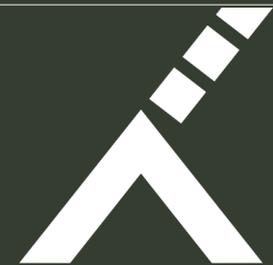


2022

Anthilia
Capital Partners
SGR

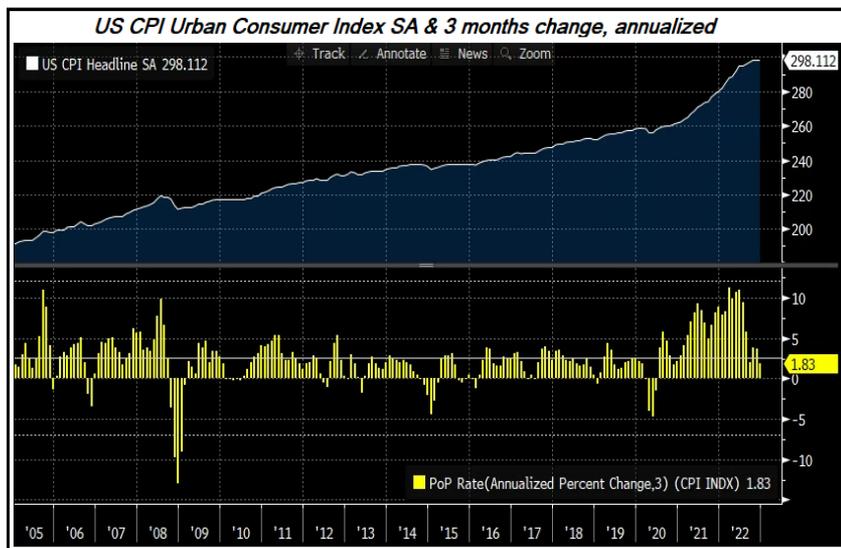
Analisi di scenario
Gennaio 2023



Anthilia^{sgr}
Capital Partners

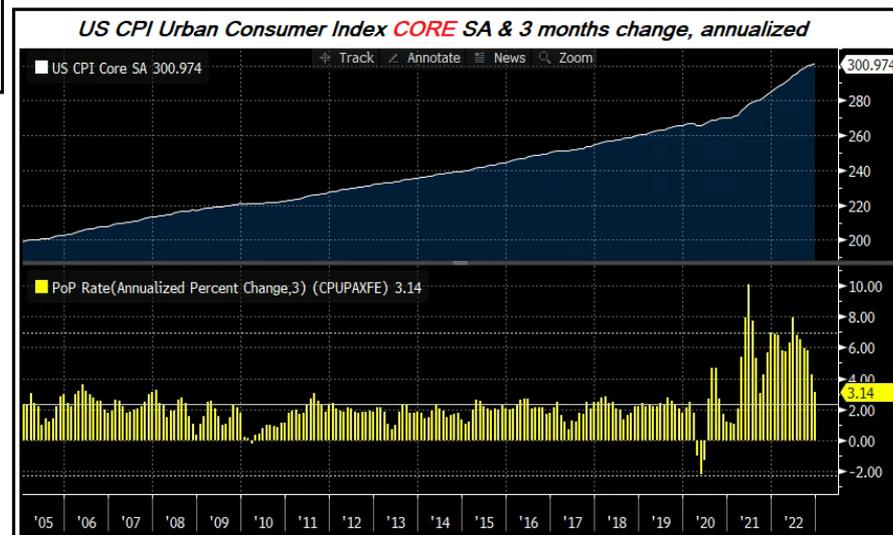


Grossi progressi sul fronte inflazione in US



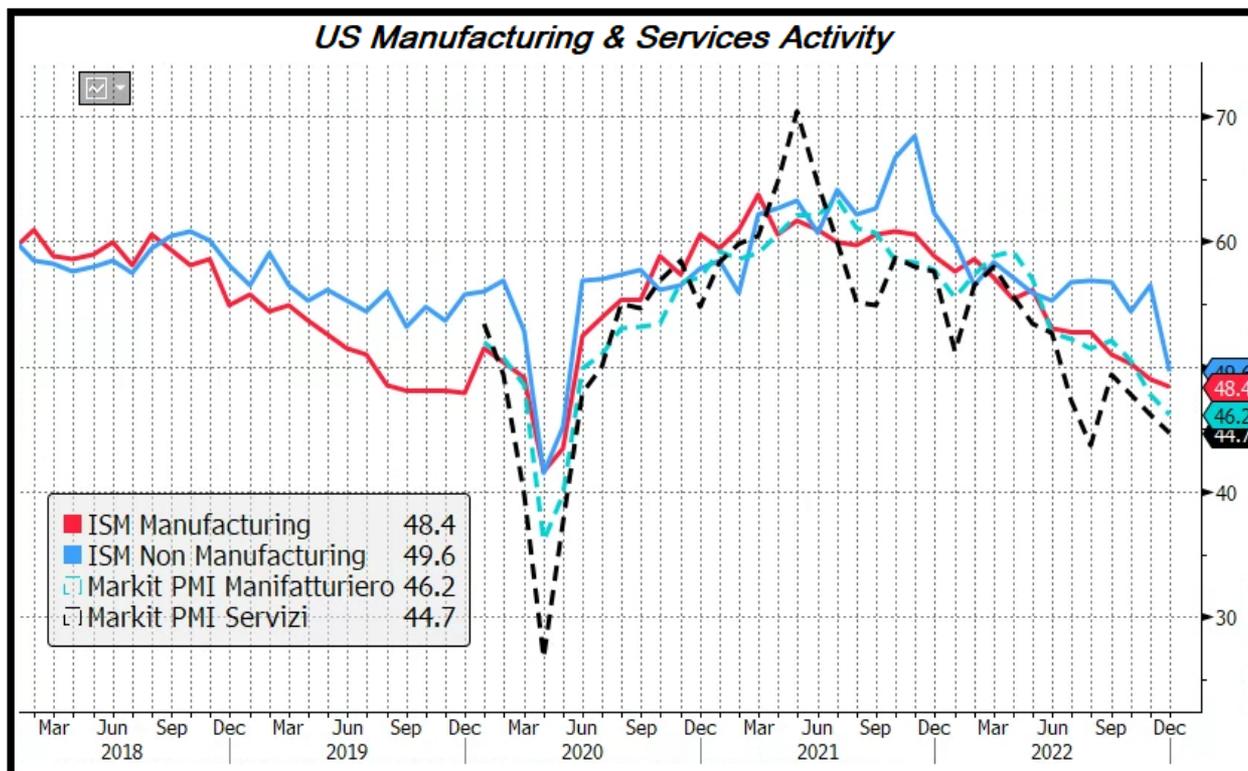
- Con i Fed Funds che (presumibilmente) approssiano il 5% nei prossimi mesi, tali livelli di inflazione **producono tassi reali significativamente positivi**, che costituiscono un robusto inasprimento delle condizioni finanziarie per le aziende USA.
- Peraltro, in assenza di **un mercato rallentamento del mercato del lavoro**, un rientro stabile dell'inflazione al target sembra difficile in tempi brevi.

- A Dicembre 2022 il CPI Usa ha mostrato il **sesto calo consecutivo del dato anno su anno**, e il primo calo dei prezzi rispetto al mese precedente
- Negli ultimi 3 mesi l'**inflazione headline USA** è salita ad un tasso annualizzato **inferiore al target Fed**, mentre quella core, sopra il 3%, è ancora sopra la confort zone Fe, ma su livelli significativamente inferiori alla prima metà del 2022
- La componente shelter continua a contribuire significativamente alla «core». Ma le dinamiche in atto sull'immobiliare lasciano intendere che nel corso del 2022 vedremo un raffreddamento del Owner Equivalent Rent





Soft landing? I dati USA al momento dicono altro.

