

2022

Anthilia
Capital Partners
SGR

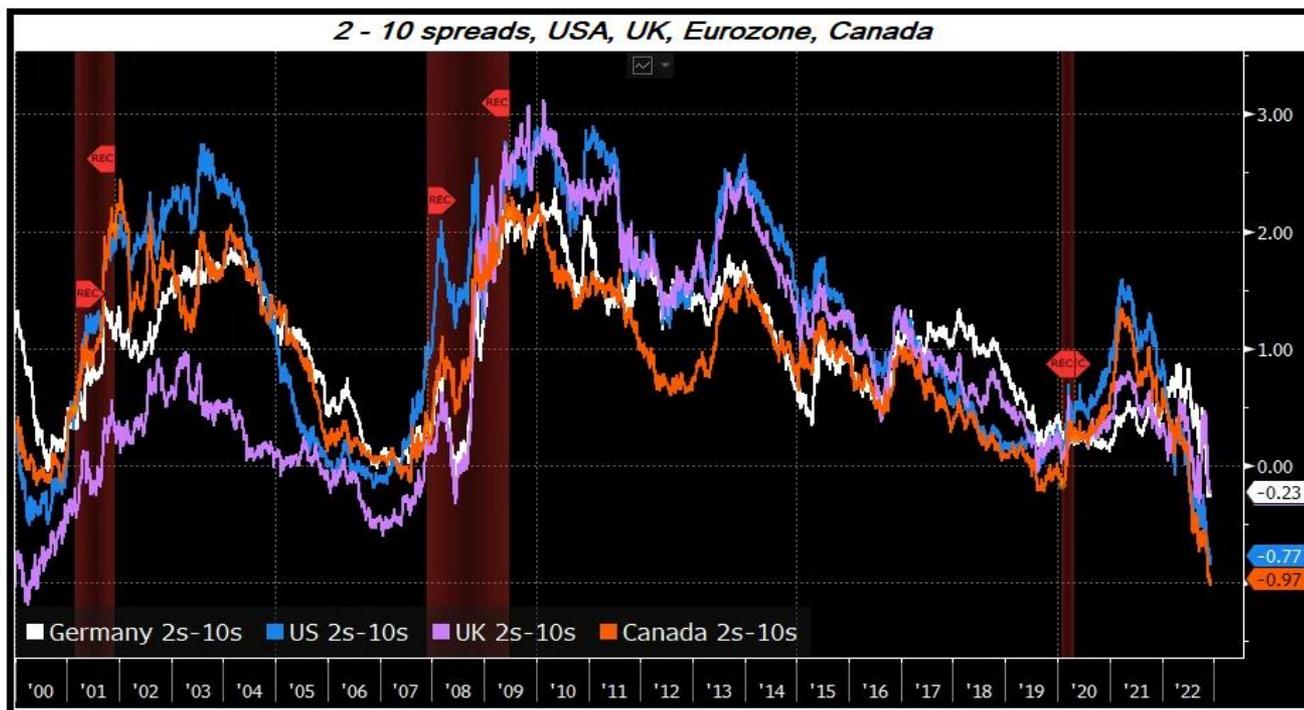
Analisi di scenario
Dicembre 2022



Anthilia sgr
Capital Partners



Economia 2023 : un contesto assai raro

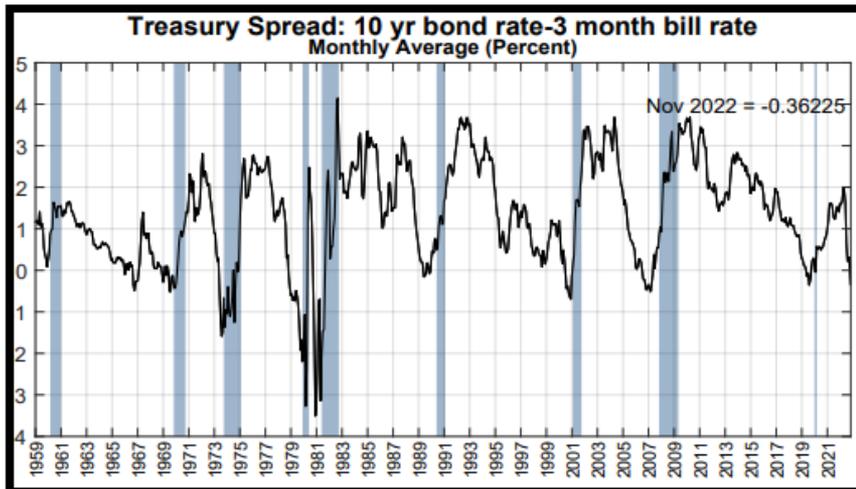


- Il consenso di recente si è focalizzato sull'inversione della curva USA, come segnale di recessione imminente.
- Ma la verità è che tutte le principali curve, con l'esclusione di quella giapponese e australiana, sono invertite.
- Si tratta un contesto molto raro. Negli ultimi 30 anni abbiamo avuto un'inversione contemporanea di questo spread sulle curve USA, Euro, UK e Canada solo qualche settimana nell'agosto del 2000.

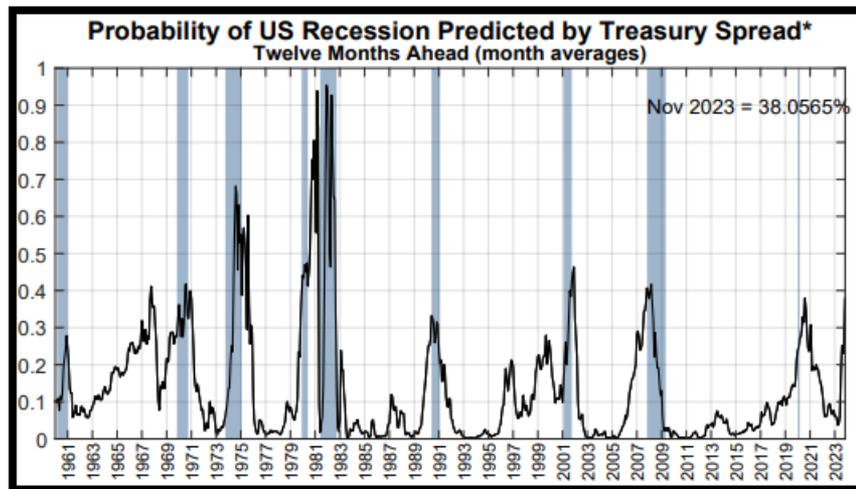
- Questo fenomeno costituisce una dimostrazione di quanto attualmente coordinate siano le politiche monetarie a livello globale. In pratica, in tutte le principali economie le banche centrali sono impegnate ad alzare aggressivamente i tassi a fronte di un indebolimento del quadro macro. Il combinarsi del tightening non è sicuramente un fattore positivo per l'economia globale.
- Una seconda considerazione è che questo tipo di conformazione delle curve storicamente si è osservato nei pressi dei massimi del ciclo azionario, mentre i minimi vengono solitamente toccati con le principali curve che approssimano il massimo livello di inclinazione positiva. Su queste basi, sembra sensato di ritenere che i mercati azionari globali non abbiano ancora raggiunto il bottom.



Elevata probabilità di recessione in US secondo il modello FED



- Il modello della Fed di NY utilizza come base per determinare la probabilità di una recessione lo spread tra i T-bills a 3 mesi e il 10 anni Treasury.
- Questo modello a novembre, in base ad uno spread medio di -36 bps, indicava una **probabilità del 38% di recessione nei prossimi 12 mesi.**
- Ma con la Fed che si appresta ad alzare i tassi di 50 bps a dicembre e poi ancora a gennaio, e il 10 anni attualmente in area 3,5%, **questo spread potrebbe approssicare il livello di -80/90 bps, coerente con una probabilità al 50%.**



