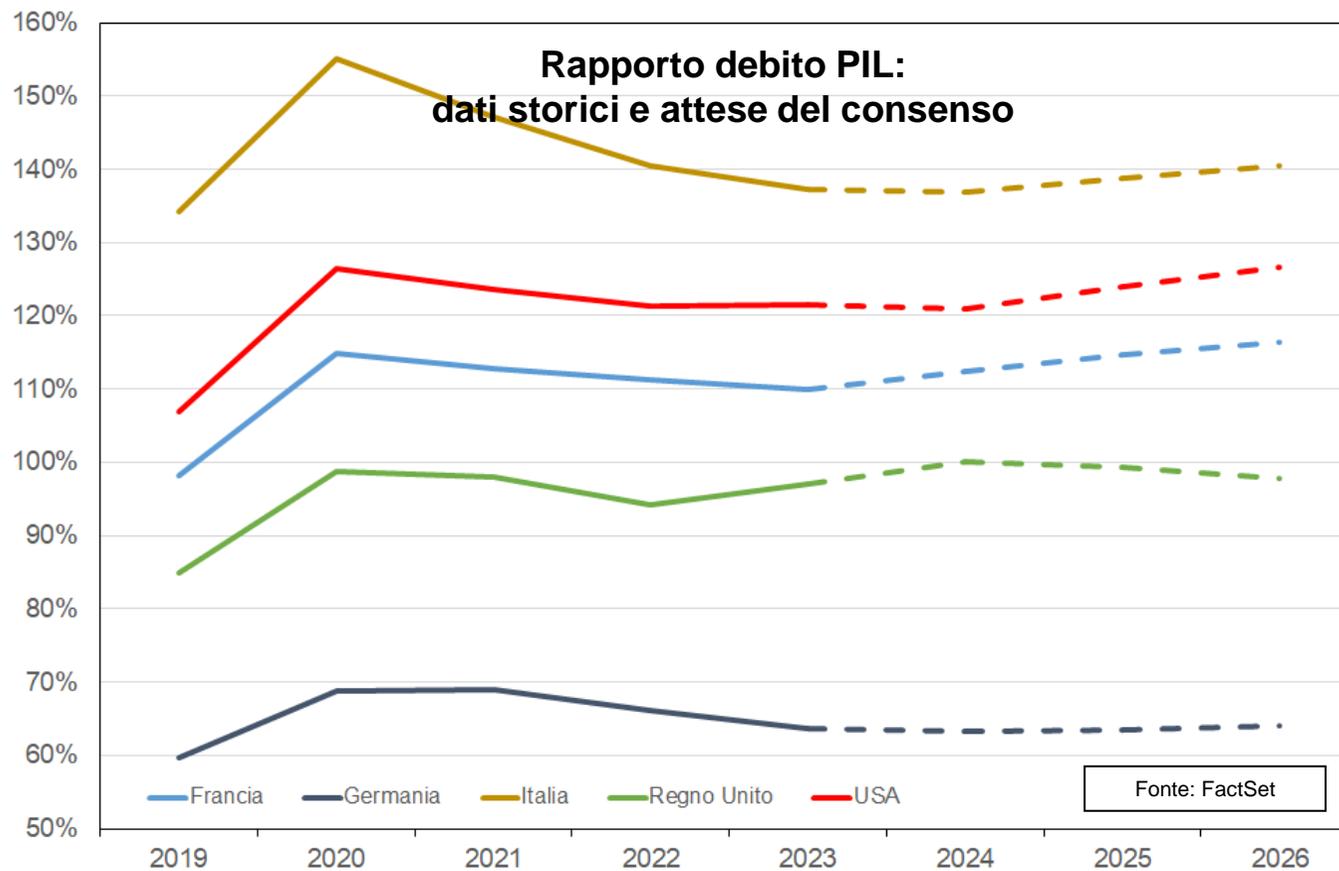
# Evoluzione attesa della congiuntura



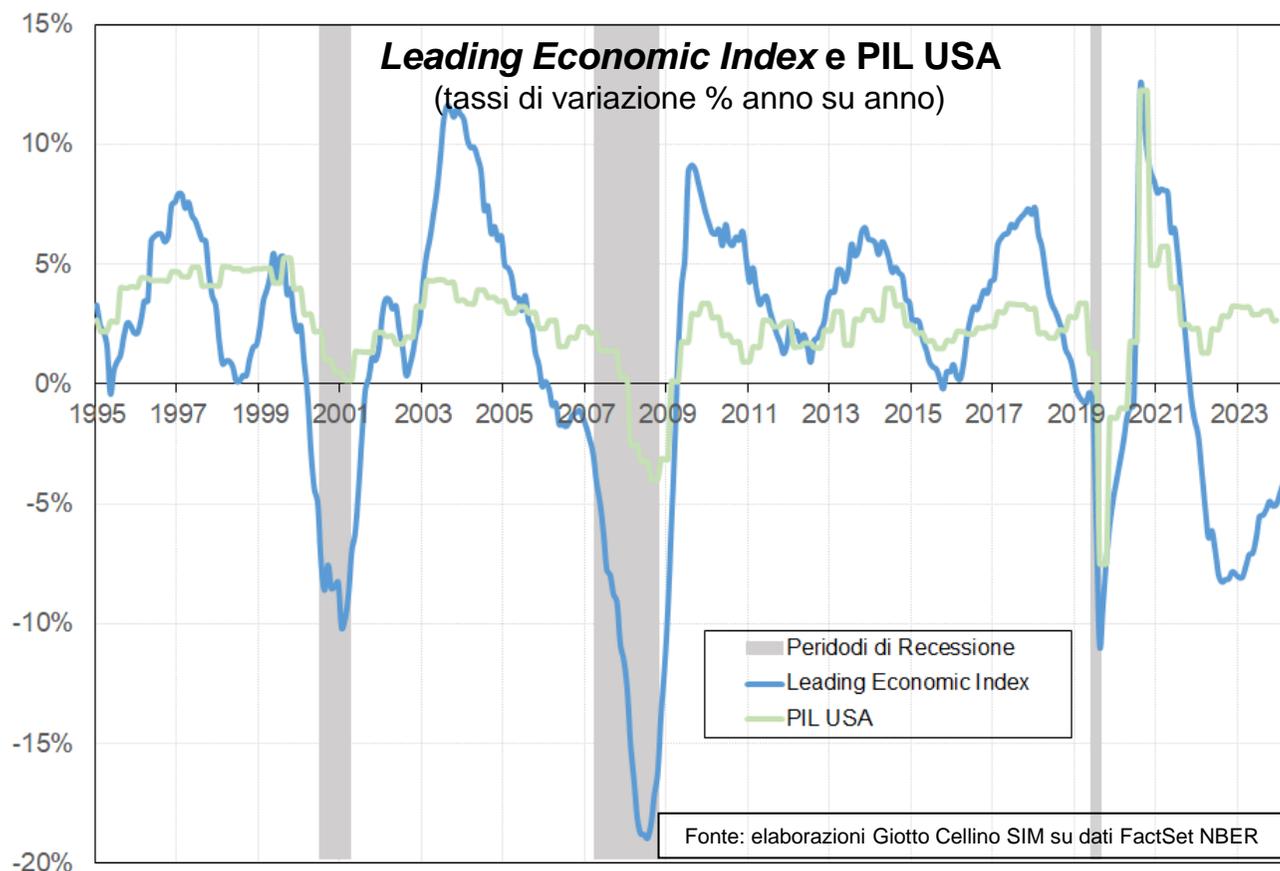
# Evoluzione attesa della congiuntura



# Evoluzione attesa della congiuntura

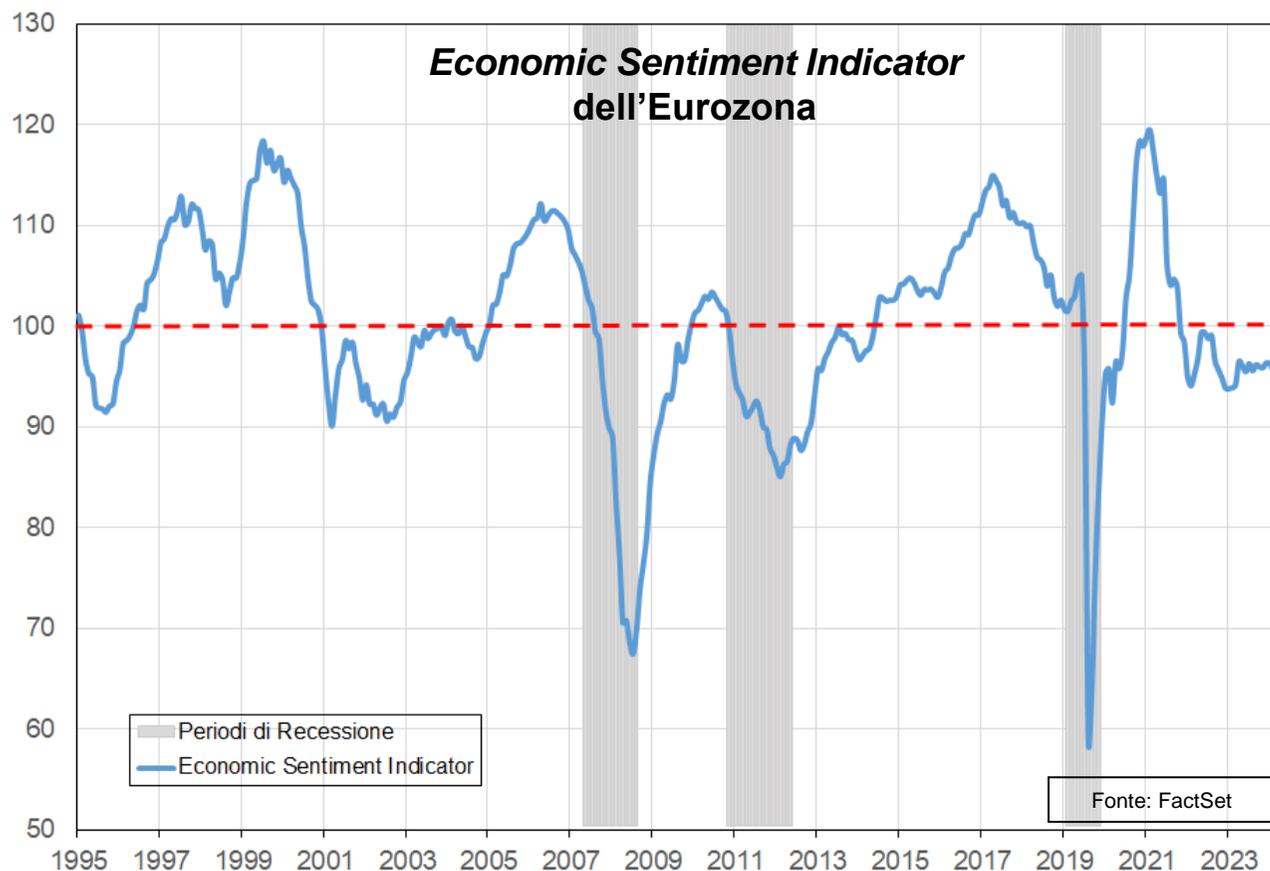


## Evoluzione attesa della congiuntura



La variazione anno su anno del LEI, il *leading indicator* dell'economia USA elaborato del Conference Board, continua ad essere negativa, anticipando un rallentamento della crescita USA, ma non un'imminente recessione, poiché l'indicatore, che sembra avere superato il punto di minimo, suggerisce che nei prossimi mesi le pressioni al ribasso dovrebbero rivelarsi di intensità decrescente.

## Evoluzione attesa della congiuntura



Costruito in modo da oscillare attorno ad un livello medio di 100, l'ESI dell'Eurozona risulta in lenta crescita da alcuni mesi. Pur posizionandosi al di sotto della media (ad novembre è risultato pari a 95,8), lungi dall'anticipare