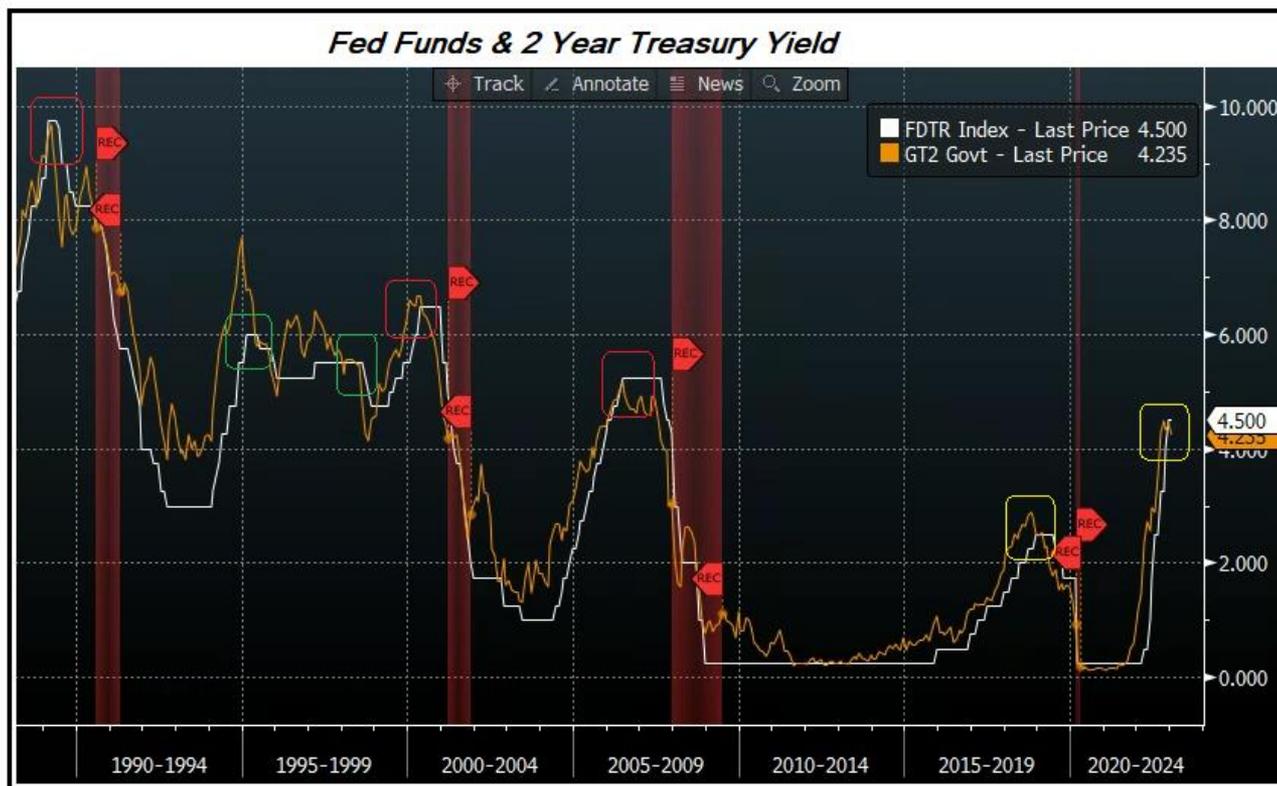


- Dopo aver a lungo sostato su livelli coerenti con un'attività discretamente solida, l'ISM services a Dicembre ha raggiunto il manifatturiero e l'omologo PMI calcolato da S&P Global, in territorio di contrazione.
- E' possibile che le tempeste di neve che hanno interessato vaste aree del territorio USA nel corso del mese abbiano impattato l'attività in maniera temporanea.
- Ciò detto, il sottoindice dei New orders, che dovrebbe avere implicazioni più di medio termine, è crollato di oltre 10 punti a 45,2

- Una lettura sotto 50 dell'ISM services è **evento abbastanza poco frequente**: all'infuori del periodo acuto del Covid questo livello non si è mai registrato dal gennaio 2010. Inoltre, l'unica volta da inizio serie (1997) in cui questo indice ha segnalato **contrazione non in presenza di una recessione** è stato nel 2003, all'indomani dell'invasione dell'Iraq.
- E' possibile che questo report sia almeno in parte un outlier. Ma altri report, come i PMI, lo small Business optimism, il sentiment degli Homebuilders, l'Empire manufacturing etc sembrano coerenti con il quadro di indebolimento



Cresce il rischio di «overtightening» da part del FOMC



- In passato, quando il rendimento del treasury a 2 anni è sceso sotto i Fed Funds, questo ha sempre anticipato una pausa, e quindi l'inizio di una serie di tagli dei tassi da parte del FOMC. In 3 delle ultime 5 occasioni vi è stata una recessione negli USA. In 2 casi ('95 e '98) l'easing tempestivo la ha scongiurata. Nel 2019 non è chiaro se, in assenza del Covid, gli USA sarebbero andati in recessione.
- Questo potrebbe essere il primo caso in 40 anni in cui a fronte del verificarsi di quest'intersezione, la Fed va avanti ad alzare i Fed Funds

- Il pricing del mercato si sta assestando verso un rialzo di 25 bps al FOMC di Febbraio, più altri 25 (non interamente scontati) a Marzo, e un punto di arrivo poco sotto il 5%
- Il target della Fed è però più ambizioso, sopra il 5%, per rimanervi per tutto il 2023
- **In sostanza sia la Fed che il mercato prezzano una prosecuzione dei rialzi, a fronte di un'economia in indebolimento:** il rischio di over-tightening è ulteriormente accentuato dall'inflazione in calo