Estimated Recession Probabilities for Probit Model Using the Yield Curve Spread

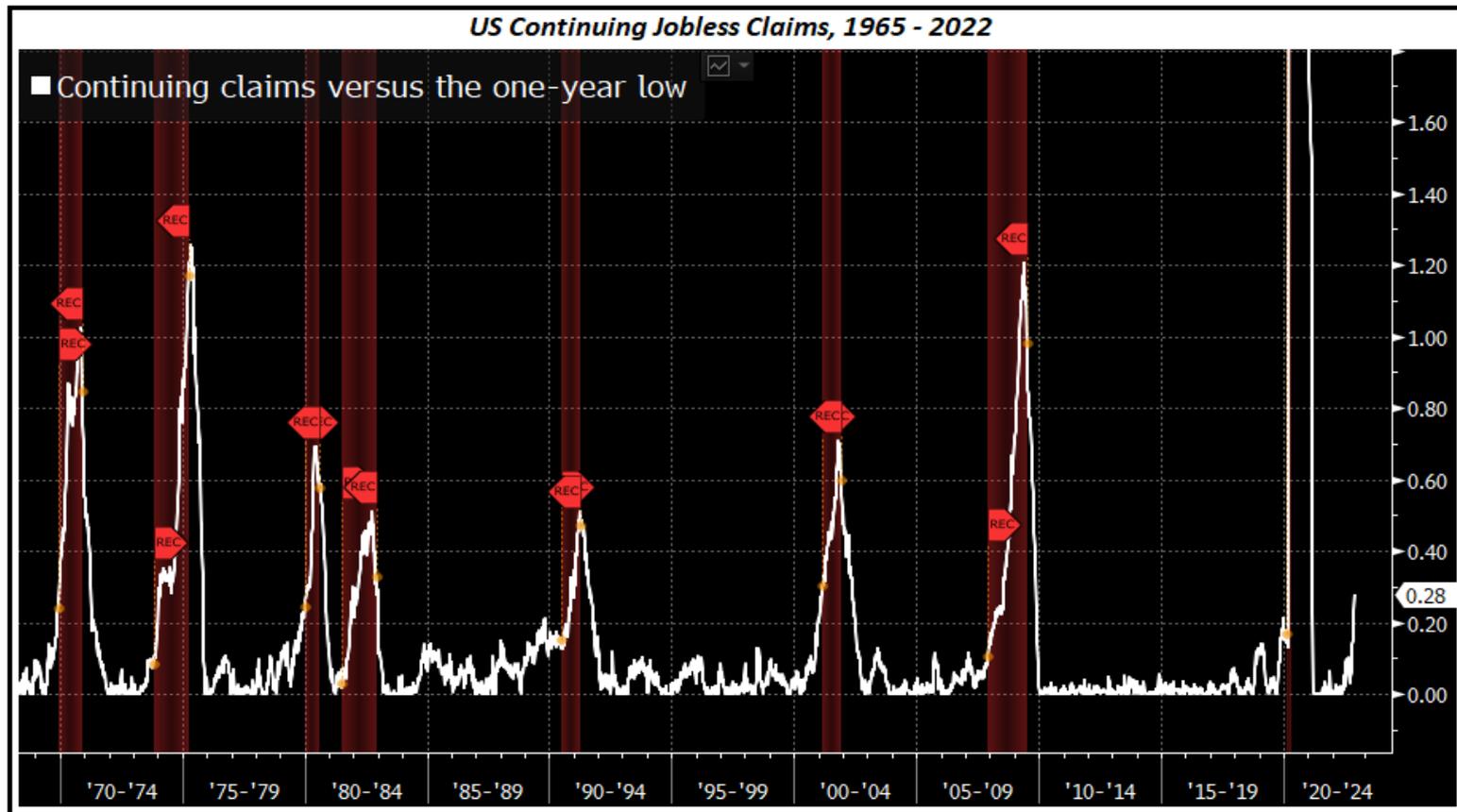
Four Quarters Ahead

Recession Probability (Percent)	Value of Spread (Percentage Points)
5	1.21
10	0.76
15	0.46
20	0.22
25	0.02
30	-0.17
40	-0.50
50	-0.82
60	-1.13
70	-1.46
80	-1.85
90	-2.40

Note: The yield curve spread is defined as the spread between the interest rates on the ten-year Treasury note and the three-month Treasury bill.



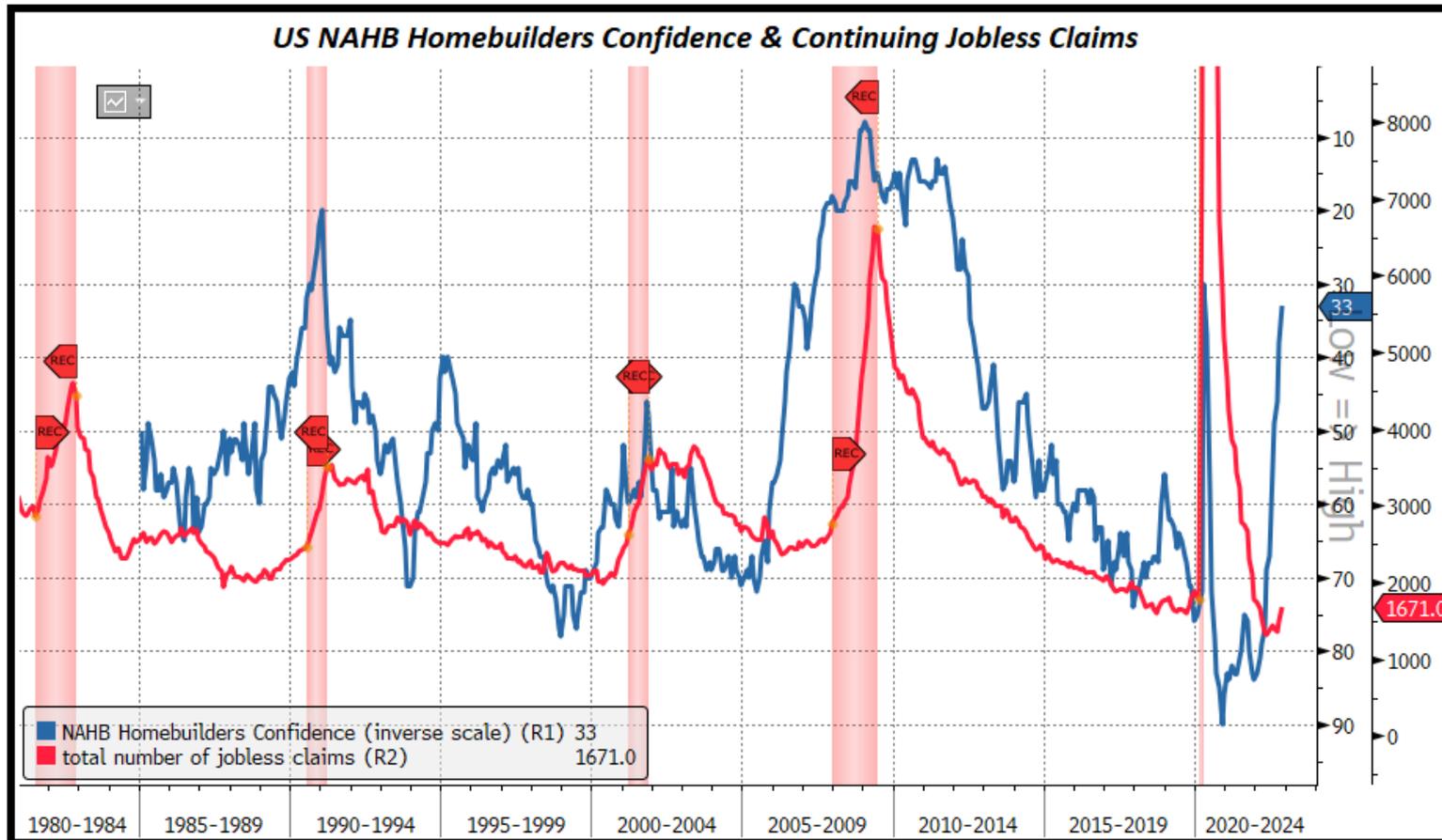
Anche il mercato del lavoro USA da segnali preoccupanti ...



- Finora il mercato del lavoro USA ha mostrato una notevole resilienza. Ma si notano i primi segnali di indebolimento. I Continuing claims stanno iniziando a salire in maniera significativa. Negli ultimi 50 anni una salita del monte percettori superiore al 20% ha sempre portato ad una recessione.



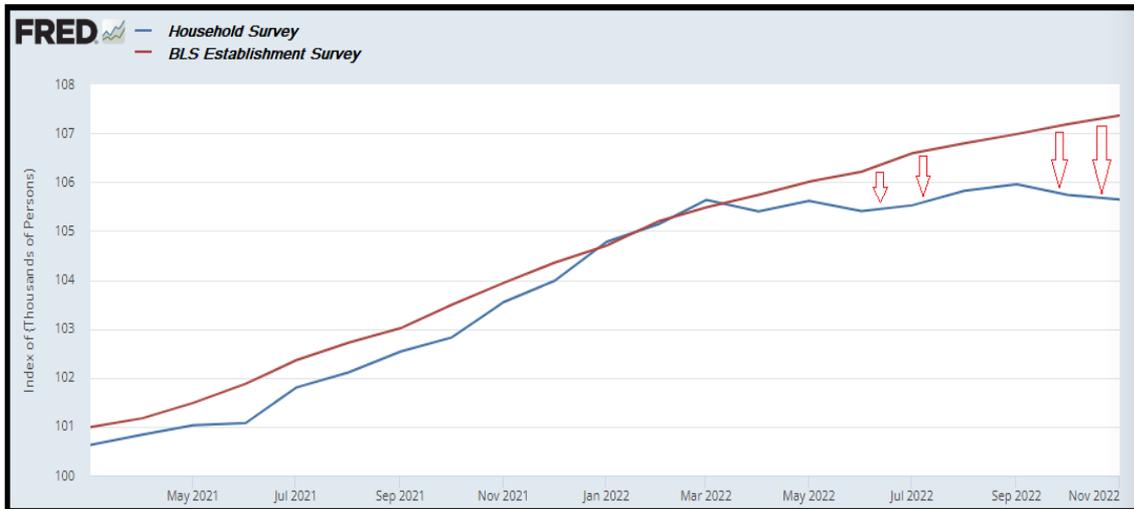
... e il quadro è destinato a peggiorare.