una recessione, l'indicatore sembra supportare il consenso degli economisti, suggerendo una crescita dell'area che, pur in miglioramento, stenta a riportarsi sul valore medio.

## Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali

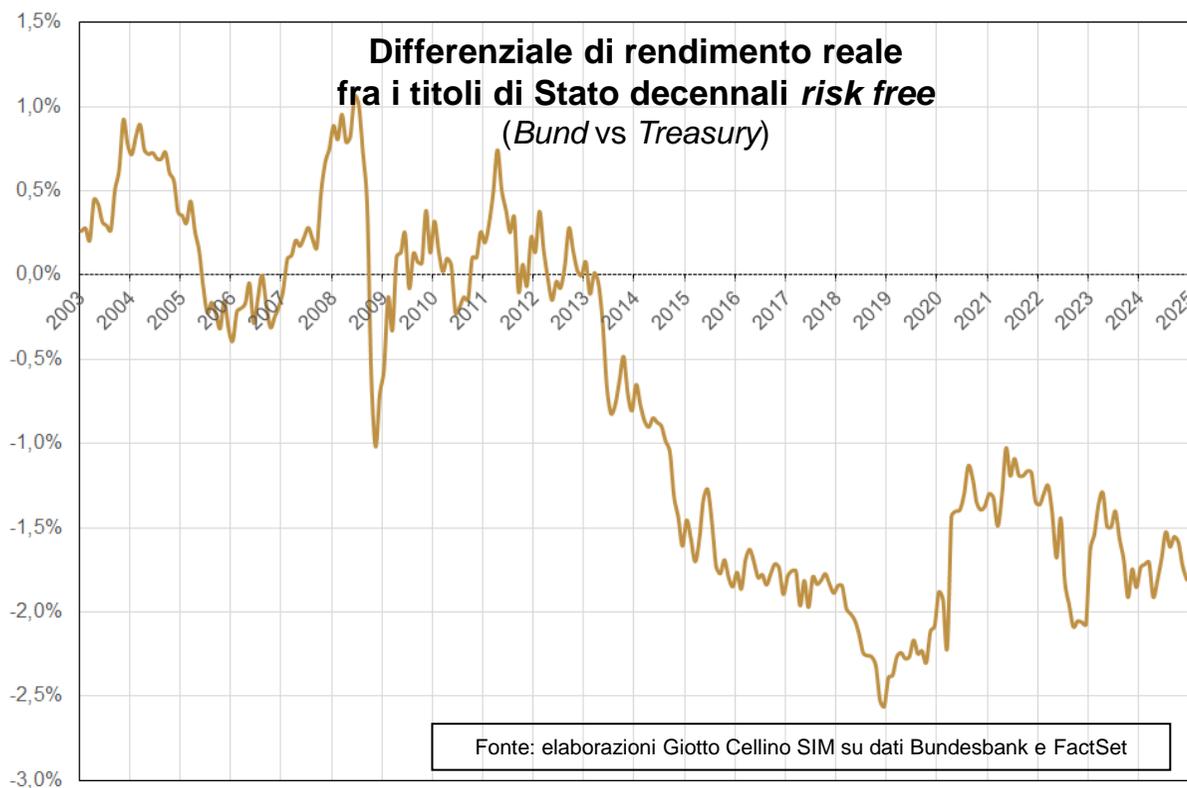


Come si può notare, negli USA le attese di inflazione nel lungo termine si sono stabilizzate da oltre due anni, oscillando fra il 2,1% e il 2,4% (ora sono al 2,2%). Più tormentato, invece, l'andamento delle attese di inflazione in Eurozona, cresciute ancora fino all'autunno del 2023, quando, superato il 2,5%, ebbe inizio la discesa (ora si collocano al 2,0%).

Dunque, come detto, il taglio dei tassi di interesse USA è iniziato in presenza di attese di inflazione ancora superiori al 2%, consolidando uno scenario di lungo termine di inflazione superiore al target dichiarato, coerentemente con il doppio mandato istituzionale (stabilità dei prezzi e piena occupazione).