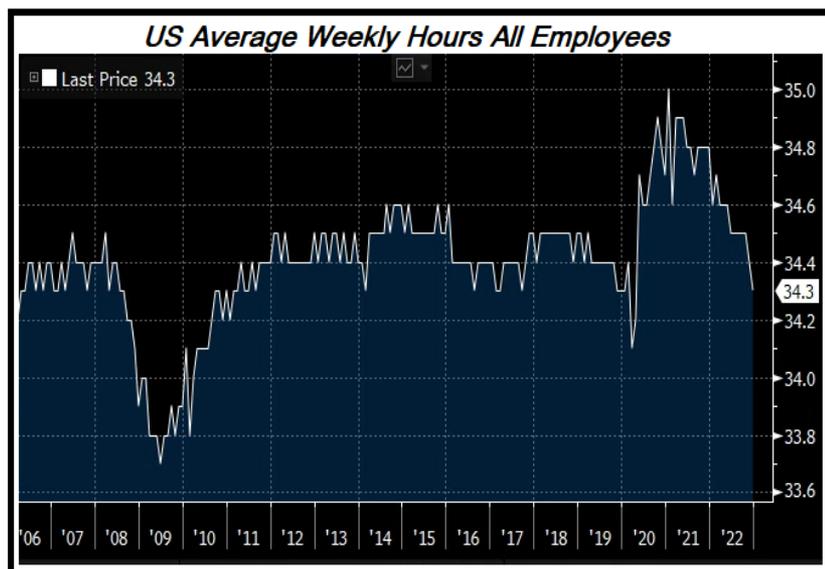
Primi segnali di indebolimento del mercato del lavoro? 1/2



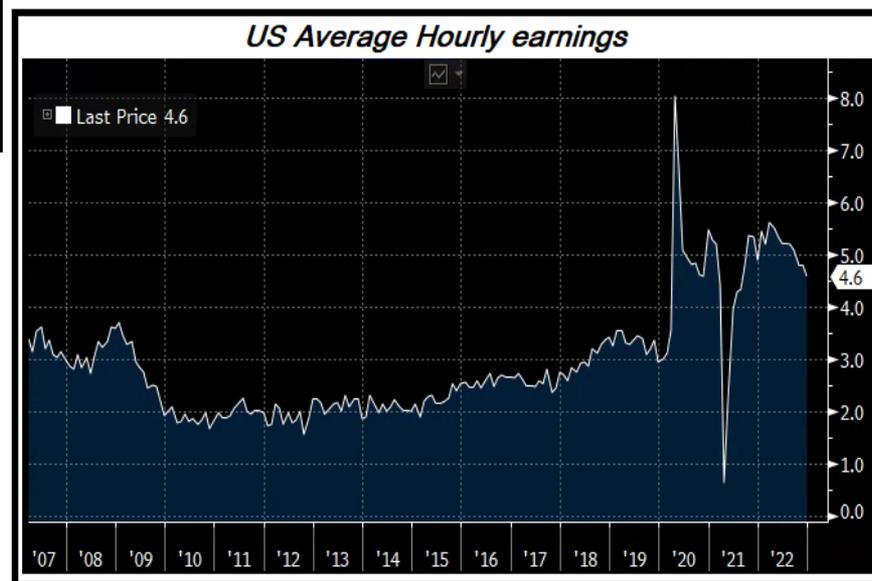
- L'economia USA continua a creare posti di lavoro a buon ritmo (250k mese) e la disoccupazione resta eccezionalmente bassa. Ma vi sono **alcuni segnali che la domanda di lavoro sta iniziando a calare**.
- Il numero di **lavoratori temporanei** nel settore servizi sta calando da 4 mesi, e a Dicembre l'incremento anno su anno è diventato negativo. Questo è uno dei segnali anticipatori di un calo dell'occupazione, perché ovviamente i lavoratori con contratto a tempo o a progetto sono i primi ad essere lasciati a casa.