- La dinamica in atto nel settore immobiliare USA lascia chiaramente intendere che il trend di deterioramento del mercato del lavoro è destinato a continuare nei prossimi mesi.

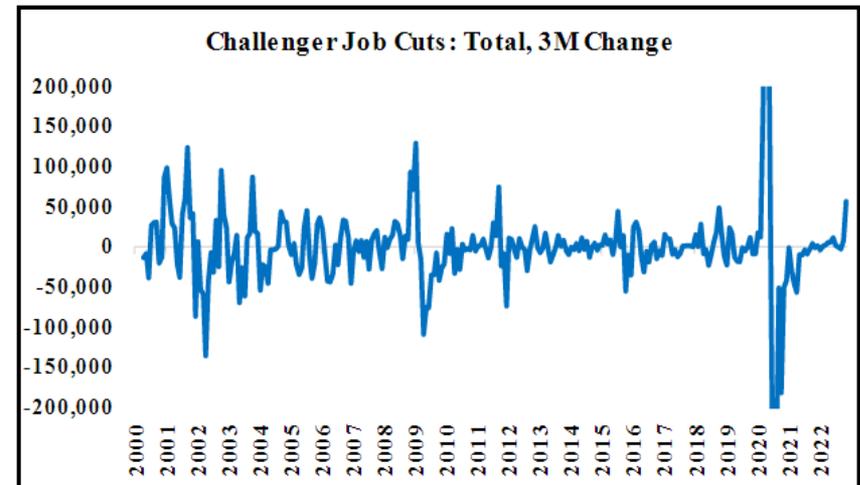


I dati ufficiali potrebbero proiettare un quadro migliore della realtà.



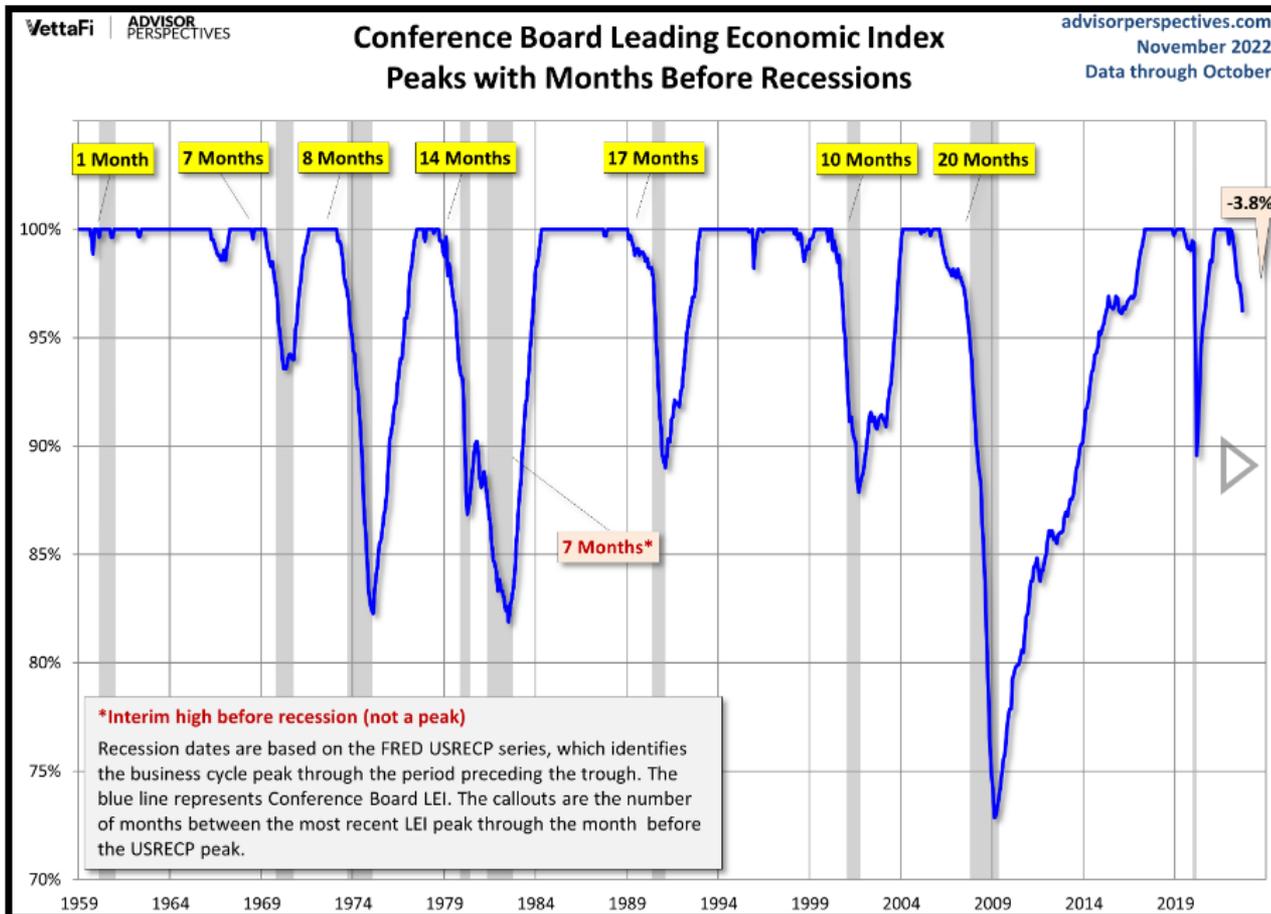
- La resilienza del mercato del lavoro USA che appare dai dati ufficiali presta il fianco ad alcuni dubbi.
- Negli ultimi mesi si è registrata una forte divergenza tra l'occupazione registrata dalla NFP Establishment Survey del BLS quella registrata dalla Household Survey, che informa, tra l'altro, il dato di disoccupazione.
- Se la NFP Survey indica quasi 2,7 milioni di post creati nel 2022, la Household Survey indica un numero di occupati sostanzialmente invariato.

- Non vi sono certezze su come potrà comporsi questa divergenza. Ma si può osservare che:
 1. Nelle fasi di inversione di tendenza, il **modello death / birth**, che vuole fattorizzare nei numeri dell'Establishment survey la nascita e cessazione delle nuove aziende, **tende a distorcere il dato**
 2. Nell'ultimo dato la percentuale di risposte all'establishment survey è misteriosamente crollato sotto il 50% (da una media di 65-70%).
- Alcuni indicatori secondari stanno dando segnali di deterioramento. Il numero di licenziamenti rilevato dal **Challenger Jobs Cuts** è bruscamente aumentato negli ultimi mesi, ed ex Covid si colloca ai massimi da un decennio.