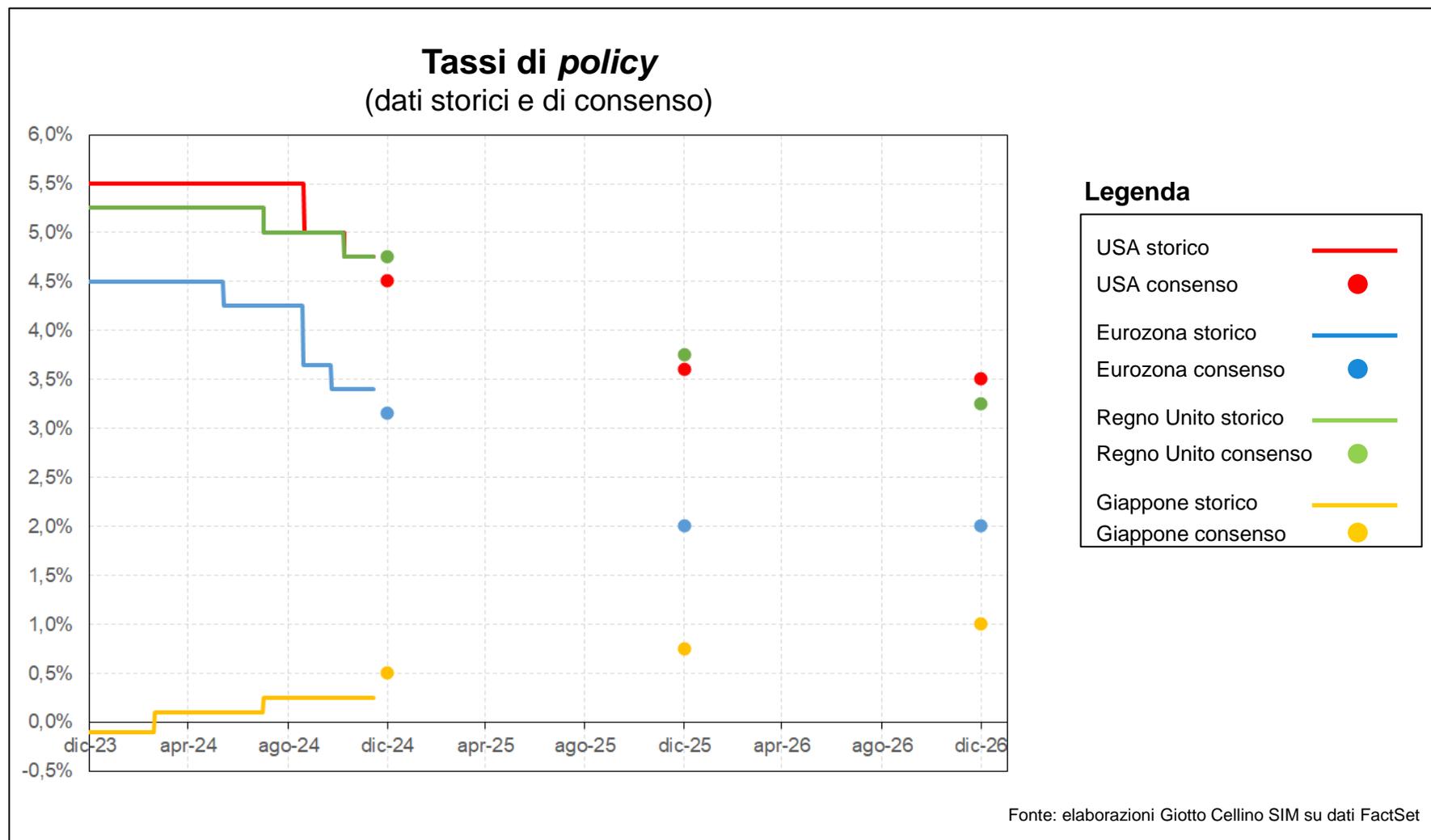
Continuiamo a pensare che anche in Eurozona l'inflazione si manterrà al di sopra del 2% nei prossimi anni, sospinta dai [più volte richiamati fattori esogeni](#) cui si aggiungono, per effetto dell'esito del voto USA, i possibili dazi doganali. Da seguire, a questo proposito, l'effetto disinflazionistico potenzialmente derivante da un calo dei costi energetici indotto dalla fine della guerra in Ucraina, che potrebbe modificare parzialmente il quadro.

## Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato tedeschi decennali (*Bund*) e gli omologhi USA (*Treasury*) 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*. Tale differenziale risulta nettamente a favore del dollaro e delle attività rischiose denominate in Euro.

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).



Sono rappresentati i seguenti tassi di *policy*:

US Federal Funds Target Rate (USA); Eurozone Main Refinancing Operations Minimum Bid Rate (Eurozona); UK Bank Rate (Regno Unito); Japan Policy Rate (Giappone).

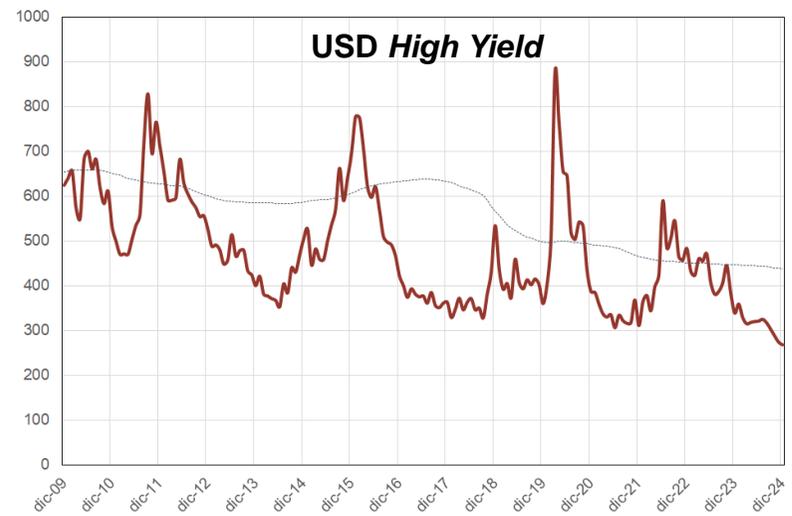
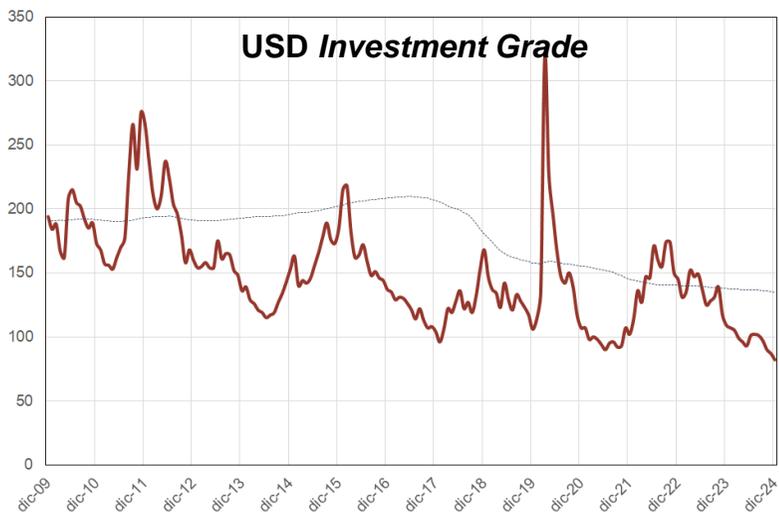
## Le attese del consenso sui tassi di cambio dell'Euro

	Corrente	2024	2025	2026
Dollaro USA	1,049	1,075	1,070	1,091
Yen giapponese	161,2	159,5	156,0	156,0
Sterlina britannica	0,832	0,840	0,830	0,830
Franco svizzero	0,937	0,955	0,980	1,000
Corona norvegese	11,70	11,60	11,20	10,75
Corona svedese	11,52	11,30	11,20	10,95
Dollaro canadese	1,493	1,486	1,480	1,497
Dollaro australiano	1,65	1,64	1,60	1,59
Real brasiliano	6,34	6,00	6,12	6,52
Renminbi cinese	7,64	7,81	7,70	-
Lira turca	36,7	38,0	44,3	53,9