Primi segnali di indebolimento del mercato del lavoro? 2/2



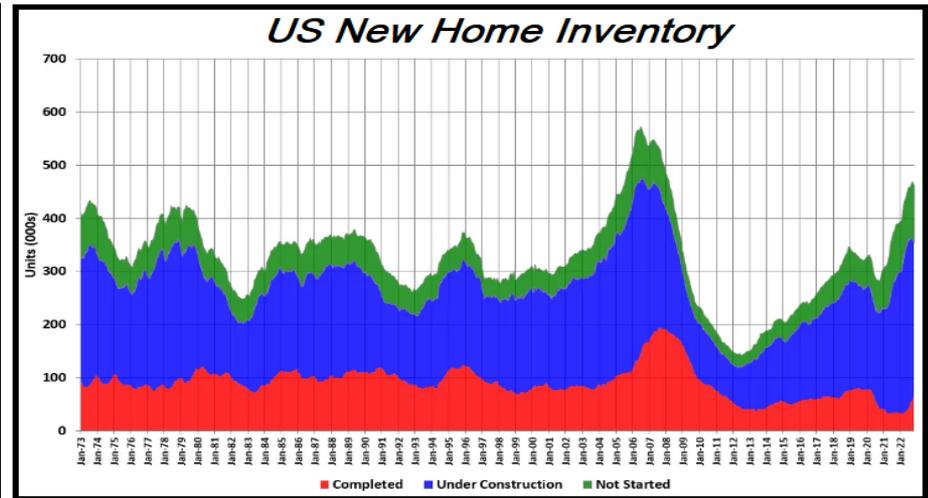
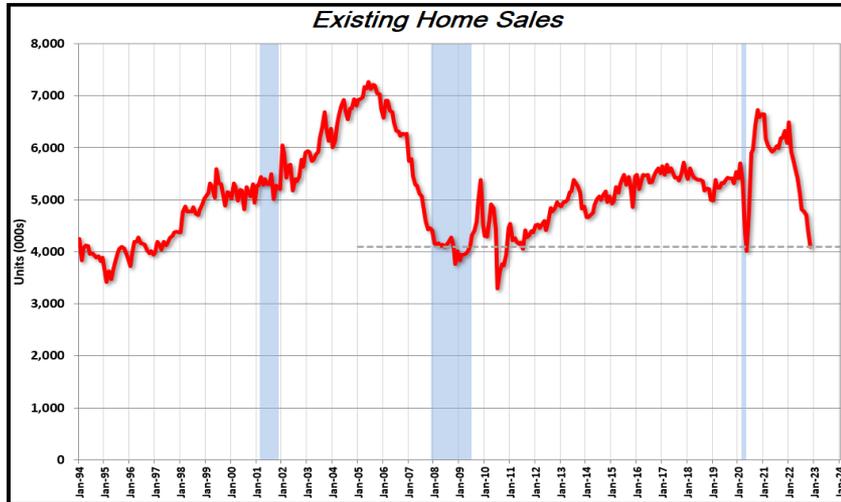
- Un altro segnale di indebolimento della domanda di lavoro è il **calo delle ore lavorate**.
- Questa serie, dopo aver viaggiato su livelli storicamente assai elevati per buona parte del 2020 e tutto il 2021, ora sta rientrando abbastanza rapidamente, a indicare ritmi lavorativi in calo.
- Infine, anche le **pressioni salariali stanno progressivamente attenuandosi**, a indicare una minore competizione per i lavoratori, anche se il livello assoluto resta ancora elevato.



- In generale l'impressione è che il **mercato del lavoro USA stia iniziando a dare i primi segnali di un impatto del tightening Fed e del conseguente rallentamento del ciclo USA**.



Il lag tra rallentamento e calo occupazionale: il caso dell'immobiliare

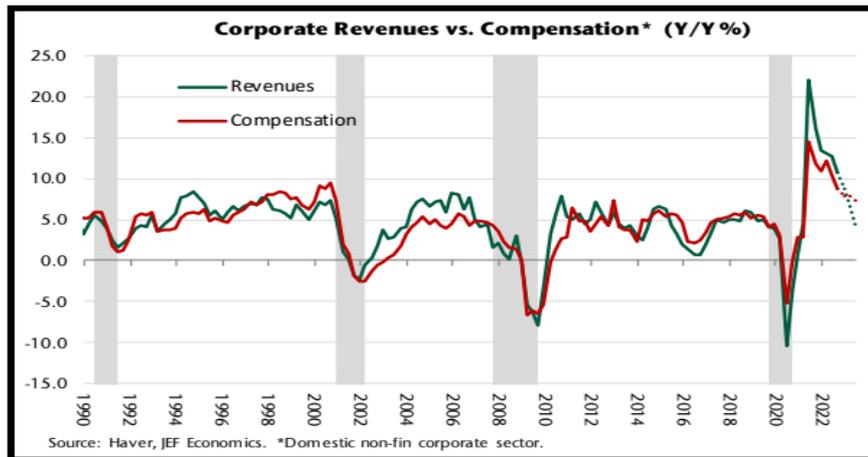
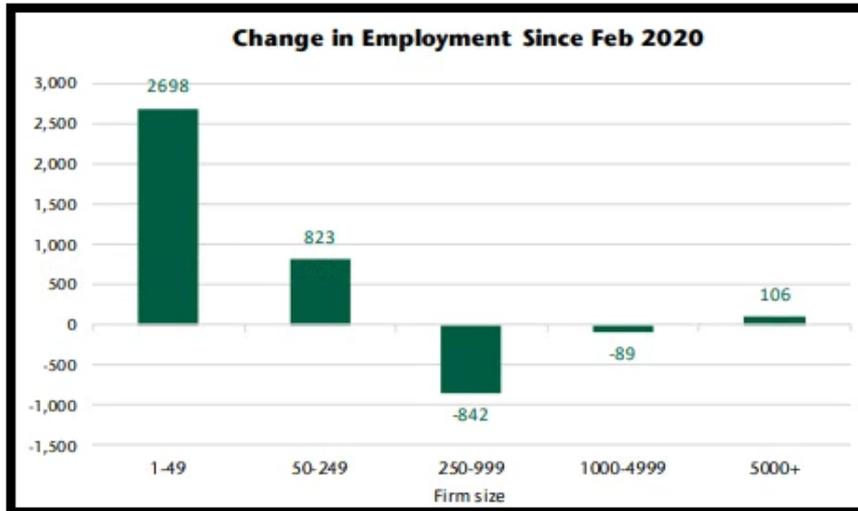