Anche il Conference Board Leading index indica recessione in US



• Il **Conference board leading index** è un aggregato di 3 indicatori finanziari e 7 economici:

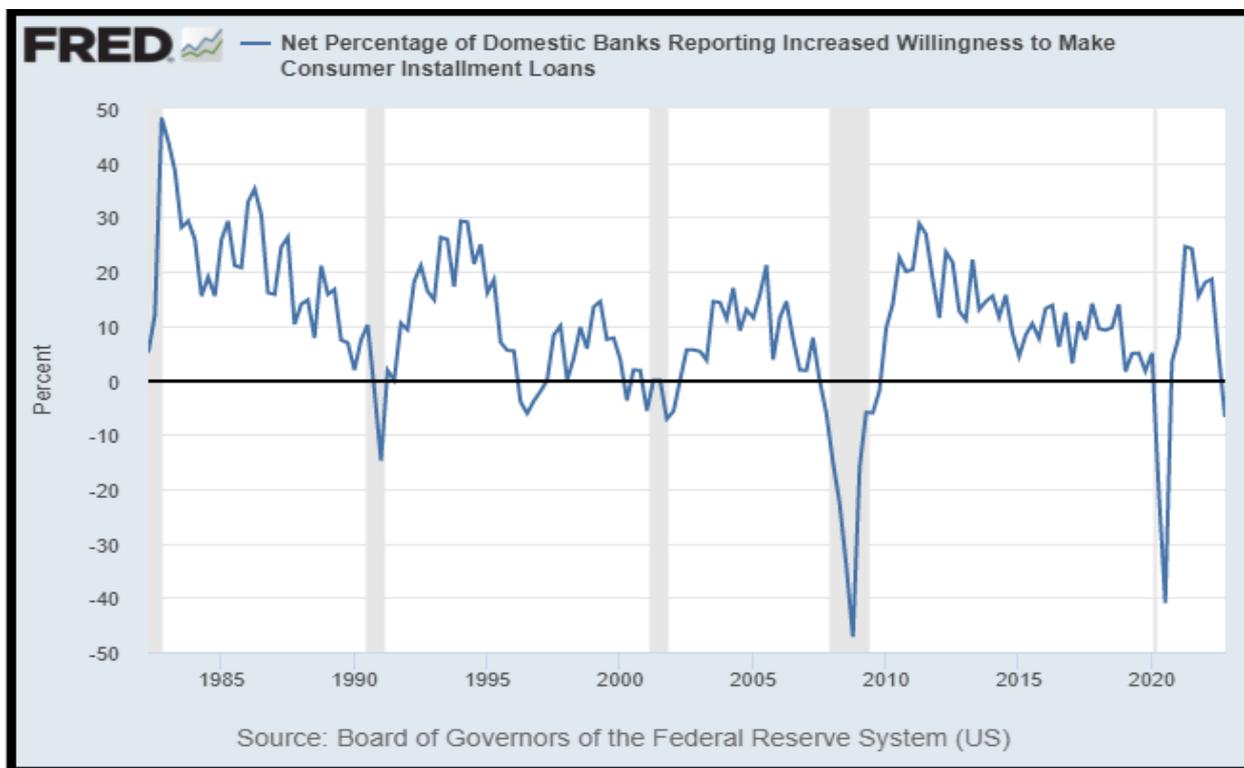
1. S&P 500
2. Credito
3. Spread Fed Funds - 10Y treasury
4. Consumer expectations
5. ISM New Orders
6. Building Permits
7. Average weekly hours
8. Manuf. New orders capital goods excl.aircrafts
9. Manuf. New orders consumer goods & materials
10. Jobless claims

• **A ottobre il Leading Index è calato per l'ottavo mese di seguito, accumulando un calo del 3,8% dal massimo raggiunto a gennaio.**

• Negli ultimi 70 anni non è mai successo che un calo di entità e durata di questo indice pari a quello attuale non sia evoluto in una recessione.



Continua l'inasprimento delle condizioni di credito in US

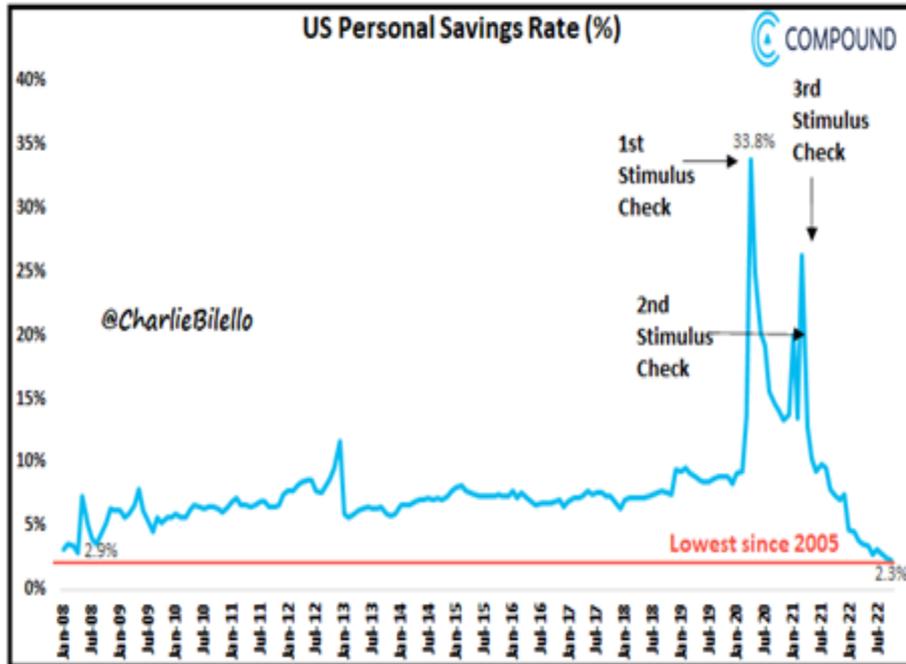


- Il tightening Fed e il deterioramento del quadro macro negli USA stanno inducendo il settore bancario a inasprire le condizioni di credito.
- L'ultima Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices riporta che:
 - Il 38% netto delle banche domestiche sta inasprando i lending standards dei loans alle grandi aziende
 - Oltre il 30% netto delle banche sta inasprando quelli alla piccola azienda
 - Quasi il 20% sta inasprando gli standards per il debito sulle carte di credito

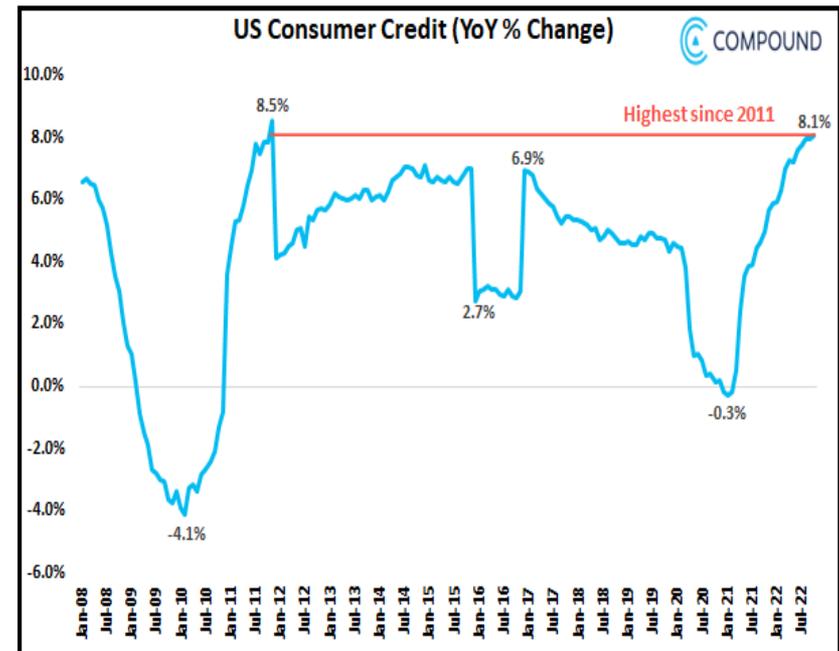
- In sostanza, un'ampia gamma di indicatori mostra che gli istituti bancari stanno inasprando le condizioni di credito per ogni categoria di debitori. Si tratta di un altro fenomeno che ha caratterizzato il periodo antecedente ognuna delle ultime recessioni, compresa quella del Covid.
- L'accesso al mercato dei capitali può mitigare un po' quest'effetto, per le aziende che possono utilizzarlo, ma anche in quel contesto i costi di finanziamento stanno salendo, a causa del rialzo dei Fed Funds. E comunque il principale supporto alla resilience del mercato del lavoro USA è venuto dalla piccola e media impresa Usa.



I consumi USA sono sostenibili?