Fonte: FactSet

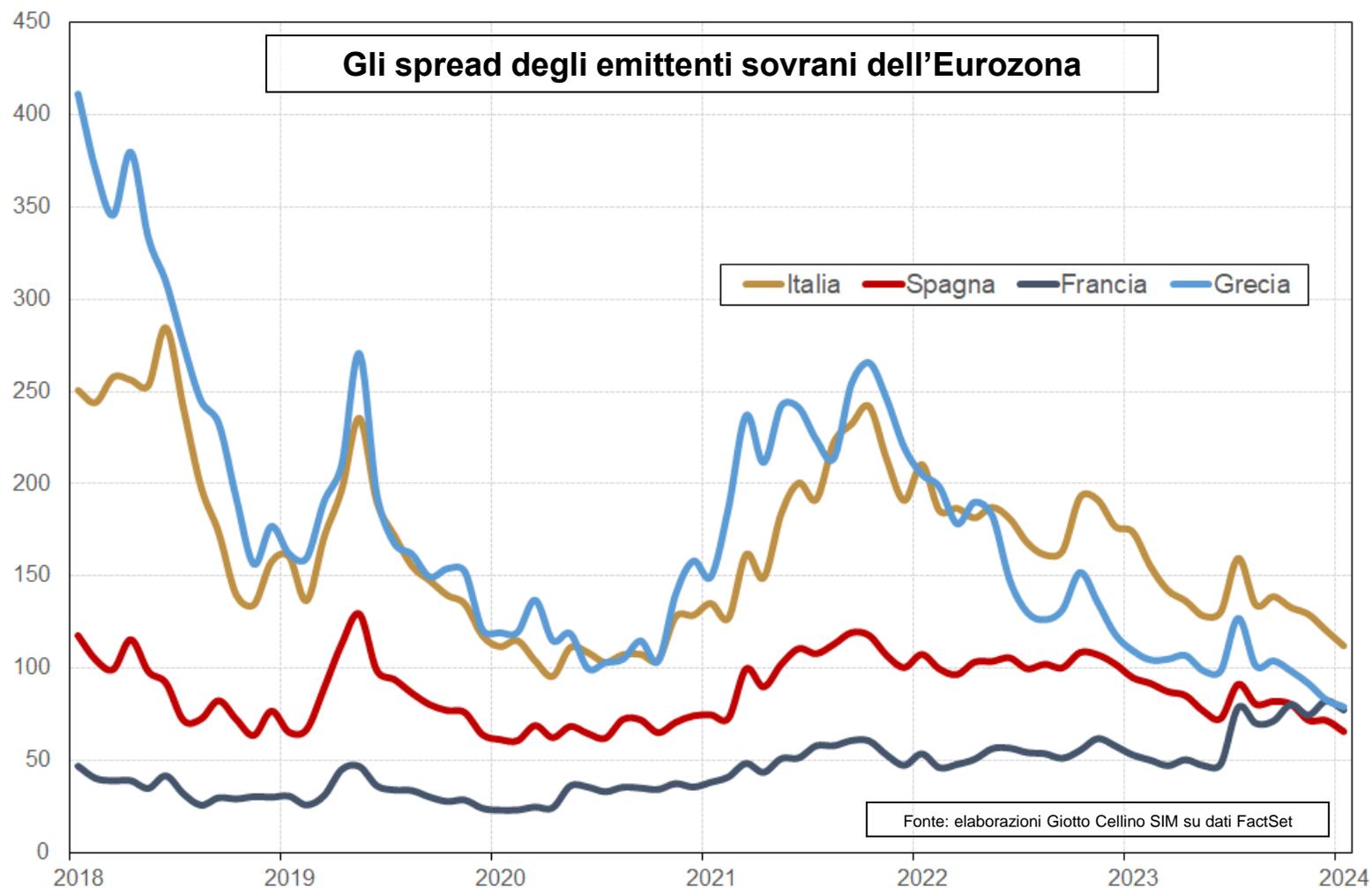
# Gli spread obbligazionari

## Gli spread dei titoli corporate

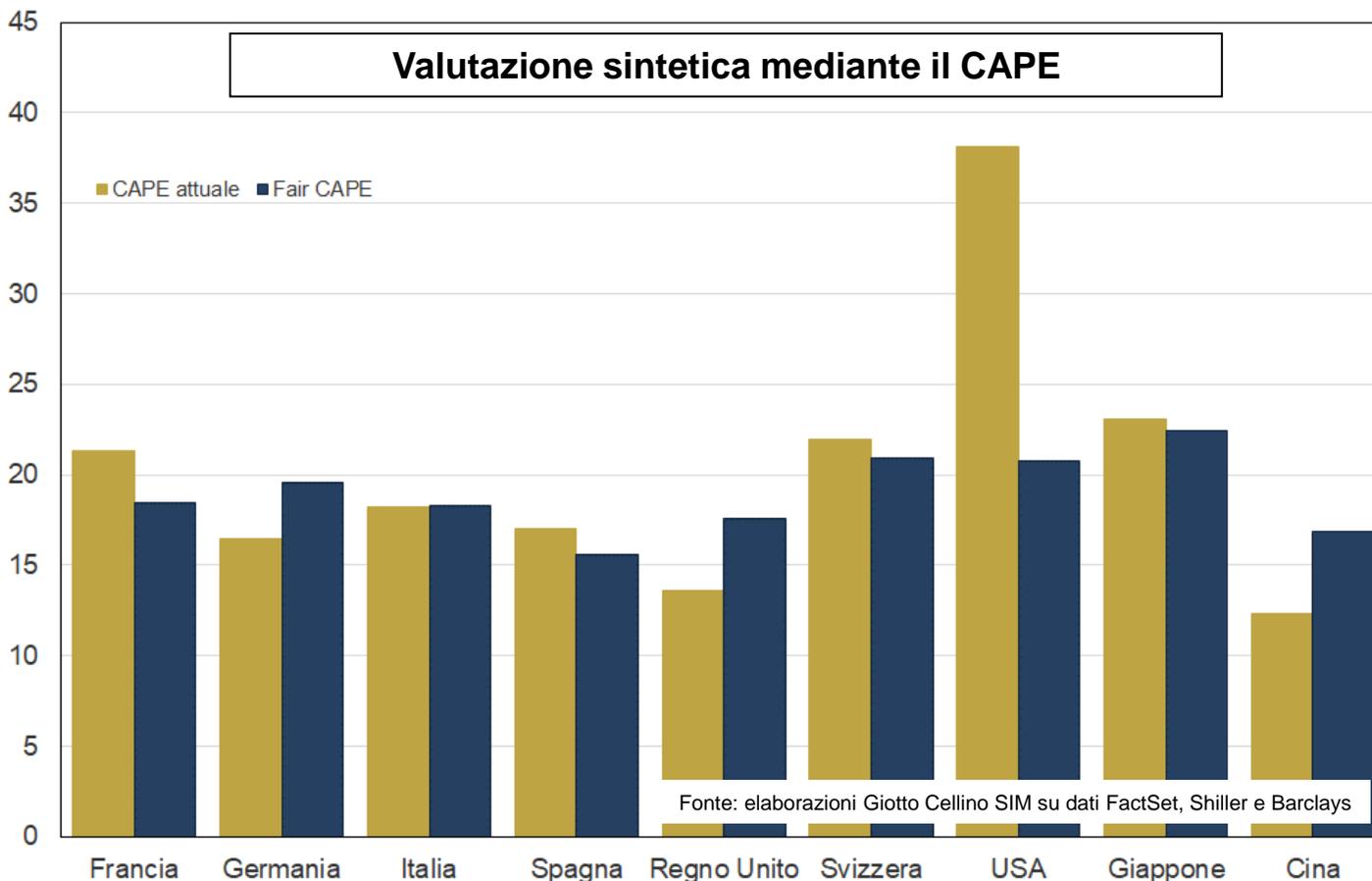


Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

# Gli spread obbligazionari



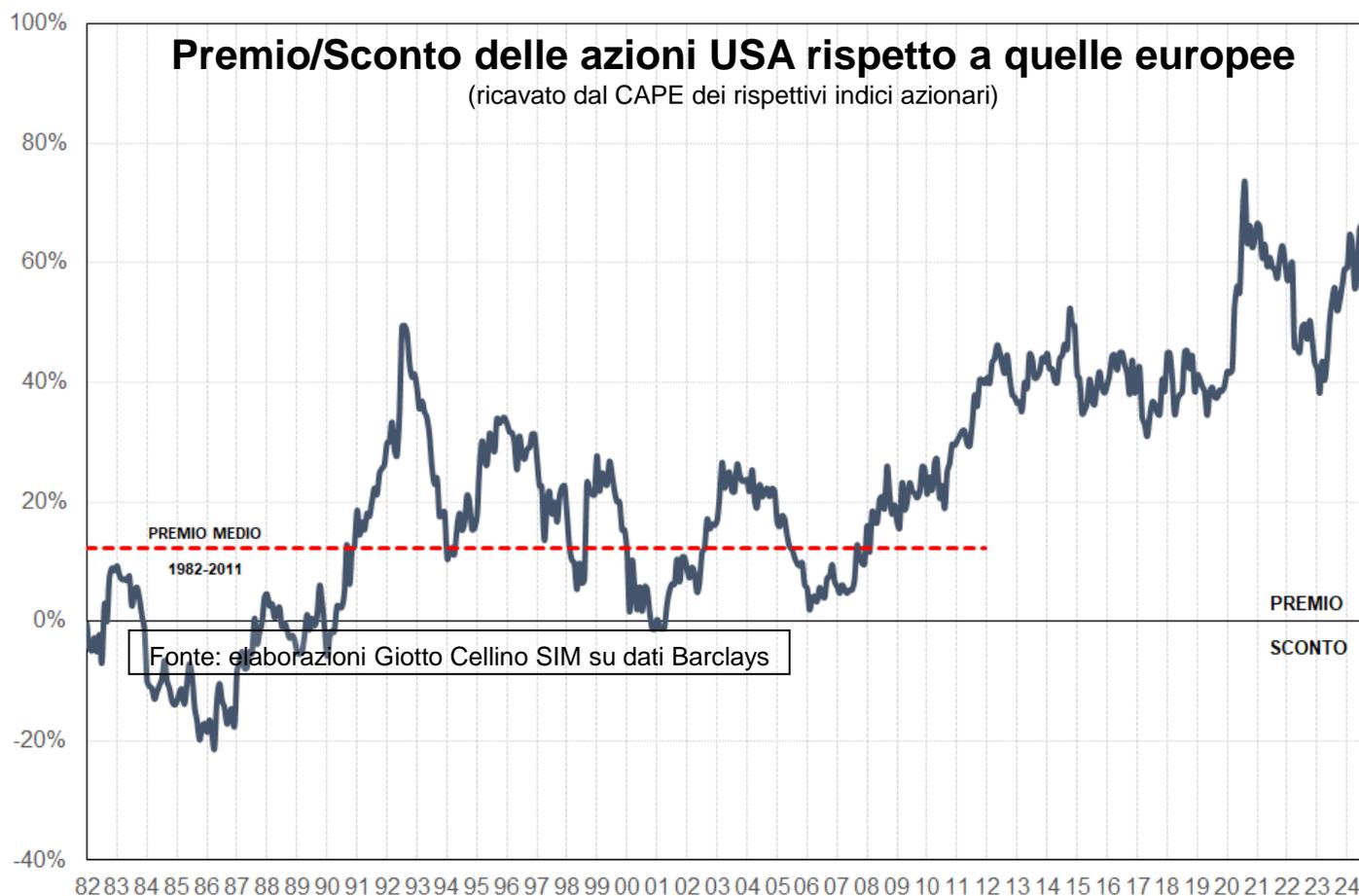
## Valutazione sintetica mediante il CAPE



Il mercato azionario USA risulta fortemente sopravvalutato, mentre, complessivamente, quelli europei si possono considerare correttamente valutati (più interessanti i mercati di Germania e Regno Unito, leggermente cari quelli di Francia e Svizzera, perfettamente allineato al valore teorico l'italiano). Risulta correttamente valutato anche il mercato giapponese, mentre l'unico evidente caso di sottovalutazione è rappresentato dalle azioni cinesi, la cui sottovalutazione, però, è da ritenersi controbilanciata dal rischio geopolitico cui è esposto il Paese.

### NOTE

Il CAPE è una metrica di valutazione introdotta da Robert Shiller. Il fair CAPE di Giotto Cellino SIM, calcolato sulla base dell'andamento storico dell'indicatore, sia in valore assoluto sia in relazione ai tassi di interesse, rappresenta una stima del valore "corretto" che il CAPE dovrebbe assumere date le correnti condizioni di mercato, ne deriva che i mercati azionari per i quali il CAPE attuale risulta inferiore al fair CAPE sono da considerarsi sottovalutati, mentre quelli il cui CAPE attuale risulta superiore al fair CAPE sono da considerarsi sopravvalutati.