- Il settore immobiliare USA è in chiaro rallentamento: oppresse dal rialzo dei mutui, le vendite di case sono tornate al livello della grande recessione
- Nonostante ciò, il **settore costruzioni continua a creare posti di lavoro**
- Ciò è dovuto al **numero record di cantieri in corso d'opera**, rallentati dalla scarsità di materiali e manodopera.
- Il completamento, nei prossimi trimestri, di questi cantieri produrrà **licenziamenti nel settore costruzioni**, visto che la domanda resterà bassa e l'offerta abbondante.





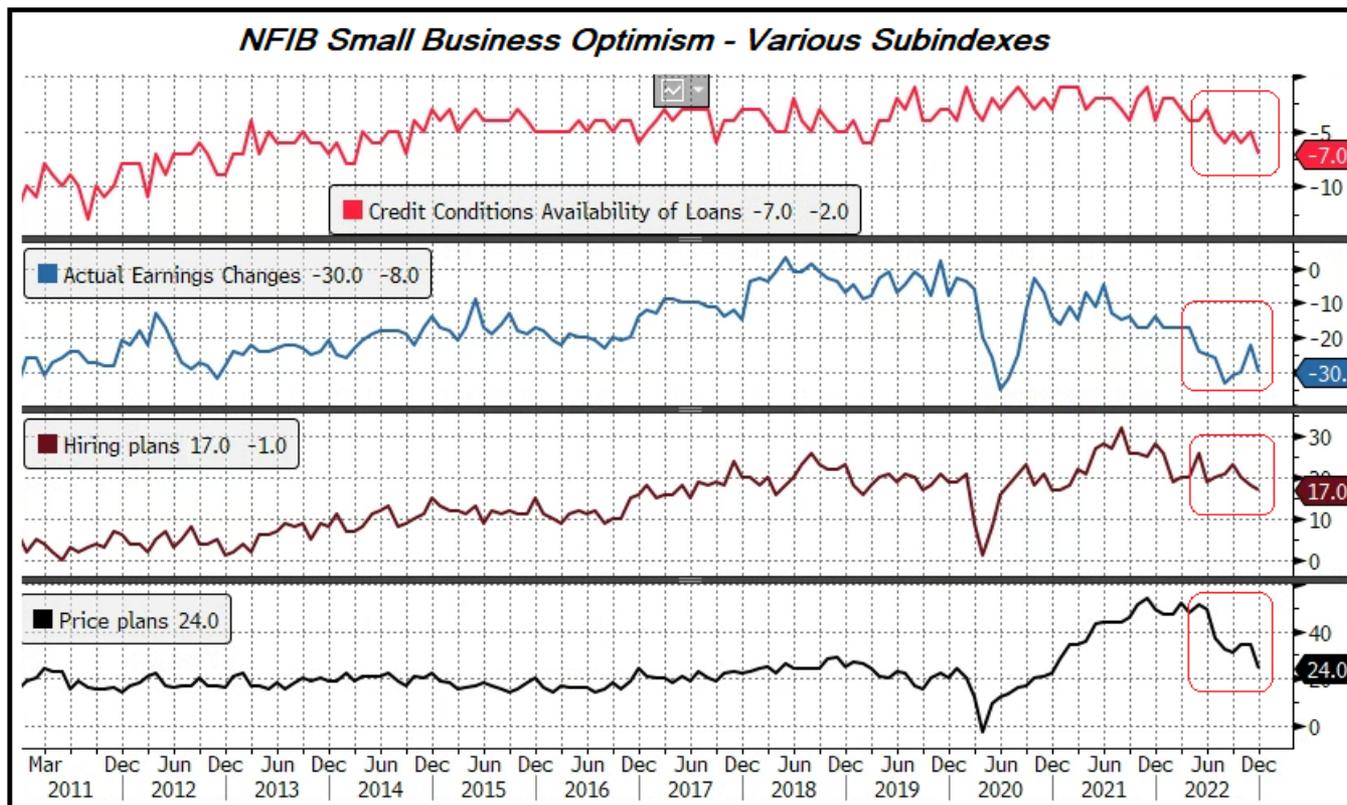
Il principale serbatoio di domanda di lavoro negli Usa è la piccola e media impresa