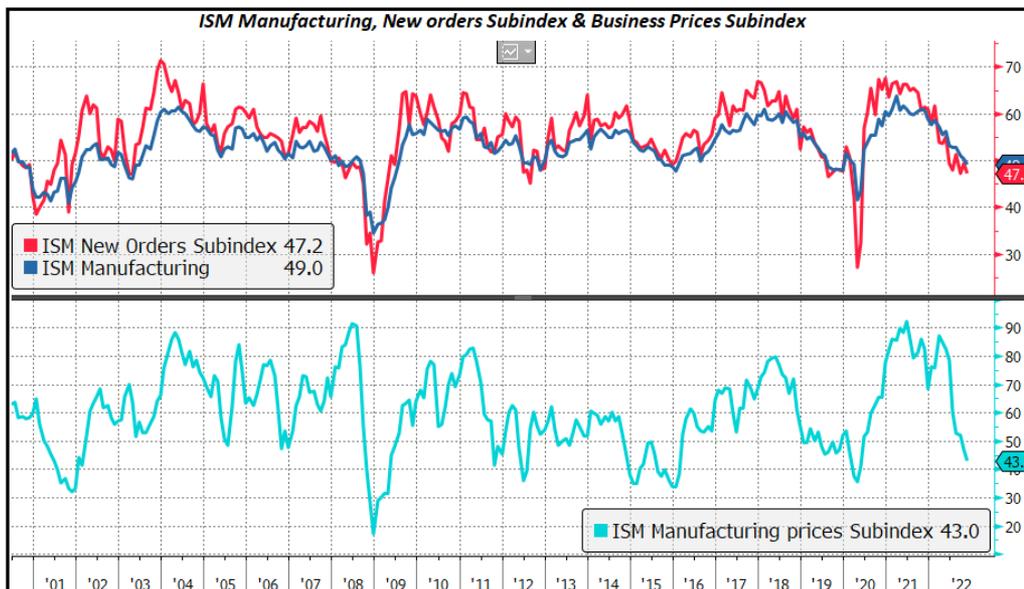
- Finora i consumi USA hanno mostrato una tenuta sorprendente, quanto meno in termini nominali, a fronte dell'impatto dei tassi di interesse, e del calo del patrimonio legato alla correzione di azionario e obbligazionario.
- Peraltro, uno sguardo al tasso di risparmio e al consumer credit mostra come **questi consumi si mantengano grazie a spesa dei risparmi e aumento del debito.**



- Il livello del saving rate ai minimi dal 2005 sembra indicare che, in assenza di un recupero serio dei redditi reali, il risparmio personale, come fonte di risorse finanziarie per supportare la spesa, sia in esaurimento.
- Inoltre, è probabile che in tempi brevi anche il calo dei prezzi dell'immobiliare finirà con avere un wealth effect negativo, negli USA come altrove.

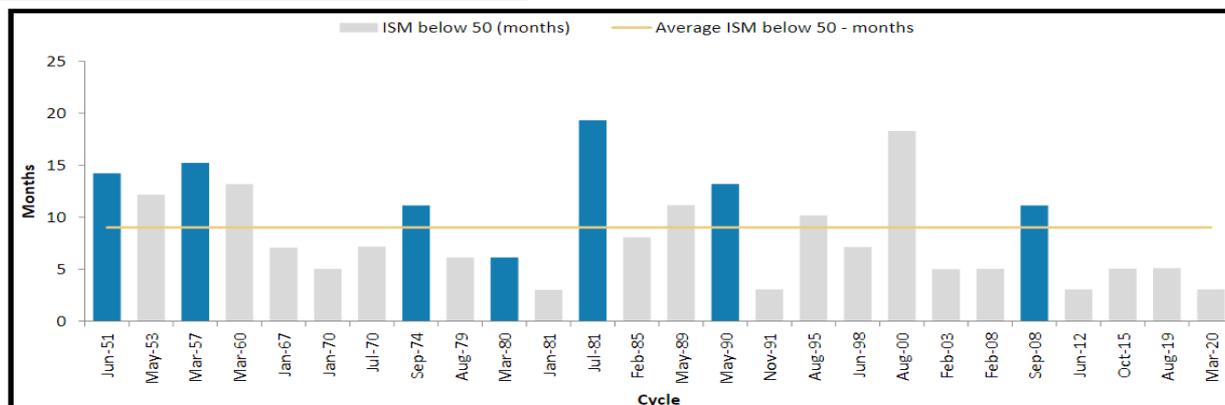


Negli USA inizia la contrazione del settore manifatturiero



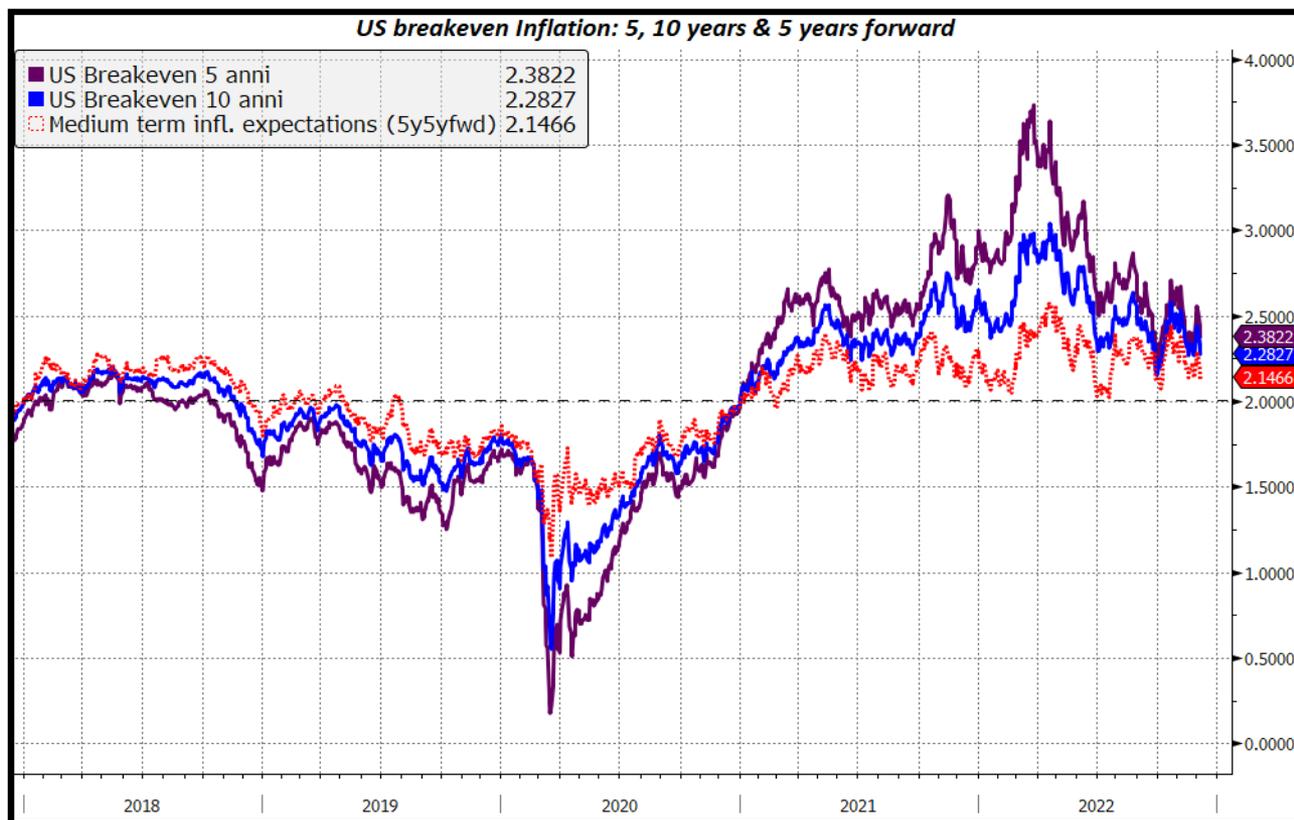
- A Novembre, sia l'ISM manufacturing che il PMI calcolato da S&P Global hanno segnalato la prima **contrazione per il manifatturiero USA**, dalla fase acuta della pandemia nel 2020.
- La durata media dei cicli di contrazione del manifatturiero USA dal dopoguerra (26 cicli in totale) è di 8,8 mesi, con il minimo raggiunto dopo 5,3 mesi in area 42.
- In 7 di questi cicli il settore è entrato in contrazione con un CPI superiore al target FED.
- Questi cicli «inflazionari» hanno avuto una durata media più lunga (12,9 mesi) e il minimo di attività è stato raggiunto in media 7.7 mesi dopo, in area 34.

- Questa statistica porta a ritenere che la fase di contrazione appena iniziata, per il manifatturiero Usa, potrebbe protrarsi per gran parte del 2023, avendo un'entità tutt'altro che «mild».





Aspettative di Inflazione USA: Sorpresa al ribasso in arrivo?



- Mentre la Fed e il consenso sono impegnati a analizzare ogni decimale dei dati di CPI e PPI, **le aspettative di inflazione cosiddette «di mercato» ovvero i breakeven inflation di medio periodo, si sono progressivamente normalizzate**, un altro segnale di attese di una domanda e crescita mediocre nei prossimi trimestri.
- **Come reagirebbe il mercato ad un eventuale calo dei breakeven sotto il target FED? E come reagirebbe la Fed stessa? Un fenomeno del genere potrebbe essere motivo di un «pivot» Fed nei prossimi mesi.**



Il quadro sulle commodities sembra coerente con un rallentamento dell'inflazione



- Anche le **commodities**, e in particolare il petrolio, hanno mostrato nella seconda metà del 2022 un andamento **coerente con un rallentamento della domanda globale**, mostrando un trend di calo nonostante il quadro geopolitico peculiare e le ricadute sull'offerta di combustibili fossili.