In termini di CAPE, tra il 1982 e il 2011 l'indice azionario USA ha quotato, in media, il 12,4% in più di quello europeo. Per trent'anni, il premio di quotazione delle azioni USA rispetto a quelle europee ha oscillato attorno a tale livello. Dal 2012 il premio delle azioni USA si è assestato attorno al 40% senza più ritornare verso la media, ma anzi, con due potenti balzi, uno partito nel 2020 e l'altro nel 2023, è significativamente cresciuto, fino a giungere in questi giorni a un nuovo

massimo storico dell'86%.

Se ne può dedurre che il premio del 12,4%, storicamente attribuito alle azioni d'oltreoceano in virtù della superiorità dell'economia USA, non è oggi più sufficiente a prezzare il differenziale di forza fra i due mercati azionari.

Si possono individuare due cause di questo deterioramento delle valutazioni relative europee: la debolezza politica del Vecchio Continente (non è un caso che il premio cessi di essere attratto dal valore medio in concomitanza con la crisi del debito pubblico dell'Eurozona) e l'eccessiva dipendenza europea da comparti industriali in declino (l'*automotive* ne è la rappresentazione più significativa), cui si accompagna una scarsa presenza di aziende tecnologiche e innovative.

Ovviamente, il premio attribuito alle azioni USA non potrà salire indefinitamente e dovrà trovare un baricentro attorno al quale gravitare, ma a quale livello potrebbe collocarsi tale nuovo premio di equilibrio?

È difficile rispondere a questa domanda, ma è opinione diffusa, da noi condivisa, che l'attuale differenziale di valutazione sia eccessivo e si fondi su una fiducia nelle possibilità di crescita offerte dalle nuove tecnologie sviluppate dalle aziende USA che si sta sempre più avvicinando all'esuberanza irrazionale che accompagnò, sul finire degli anni '90, il formarsi della bolla speculativa delle dot.com.