- La domanda di lavoro in eccesso fa quasi interamente capo alla **piccola e media impresa USA**: l'occupazione nelle grandi aziende è rimasta praticamente stabile post Covid, e le offerte di lavoro sono poco superiori alla media storica
- Con il rallentamento dell'inflazione, l'aumento dei costi di finanziamento e la rigidità dei salari, la profittabilità delle aziende verrà progressivamente impattata, con intuibili impatti sulla domanda di lavoratori.



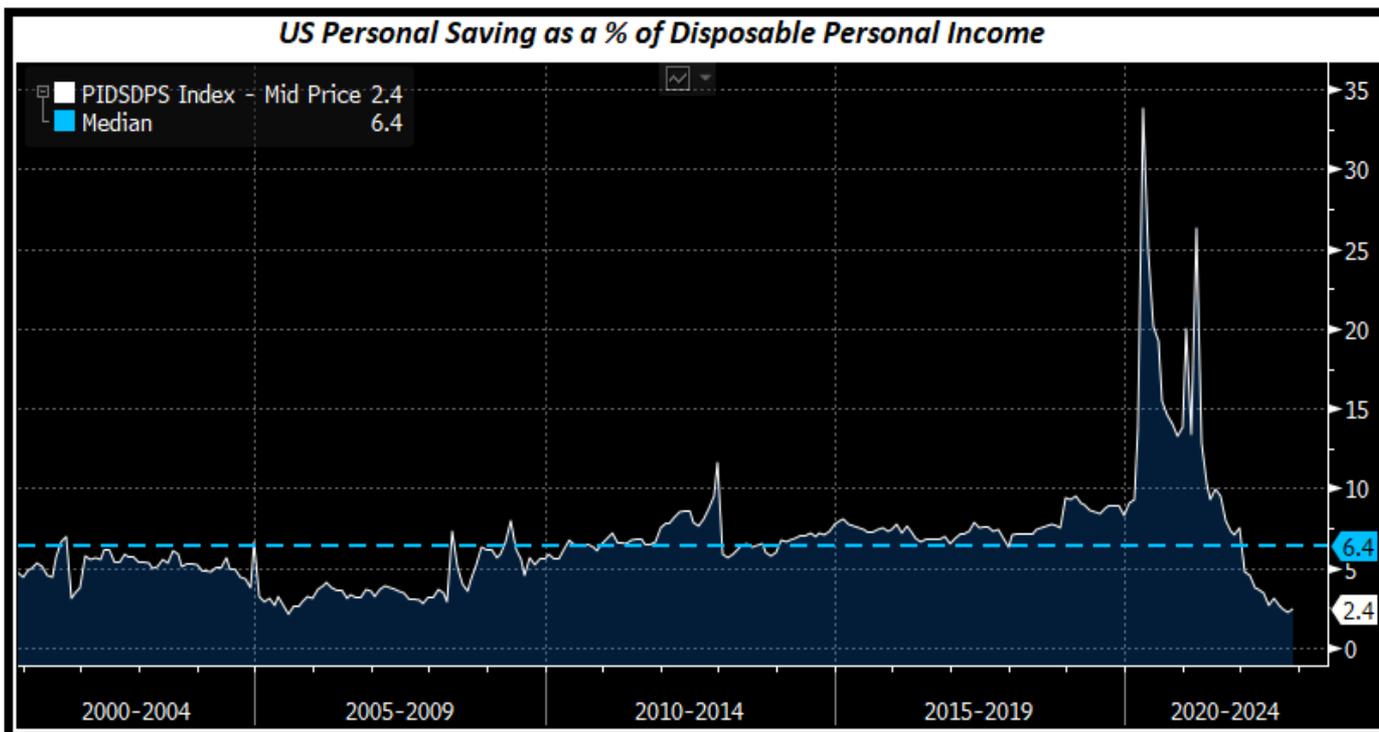
Crescono le difficoltà per le SME USA



- I sottoindici dello Small Business Optimism index stanno già segnalando:
 1. un deterioramento delle condizioni di credito
 2. Un calo della profittabilità
 3. un rallentamento dei piani di assunzione
 4. Una riduzione delle intenzioni di aumentare i prezzi alla clientela.