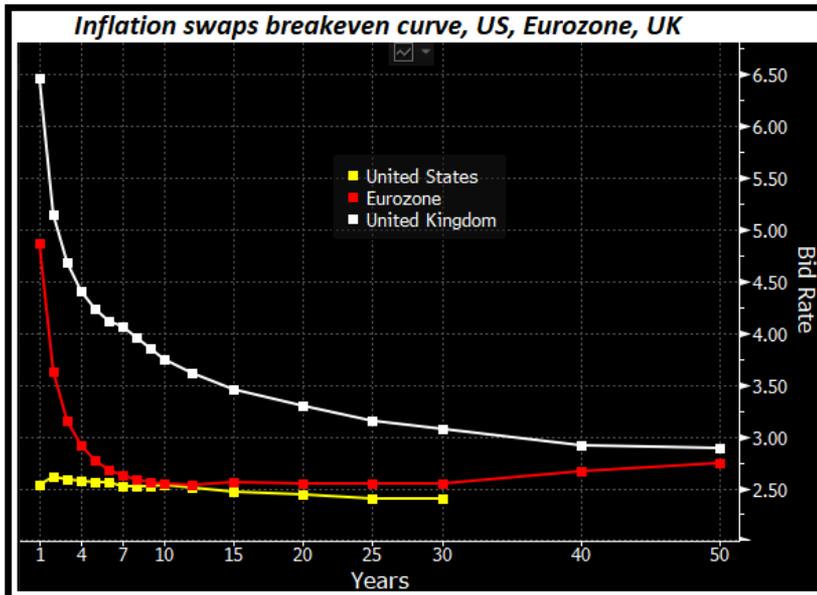
Recessione USA: primo o secondo trimestre?

	Months Before Recession					
Recession Start	SPX Peak	UE Claims Bottom	Yield Curve Inverts	New Home Sales Peak	LEI Peak	SPX Decline
Dec-69	12	7	20	77	7	36%
Nov-73	10	8	8	13	8	48%
Jan-80	3	14	17	15	14	10%
Jul-81	7	3	10	11	7	27%
Jul-90	0	17	19	52	17	20%
Mar-01	12	11	33	28	10	49%
Dec-07	2	22	24	29	20	57%
Feb-20 (Covid)	0	10	6	1	7	34%
This cycle	11	8	8	23	12	25%
Average	6	12	17	28	11	35%
Median	5	11	18	22	9	35%

- Storicamente, la comunità degli economisti si è dimostrata assai riluttante a pronosticare una recessione, ed è per questo motivo che spesso queste hanno colto di sorpresa il consenso.
- In questo caso, le indicazioni in questo senso sono tante e di tale entità che **la maggioranza degli economisti** (85% secondo la survey condotta a Dicembre dalla University of Chicago Booth School of Business) **si attende una recessione negli USA** (e anche altrove). **Ma la larga maggioranza si attende che questa recessione sarà di entità «modesta».**
- **Ma è proprio l'abbondanza e univocità dei segnali, tale da costringere tutti i modelli economici a fattorizzare una recessione nel proprio outlook, a contraddire l'idea che questa, se si verificherà, sarà «mild».**
- Oltretutto, il 2021 è sicuramente stato caratterizzato da un «boom» e una perfetta taratura della politica monetaria atta a frenarlo senza causare un «burst» è praticamente impossibile.
- Un'analisi dei mesi di ritardo con cui la recessione ha seguito i segnali riepilogati sopra sembra **collocare la prossima nel primo semestre del 2023.**

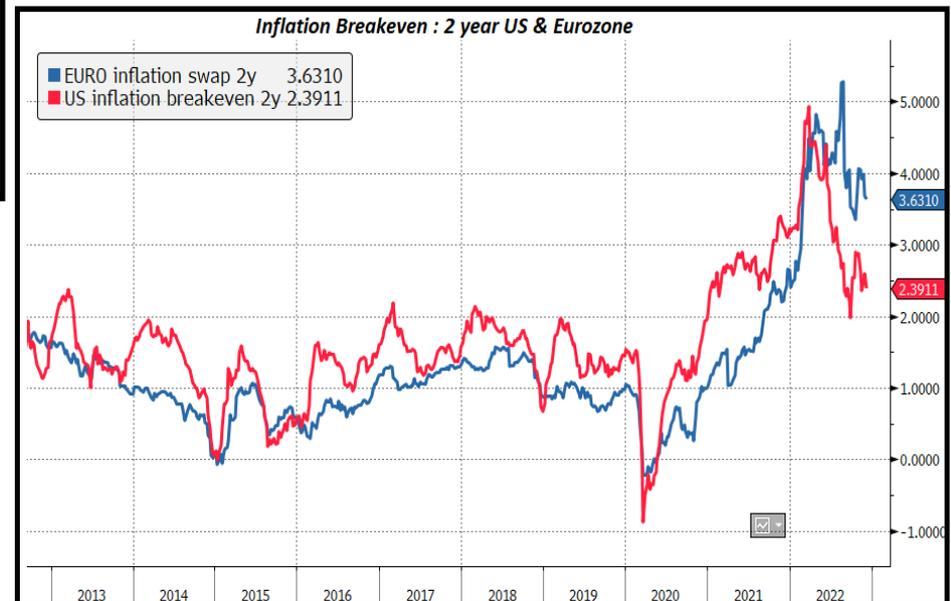


Il quadro europeo sui prezzi è in ritardo rispetto a quello USA



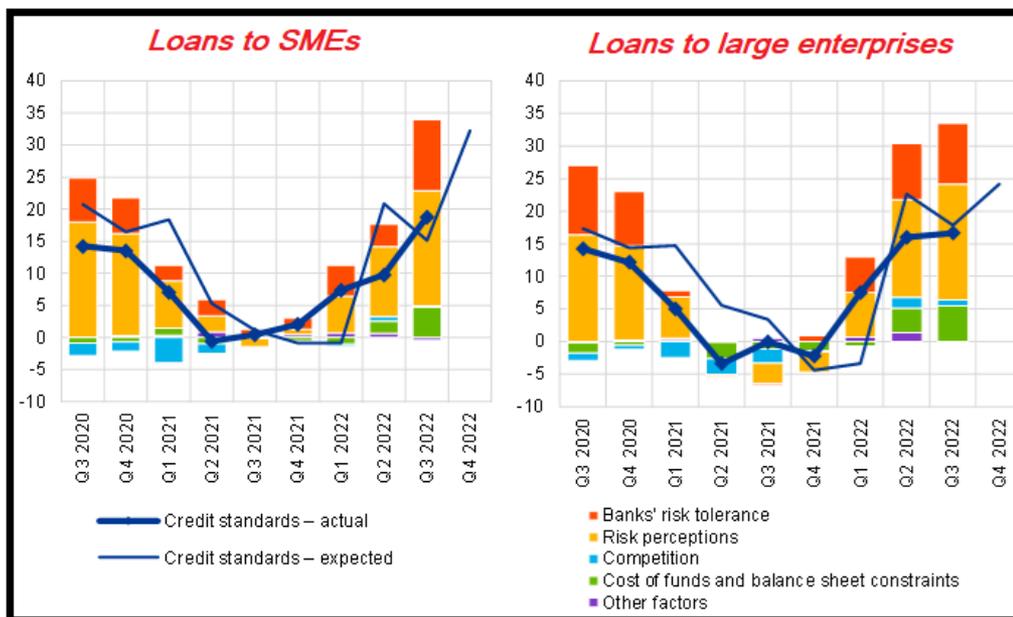
- Un'inflazione più elevata ha permesso alle aziende europee di proteggere meglio i margini, conservando un maggior pricing power e alimentando la crescita dei fatturati (con l'aiuto dell'€ debole).
- Ma il «pass-through» dovrebbe risultare progressivamente più difficoltoso nei prossimi mesi, quando l'impatto sugli aumenti della domanda si farà più robusto.
- In termini reali i consumi stanno già calando significativamente in Eurozona.

- L'inflazione in Eurozone e UK è partita in ritardo rispetto a quanto avvenuto negli USA. Inoltre, le componenti esogene come l'Energy hanno un ruolo maggiore nel suo rialzo.
- Non a caso:
 1. Il livello del dato headline è assai più alto in Eurozone che negli USA (10% vs 7,7%), dove questa non ha mai raggiunto la doppia cifra e mostra già un trend in calo
 2. Le aspettative di inflazione «di mercato» rimangono su livelli significativamente più elevati nel vecchio continente rispetto a quanto si osserva in US in un orizzonte fino a 5 anni.