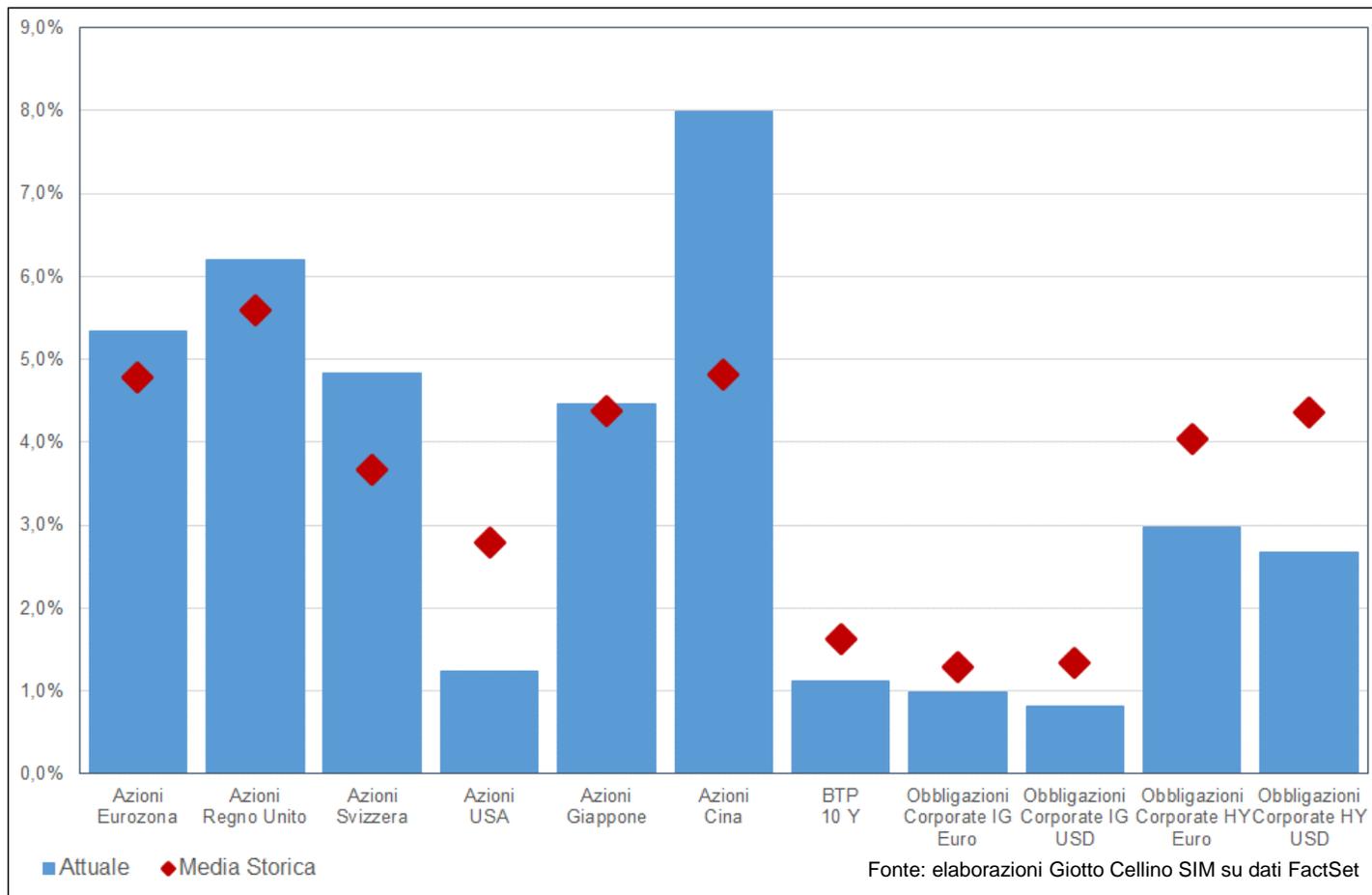
Dunque, anche se non è possibile stabilire con precisione a quanto possa ammontare il "giusto" premio con il quale prezzare le azioni USA, è piuttosto ragionevole supporre che questo sia inferiore all'attuale. Si renderà quindi necessaria una fase di aggiustamento, nel corso della quale le azioni europee dovranno sovraperformare quelle USA.

L'ultima domanda alla quale rispondere è: quando si potrebbe realizzare tale aggiustamento?

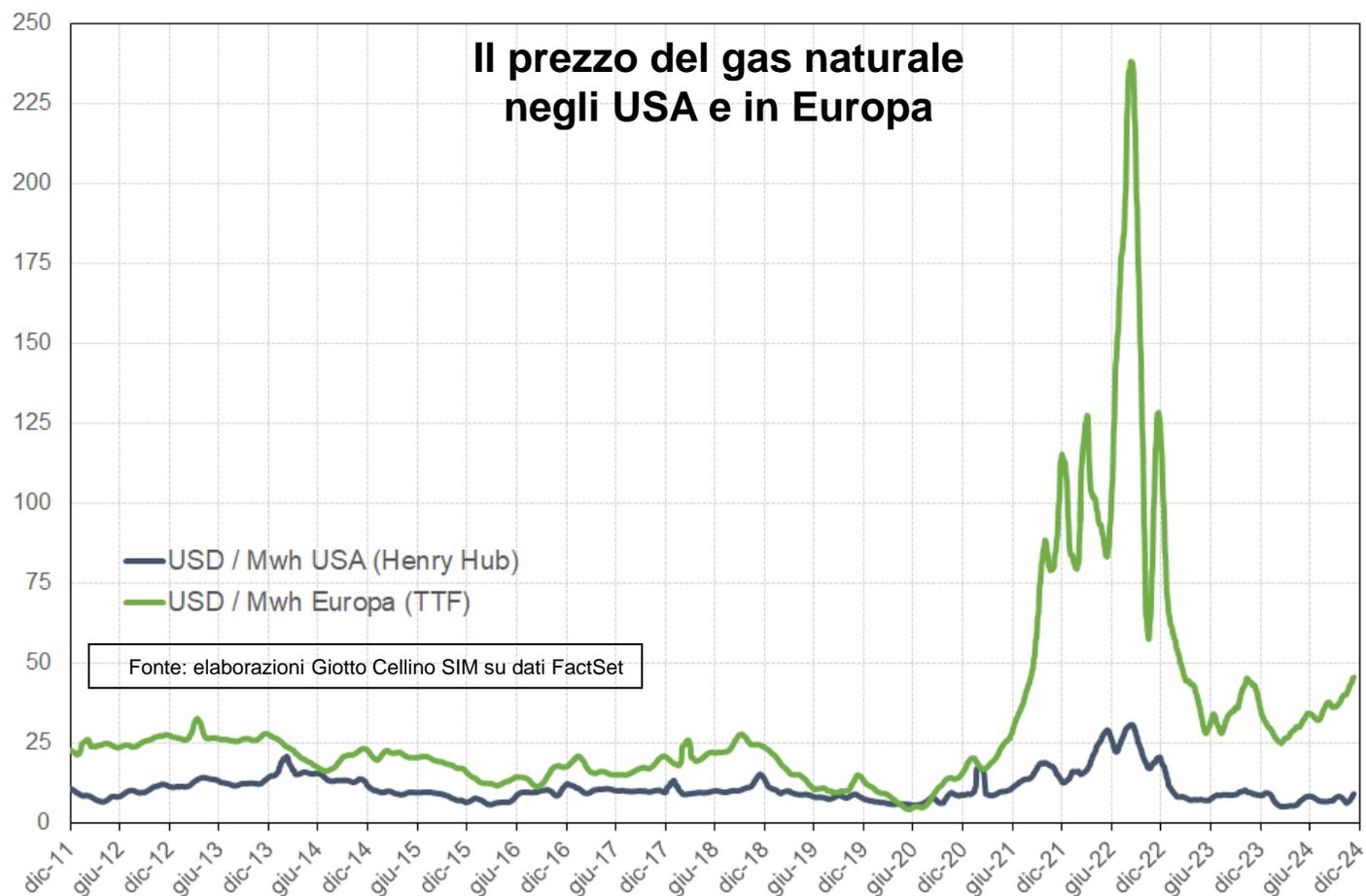
È difficile che l'Europa possa sovraperformare gli USA in questa fase di crescita dei mercati azionari, proprio perché uno dei *driver* principali di tale crescita è la fiducia nelle nuove tecnologie provenienti dall'altra sponda dell'Atlantico. È ragionevole invece pensare che lo squilibrio di valutazioni fra USA e Europa potrà trovare soluzione nel corso di una futura fase di correzione dei mercati, che inevitabilmente seguirà all'attuale mercato toro, che potrebbe originarsi proprio dalla presa d'atto degli eccessi che caratterizzano le quotazioni di alcune *large cap* USA.

## Premi per il rischio

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



## I benefici derivanti dalla possibile fine della guerra in Ucraina



Il prezzo del gas naturale negli USA, ad eccezione di una breve parentesi nel periodo del COVID, è sempre stato inferiore a quello vigente in Europa, in una misura che, tra il 2011 e l'estate del 2021, prima che iniziassero le tensioni fra Russia e Ucraina sfociate nella guerra tuttora in corso, è stata mediamente di circa 9 dollari al Mwh, molto al di sotto dei 30 dollari al Mwh che rappresentano oggi il costo di liquefazione e trasporto, rendendo di fatto antieconomica

## I benefici derivanti dalla possibile fine della guerra in Ucraina

---

la vendita del gas USA in Europa, tanto che nel 2021 il Gas Naturale Liquefatto (GNL) proveniente da oltreoceano rappresentava una piccola quota dei consumi.

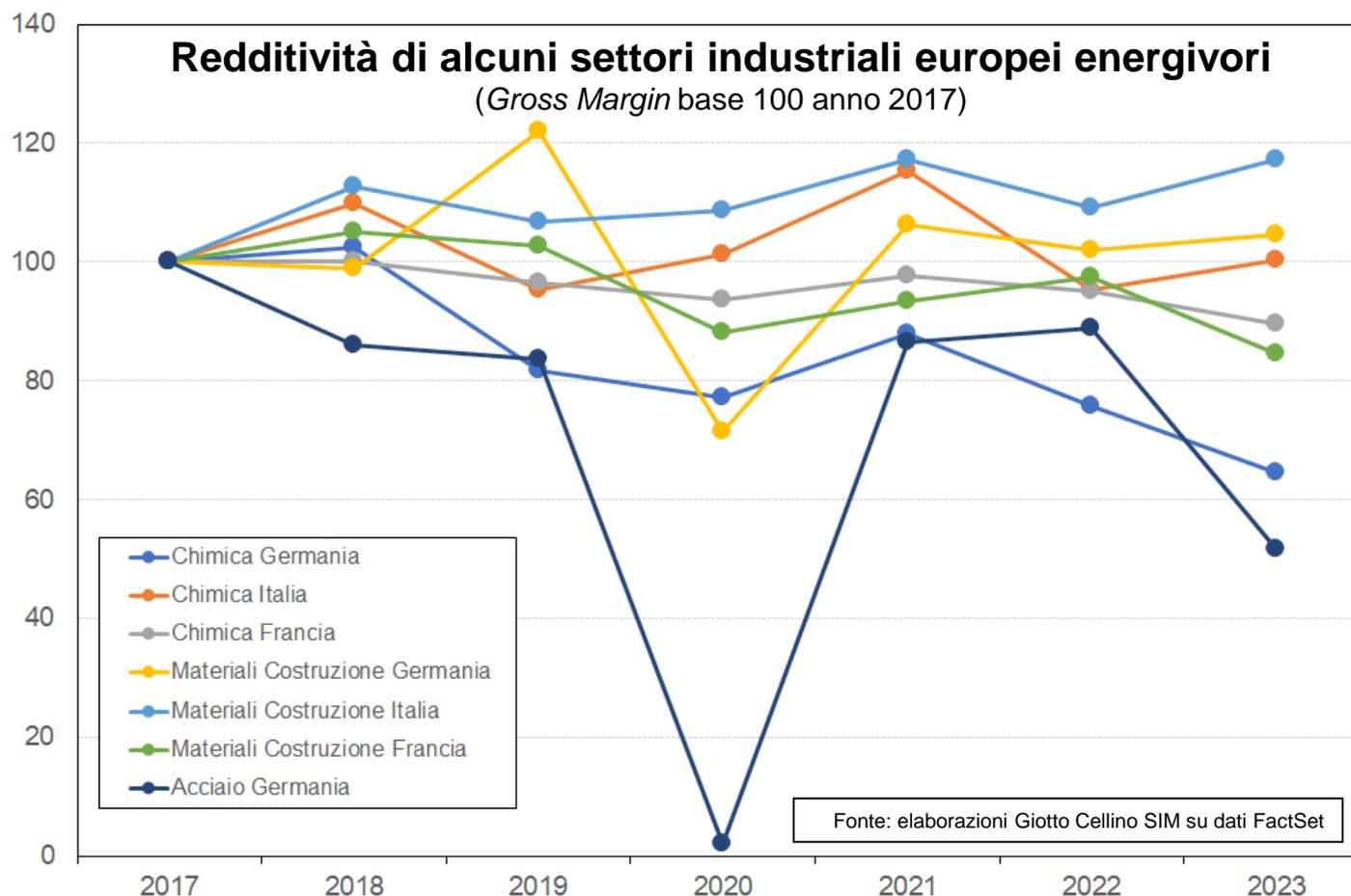
Il [Consiglio Europeo riporta](#) che gli alti prezzi raggiunti dal gas europeo TTF in conseguenza dell'invasione dell'Ucraina e della necessità politica di ridurre la dipendenza dalla Russia hanno determinato un fortissimo aumento delle importazioni di GNL dagli USA, passate dai 18,9 miliardi di metri cubi del 2021 a 56,2 miliardi di metri cubi nel 2023. Di fatto, l'aumento delle importazioni dagli USA e, in minor misura, dalla Norvegia, unitamente ad una riduzione dei consumi, hanno consentito all'UE di ridurre gli acquisti di gas russo dai 150,2 miliardi di metri cubi del 2021 ai 42,9 miliardi di metri cubi del 2023.

Rimane il fatto che il GNL, oltre al costo elevato, ha anche un impatto ambientale decisamente superiore rispetto al gas che giunge in Europa via gasdotto dalla Russia ed è dunque ragionevole che, qualora il conflitto dovesse concludersi, pur mantenendo una diversificazione delle fonti superiore rispetto a quella che la caratterizzava prima dell'invasione, l'Europa possa pragmaticamente ritornare ad un maggior consumo di gas russo. Non solo, la fine del conflitto dovrebbe portare anche ad una riduzione del prezzo del gas, che difficilmente ritornerà ai livelli precedenti, ma potrebbe comunque ridursi significativamente.

Sulla base di quanto dichiarato da Donald Trump, sia nel corso della campagna elettorale sia successivamente all'elezione a 47° presidente degli USA, dopo il suo insediamento il conflitto ucraino potrebbe terminare nel giro di poco tempo.

Un calo dei costi energetici potrebbe rappresentare un importante supporto per tutto il settore manifatturiero europeo e, in modo particolare, per quei comparti, detti energivori, nei quali l'incidenza di tali costi è più rilevante.

## I benefici derivanti dalla possibile fine della guerra in Ucraina



Il grafico rappresenta l'andamento del *Gross Margin* tra il 2017 e il 2023 di alcuni fra i settori energivori di Francia, Germania e Italia, con riferimento alle sole società quotate. Come si può osservare, a cavallo della guerra si nota un calo significativo della redditività nel comparto dell'acciaio tedesco e in quelli della chimica e dei materiali da costruzione francesi e tedeschi. Gli altri comparti industriali osservati sembrerebbero essere stati capaci di introdurre misure di

## I benefici derivanti dalla possibile fine della guerra in Ucraina

---

efficientamento tali da contrastare l'aumento dei costi energetici, mantenendo intatti i margini e, nel caso dei materiali da costruzione italiani, addirittura migliorandoli.

Possiamo concludere che la riduzione dei costi energetici potrà portare un significativo beneficio a tutto il comparto manifatturiero europeo, accrescendo i margini di profitto sia di chi li ha preservati sia di chi, invece, è stato danneggiato dalla guerra, mentre, a livello macroeconomico, potrebbe rappresentare un potente stimolo alla crescita, capace, unitamente al supporto della BCE, di ridare slancio all'economia europea che, come visto, è a rischio di stagnazione.

Ma non è solo dalla riduzione dei costi energetici che l'Europa potrebbe trarre linfa dalla fine del conflitto, esistono altri due *driver* sovente evocati dagli analisti in relazione a tale ipotesi:

- la fine della guerra in Ucraina porterebbe con sé la fine del rischio di *escalation* insito in un conflitto che si sta svolgendo ai confini dei paesi NATO e che, in una qualche misura, è certamente oggi scontato dai mercati;
- la fine della guerra in Ucraina aprirebbe le porte al *business* della ricostruzione, nel quale le imprese europee potrebbero rivestire un ruolo rilevante.

In merito al secondo punto, occorre però rilevare che il piano di pace che Trump sembrerebbe intenzionato a proporre (più simile a una tregua che a una vera e propria pace), prevedrebbe il mantenimento in mani russe di buona parte dei territori occupati durante l'invasione, limitando quindi in modo significativo gli interventi di ricostruzione eseguibili dalle imprese occidentali.

Nonostante le aspettative di crescita siano in via di deterioramento, in Eurozona, dopo un 2024 caratterizzato da una crescita modesta, secondo il consenso dovrebbe realizzarsi un biennio di crescita moderata, comunque superiore all'anno che si sta concludendo. L'Europa potrebbe però riservare qualche sorpresa se l'azione della BCE dovesse rivelarsi più incisiva delle aspettative e, soprattutto, se la fine del conflitto in Ucraina, oggi più probabile grazie all'elezione di Trump, dovesse portare ad un calo dei costi energetici e a un incremento della fiducia di imprese e consumatori. Non aiuteranno, invece, le politiche fiscali che, in forza del nuovo patto di stabilità e crescita, nel 2025 diverranno restrittive, anche nei paesi che avrebbero spazio di bilancio.