L'inasprimento delle condizioni finanziarie in Eurozone peggiora

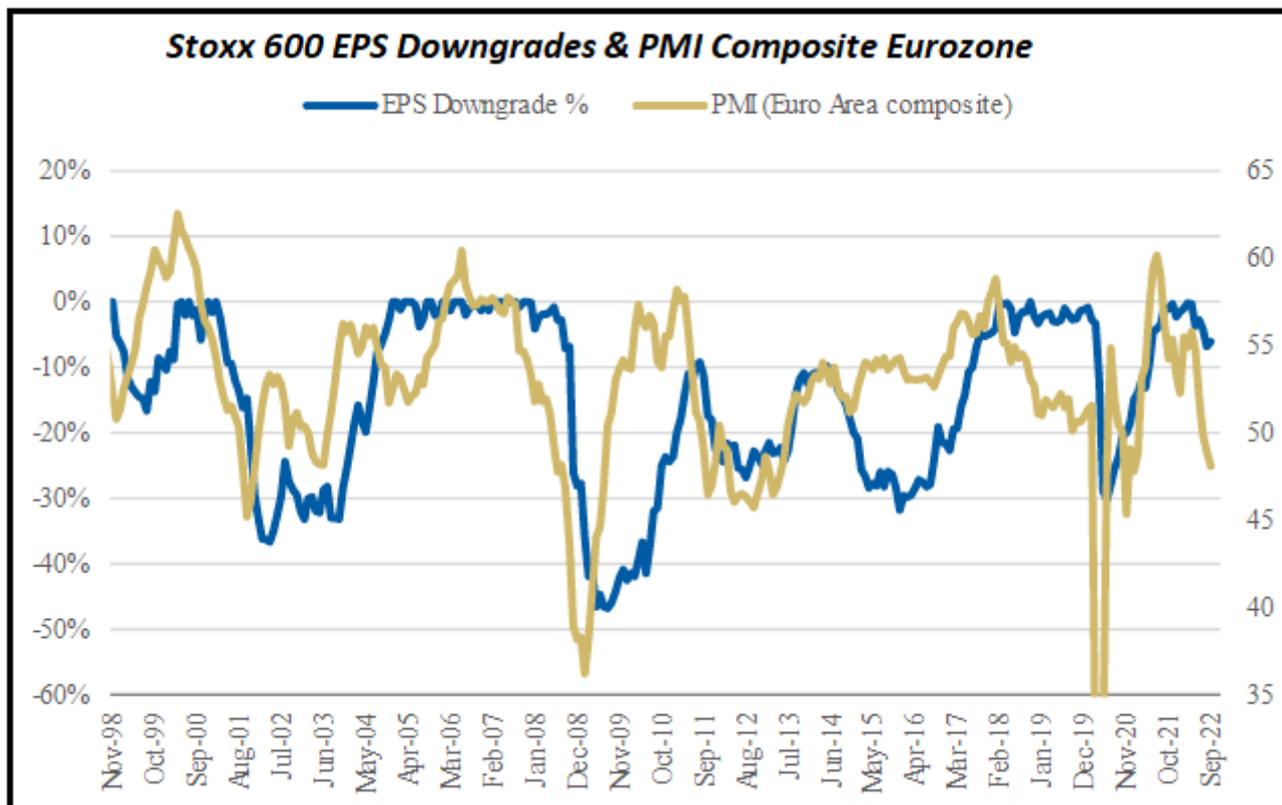


- L'ECB Lending Survey del terzo trimestre del 2022 (153 istituti) ha riportato un **significativo inasprimento dei lending standards**.
- Un 19% netto delle banche ha irrigidito le regole per l'approvazione dei loans, in particolare alle aziende di dimensioni medie e piccole, e sui prestiti a medio termine.
- Periodo acuto della pandemia a parte questo è il maggior inasprimento osservato dal 2012).
- Il livello è superiore al primo trimestre del 2020, ma ben inferiore al 2011 (crisi sovereign, 35%) e al 2008 (GFC, 65%)
- Nel quarto trimestre le attese sono per un ulteriore inasprimento (29%) sui loans alle aziende.
- Le condizioni di credito sono state inasprite anche per i privati, soprattutto sui mutui, meno sui crediti commerciali.

- **La domanda di credito da parte delle aziende è salita nel corso del terzo trimestre.** I motivi sono l'aumento delle necessità per finanziare aumenti dei costi, accumulo di scorte a causa del calo della domanda o del timore di trovarsi senza approvvigionamenti. La domanda per investimenti fissi è invece calata.
- **La domanda di credito da parte dei privati è calata**, massicciamente per quanto riguarda i mutui (42% netto di istituti) e in misura modesta per il commercial credit (-11%). Tra i principali motivi il livello dei tassi di interesse e il calo della consumer confidence.
- Le banche hanno riportato un deterioramento netto dell'accesso al funding, con un più marcato tightening sull'utilizzo della securitization e dei bond markets (soprattutto medio lungo termine) e un moderato inasprimento dell'accesso al retail funding.
- In generale, l'impressione è che l'inasprimento delle condizioni finanziarie inizierà a pesare sugli economics di aziende, consumatori e istituti di credito in maniera più marcata dal quarto trimestre in avanti.



I downgrade degli earnings stanno cominciando



- Finora gli earnings delle aziende europee hanno tenuto egregiamente, supportati dalla forza della domanda che ha consentito di trasferire i costi ai clienti, e dalla robusta crescita nominale del fatturato.
- Ma nei prossimi mesi invernali **un inevitabile calo della domanda e un accentuarsi del tasso di contrazione dell'attività andrà a comprimere i margini aziendali e con essi i profitti.**
- Nelle ultime 2 recessioni gli utili sono calati rispettivamente del 35% nel 2000–2003 e del 45% nel 2008–2009.



Cina: l'abbandono della strategia «zero covid» non è privo di incognite



- Conscio che l' economia cinese, nelle attuali condizioni, non poteva affrontare una nuova serie di lockdown senza un pesantissimo dazio sull'attività, e che comunque la popolazione non tollerava più le misure draconiane, **il Governo cinese ha bruscamente accelerato sulla strada della riapertura.**
- E' evidente che l'abbandono dei lockdown è uno **sviluppo positivo per l'economia cinese** e quella dell'area asiatica . Ciò detto, un eventuale violento aumento dei casi può causare **enormi problemi al sistema sanitario**, visto il basso livello di immunizzazione della popolazione anziana e la scarsità di strutture sanitarie.
- Sui media cominciano a comparire i primi resoconti di afflussi massicci negli ospedali e di difficoltà di approvvigionamento di medicinali. In molte città il numero effettivo di casi sembra assai superiore a quello ufficiale.