Sono invece in via di stabilizzazione le attese di crescita per gli USA, che nel 2025/26 dovrebbe attestarsi attorno al 2% medio annuo: l'economia USA dovrebbe quindi rallentare rispetto al considerevole tasso di crescita che ha sperimentato nel corso del 2024, pur mantenendo un passo più che soddisfacente.

Le previsioni di crescita attualmente disponibili per l'economia cinese tradiscono una scarsa fiducia degli analisti nell'efficacia delle politiche di stimolo economico che sono state annunciate da Pechino.

La crisi politica che ha colpito i due principali paesi dell'Eurozona, in Francia il nuovo governo appare assai debole mentre in Germania si andrà al voto a febbraio, al netto di alcuni picchi di volatilità oramai superati, non sembra al momento preoccupare i mercati. L'esito delle elezioni USA è stato invece accolto con favore, nonostante l'elezione di Trump possa portare, via sanzioni, ad un ridimensionamento del commercio globale. Come visto, invece, l'intenzione del neo-eletto presidente di giungere a una rapida conclusione del conflitto in Ucraina potrebbe avere risvolti positivi, soprattutto nel Vecchio Continente.

L'inflazione prospettica risulta al di sopra del target del 2% negli USA, sia nei dati di consenso sia nelle attese implicite nei dati di mercato, corroborando la nostra visione di un lungo periodo di inflazione sopra target negli USA. Operati i necessari distinguo, riteniamo che anche in Eurozona nei prossimi anni l'inflazione potrà risultare superiore, non solo a quanto osservato prima del COVID, ma anche al target della BCE.

## Analisi dei mercati finanziari per il 2025

---

Un periodo non breve di inflazione relativamente elevata rappresenta 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 alla media e, in molti casi, su nuovi minimi storici. In ambito obbligazionario risultano quindi ancora appetibili i rendimenti dei titoli di Stato italiani, supportati quest'anno da un forte calo dello spread che potrebbe non essersi ancora del tutto concluso, i rendimenti dei titoli di Stato USA e quelli delle obbligazioni corporate IG in euro.

- Per quanto attiene *l'asset allocation* azionaria internazionale, sulla base delle valutazioni effettuate tramite il *Fair CAPE* e preso atto della forza del tema dell'AI sul mercato USA, si rinnova l'invito a sovrappesare l'Eurozona e, in chiave tattica, il settore tecnologico USA, con particolare riferimento all'AI. Permane anche il giudizio positivo sul Regno Unito, mentre l'indicazione per il mercato giapponese e le borse dei Paesi Emergenti rimane la neutralità. 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). La natura tattica del sovrappeso nel tema dell'AI si fonda sull'obiettivo sopravvalutazione dei titoli tecnologici USA oltre che sulla convinzione che, così come sta guidando il *bull market*, probabilmente il comparto guiderà i listini anche nel successivo *bear market*.
- Con la sola - rilevante - eccezione del mercato USA, il fattore di investimento *Value* sta continuando a prevalere a livello globale su quello *Growth* e, tenuto conto delle attese di inflazione e della già citata sopravvalutazione del comparto tecnologico, siamo convinti continuerà a farlo anche in futuro e andrà quindi privilegiato nella composizione dei portafogli.
- L'aggiornamento dell'analisi sui titoli bancari effettuata a giugno ha confermato che tali titoli, nonostante i forti rialzi, continuano ad apparire estremamente interessanti.
- 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 le migliorate prospettive di crescita. Per il medesimo motivo, cui si aggiunge la necessità europea di disporre di un apparato difensivo autonomo - amplificata dall'elezione di Trump alla presidenza USA - il settore europeo della difesa costituisce un'interessante opportunità di investimento. Aggiungiamo ai settori da privilegiare, sulla base delle considerazioni svolte in questo documento, i titoli energivori e i comparti delle costruzioni e dell'*engineering* europei.

- Come verificato in occasione del Comitato di settembre, le *small* e *mid* cap italiane dispongono di buoni margini di apprezzamento; riteniamo inoltre che il segmento *small mid* risulti interessante anche sugli altri mercati, grazie alle buone attese di crescita dell'economia globale e al taglio dei tassi di interesse in USA e in Europa.
- I titoli di Stato USA sono tornati ad offrire rendimenti reali in linea con i livelli precedenti il fallimento di Lehman Brothers e sono quindi una buona opportunità di 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. Come verificato tramite l'analisi presentata nel precedente Comitato, salvo il manifestarsi di fattori esogeni, i rendimenti a lungo termine difficilmente scendono all'inizio delle fasi di espansione monetaria, reiteriamo quindi l'indicazione di aumentare la *duration* dei portafogli solo su fasi di debolezza dei titoli a medio-lungo termine e di ridurla nelle fasi di forza.
- 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 europeo potrebbero 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	A partire dal 31-dic-23
USA 702,2%	USA 661,1%	USA 565,6%	USA 424,6%	USA 306,4%	USA 260,1%	USA 213,2%	USA 192,5%	USA 191,6%	USA 117,5%	USA 95,4%	Spagna 52,4%	USA 66,6%	USA 35,7%
Mondo 370,7%	Mondo 389,0%	Mondo 325,2%	Mondo 260,0%	Mondo 201,9%	Mondo 176,1%	Mondo 147,2%	Mondo 125,8%	Mondo 136,0%	Mondo 82,1%	Italia 89,7%	Italia 51,8%	Italia 64,6%	Mondo 27,9%
Svizzera 264,6%	Svizzera 275,5%	Svizzera 214,0%	Svizzera 157,3%	Italia 147,9%	Italia 116,1%	Italia 131,9%	Italia 103,7%	Italia 133,6%	Italia 78,3%	Mondo 69,9%	USA 43,0%	Spagna 53,4%	Italia 22,8%
Francia 211,1%	Francia 258,4%	Italia 198,2%	Italia 156,9%	Francia 134,1%	Francia 108,6%	Svizzera 101,5%	Svizzera 85,5%	Svizzera 92,4%	Spagna 46,0%	Spagna 66,7%	Mondo 32,6%	Mondo 51,7%	Germania 21,4%
Giappone 178,7%	Italia 233,1%	Francia 196,4%	Francia 142,7%	Svizzera 124,4%	Svizzera 99,1%	Francia 91,0%	Francia 67,4%	Francia 80,9%	Germania 42,5%	Regno Unito 64,9%	Regno Unito 29,3%	Germania 45,4%	Spagna 19,5%
Germania 177,9%	Germania 225,7%	Giappone 194,5%	Giappone 141,7%	Giappone 120,5%	Emergenti 85,3%	Giappone 70,2%	Giappone 55,8%	Germania 76,6%	Svizzera 41,5%	Francia 45,7%	Germania 21,4%	Giappone 34,4%	Emergenti 17,0%
Italia 167,7%	Giappone 214,2%	Germania 150,4%	Germania 97,7%	Germania 92,4%	Giappone 80,1%	Spagna 66,4%	Regno Unito 50,8%	Giappone 69,6%	Francia 39,9%	Germania 38,4%	Giappone 19,9%	Regno Unito 27,5%	Regno Unito 15,6%
Regno Unito 144,8%	Regno Unito 143,0%	Spagna 121,6%	Emergenti 97,0%	Emergenti 76,2%	Germania 74,9%	Germania 64,1%	Spagna 48,4%	Spagna 67,5%	Giappone 38,7%	Svizzera 36,7%	Francia 12,3%	Emergenti 24,7%	Giappone 15,2%
Spagna 109,8%	Spagna 128,6%	Regno Unito 114,1%	Regno Unito 85,3%	Regno Unito 72,0%	Spagna 70,6%	Regno Unito 62,1%	Germania 45,4%	Regno Unito 67,1%	Regno Unito 35,5%	Giappone 31,6%	Emergenti 6,6%	Francia 20,6%	Svizzera 6,5%
Emergenti 82,0%	Emergenti 115,2%	Emergenti 84,3%	Spagna 75,1%	Spagna 60,8%	Regno Unito 66,9%	Emergenti 61,2%	Emergenti 33,2%	Emergenti 47,9%	Emergenti 22,1%	Emergenti 12,2%	Svizzera 5,6%	Svizzera 20,2%	Francia 2,1%

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.