In sintesi

- Portiamo a **underweight l'azionario US**. Riteniamo che l'economia USA sperimenterà una recessione nel 2023, di entità significativa, potenzialmente severa. L'inizio potrebbe collocarsi con maggior probabilità nel primo semestre dell'anno. Il calo della domanda intaccherà i margini e i profitti, un fenomeno che già si osserva sul big tech. Con queste premesse, riteniamo che l'azionario USA farà nuovi minimi nel corso del 2023. Sul fronte prezzi, il picco dell'inflazione sembra alle spalle. Dal lato dei beni, i prezzi hanno intrapreso una discesa. Prospettivamente, vediamo un contributo decrescente al CPI da parte dei servizi, con la categoria alloggi che sta chiaramente iniziando a risentire dell'involuzione del mercato immobiliare. Lasciamo a **underweight l'azionario europeo**, ritenendo che i livelli raggiunti in seguito al recente rimbalzo incorporino uno scenario macroeconomico e geopolitico troppo benigno. Il ciclo europeo è in ritardo rispetto a quello USA, ma soggetto ad un decorso simile, a causa dell'impatto del calo della domanda globale, della crisi energetica e del tightening della politica ECB. Lasciamo a **underweight l'azionario italiano**. Le valutazioni estremamente attraenti (PE 9-10X) gli offrono un vantaggio rispetto alle altre piazze dei paesi europei, ma sui livelli attuali sembra scontare un quadro macro troppo ottimistico per i trimestri invernali
- Lasciamo a **underweight l'azionario UK**. Riteniamo che il quadro per l'economia britannica si stia deteriorando rapidamente: le pressioni sui prezzi, aggravate dalle frizioni legate alla Brexit, costringeranno la Bank of England ad intraprendere una politica monetaria restrittiva in una fase in cui il ciclo è in rallentamento e con una probabile recessione in arrivo. Il cambio di stanche fiscali operato dal nuovo esecutivo argina la deriva delle finanze pubbliche, ma priva di supporto un'economia che già potrebbe trovarsi in fase di contrazione.
- Lasciamo a **neutral l'azionario giapponese**. Riteniamo che la stanche della Bank of Japan sia insostenibile nel medio periodo. Un suo eventuale abbandono porterà ad un violento rimbalzo dello Yen. Ma il calo delle pressioni inflazionistiche in US e il tendenziale cambio di stanche da parte di molte banche centrali migliorano il quadro nel breve. Lasciamo a **neutral l'azionario cinese**: l'abbandono della politica «zero covid», avvenuto in tempi assai più rapidi rispetto alle attese, facilita il rilancio dell'economia, ma espone il paese al rischio che un brusco aumento dei casi metta in crisi il sistema sanitario, visto il basso livello di immunizzazione della popolazione anziana. La crisi dell'immobiliare resta un fattore negativo ma l'enorme ammontare di stimolo in corso di erogazione può fornire supporto nei prossimi mesi. Lasciamo tatticamente a **neutral l'azionario Emergenti**. Vediamo la possibilità che il comparto tragga supporto da un rimbalzo della crescita cinese nel corso dei prossimi mesi.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario US**. Nei prossimi mesi, l'inversione del trend nei prezzi e l'accentuarsi del rallentamento ciclico dovrebbero continuare a esercitare pressioni ribassiste sui rendimenti. Lasciamo a **underweight i treasuries inflation linked**. Il calo del CPI e il rallentamento ciclico in corso comporteranno un ulteriore ridimensionamento dei breakeven inflation.
- Lasciamo a **underweight l'obbligazionario governativo core Eurozone**, ritenendo che, ai livelli attuali, non prezzi a sufficienza il rischio di un ulteriore aumento dell'inflazione. Inoltre sui corsi potrebbero pesare l'aumento di emissioni legato al finanziamento di stimolo fiscale, e l'eventuale inizio della riduzione del bilancio ECB nel primo semestre del 2023. Portiamo a **underweight i bond periferici** con l'idea che sui livelli attuali lo spread sia vulnerabile a un deterioramento del quadro macro italiano, con ricaduta sulle finanze pubbliche e/o a un inizio di riduzione del bilancio ECB. Lasciamo a **neutral gli inflation link Eurozone** in quanto riteniamo che la loro performance verrà contenuta dall'aggressività della stance ECB e dal deterioramento del quadro macro europeo. Nell'ambito del comparto riteniamo però che siano da privilegiare le scadenze più brevi, con obiettivi di carry, mentre i breakeven sui linkers più lunghi continueranno a calare.
- Lasciamo a **underweight l'obbligazionario governativo UK**. Riteniamo che il comparto continuerà a soffrire a causa dei livelli elevati di inflazione e resterà ostaggio della necessità dell'esecutivo di supportare l'economia UK tramite stimolo fiscale, con conseguente impatto sui rendimenti. Lasciamo a **underweight l'obbligazionario emergenti in valuta forte**, e quello in **valuta locale**, con l'idea che l'impatto del rallentamento globale e del tightening FED continueranno a gravare sul comparto.
- Lasciamo a **neutral il debito corporate US Investment Grade**. Riteniamo che il calo dei rendimenti treasury eserciterà, almeno temporaneamente, pressioni ribassiste sui rendimenti assoluti del credito di elevato standing. Lasciamo a **underweight il credito High Yield** ritenendo che lo spread di rendimento con il credito investment grade si sia ridotto eccessivamente e che il comparto sia vulnerabile al deterioramento del quadro macro. Riguardo al **credito europeo**, lasciamo a **underweight** quello **Investment Grade**, ritenendo che il deterioramento del quadro macro possa pesare sull'asset class. Per il medesimo motivo lasciamo a **underweight l'High Yield europeo**.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight** i **subordinati finanziari** con una preferenza per i subordinati tier2 in relative value versus gli Additional Tier1. Il newsflow post earning season ha confermato i fondamentali solidi dell'asset class, con ratio di capitale sostanzialmente invariato o in miglioramento ed earnings solidi grazie alla forza della top line. Inoltre la leva risulta in continua riduzione, con un calo della crescita dei loan e una maggior diversificazione che diminuiscono la rischiosità dei bilanci bancari. Manteniamo a **overweight** il comparto del **debito senior** dove il mercato primario continua a offrire delle opportunità molto interessanti.
- Riguardo i cambi, lasciamo a **underweight** l'€/\$. Riteniamo che la Divisa Unica non beneficerà dei rialzi dei tassi messi in campo dall'ECB, in quanto portati avanti in un contesto di economia in recessione. Il Dollaro continuerà a avvantaggiarsi della domanda da safe heaven. Lasciamo a **underweight** la Sterlina contro €, ritenendo che abbia, in forma più grave, i medesimi fattori negativi che affliggono l'€. Lasciamo a **overweight** lo Yen/\$. Riteniamo non trascurabile il rischio che la Bank of Japan attenui la politica dello yield control, con effetti positivi sulla divisa.
- Lasciamo a **overweight** il **Franco svizzero** con l'idea che il quadro macro europeo in deterioramento imponga alla Divisa Unica una sottoperformance contro quella svizzera.
- Riguardo le Commodities, lasciamo a **neutral** **quelle energetiche**. Il quadro macroeconomico globale debole resta un fattore negativo per il comparto. Detto questo, le quotazioni attuali sembrano riflettere già almeno in parte un calo della domanda, nonché una situazione geopolitica priva di marcati deterioramenti. A medio termine il bilancio domanda offerta di petrolio resta difficile per i paesi consumatori. Lasciamo a **neutral** **quelle industriali** ritenendo il piano infrastrutture cinese e l'effetto scarsità su alcuni metalli potrebbero offrirgli un parziale supporto. Lasciamo a **overweight** **le commodity agricole** con l'idea che il grano è l'alimento sull'offerta del quale la crisi ucraina continuerà ad avere le conseguenze più pesanti. Lasciamo a **overweight** i **metalli preziosi**. L'impressione è che a medio termine il rallentamento globale imporrà alle banche Centrali in generale una stance più espansiva di quanto richiederebbe il quadro inflattivo (in particolare in Europa). Il ritorno a calare dei tassi reali riporterà quindi appetibilità sull'oro.



Giudizi tattici

Azionario

US	▼	Downgrade
Area euro	▼	
Italia	▼	
UK	▼	
Giappone	■	
Cina	■	
Emergenti	■	

Valute

EUR/USD	▼
EUR/GBP	▲
EUR/CHF	▼
USD/JPY	▼

Materie prime

Energetiche	■
Industriali	■
Agricole	▲
Metalli preziosi	▲

Obbligazionario governativo

US	▲	
Area euro core	▼	
Italia/Periferia	▼	Downgrade
UK	▼	
Giappone	▼	
Emergenti Local Currency	▼	
Emergenti Hard Currency	▼	
Inflation linked US	▼	
Inflation linked Area euro	■	

Obbligazionario corporate

US investment grade	■
US high yield	▼
Area euro investment grade	▼
Area Euro high yield	▼
Area euro finanziari Senior	▲
Area euro finanziari Subord.	▲

▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight



Asset Allocation Strategica

Azionario

US	▼
Area euro	▼
Italia	▼
UK	▼
Giappone	▼
Cina	■
Emergenti	▼

Valute

EUR/USD	▼
EUR/GBP	▲
EUR/CHF	▼
USD/JPY	▼

Materie prime

Energetiche	■
Industriali	■
Agricole	▲
Metalli preziosi	▲

Obbligazionario governativo

US	▲
Area euro core	■
Italia/Periferia	■
UK	■
Giappone	▼
Emergenti Local Currency	▼
Emergenti Hard Currency	▼
Inflation linked US	▼
Inflation linked Area euro	■

Obbligazionario corporate

US investment grade	■
US high yield	▼
Area euro investment grade	■
Area Euro high yield	▼
Area euro finanziari Senior	▲
Area euro finanziari Subord.	■

▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight

Questo documento è prodotto a scopo esclusivamente informativo, non costituisce sollecitazione e non rappresenta un'offerta formale all'acquisto o alla sottoscrizione di strumenti finanziari.

Qualsiasi ricerca o analisi utilizzata nella redazione di questo documento è basata su fonti ritenute affidabili ma non vi è garanzia sull'accuratezza e completezza di tali fonti.

Ogni opinione, stima o previsione può essere modificata in qualsiasi momento senza preavviso.

Questo documento non è destinato alla distribuzione a investitori privati e non è diretto a persone fisiche o giuridiche che siano cittadini o residenti o aventi sede in luoghi, regioni, paesi o altre giurisdizioni dove tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o uso siano contrari a leggi o regolamentazioni.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Questo documento è prodotto da Anthilia Capital Partners SGR Spa per uso interno e non può essere riprodotto o distribuito, sia parzialmente che integralmente, senza autorizzazione da parte di Anthilia Capital Partners SGR Spa.