I Consumi USA supportati dal risparmio accumulato.

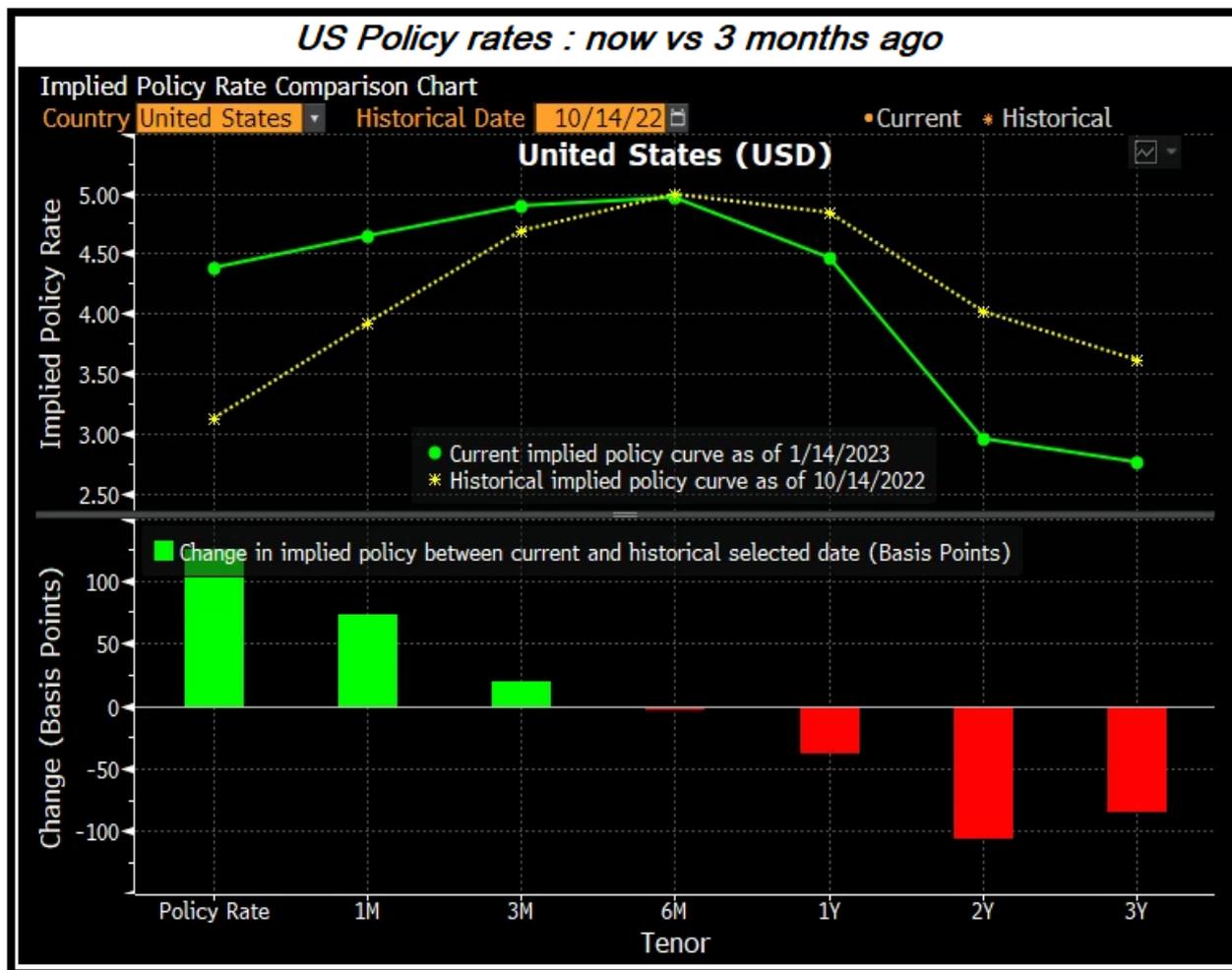


- L'enorme accumulo di risparmi prodotto dall'eccezionale stimolo fiscale degli anni 2020 e 2021 ha sostenuto i consumi USA a fronte di un calo del reddito reale disponibile
- Il calo del tasso di risparmio ha aggiunto 5 punti al tasso di crescita dei consumi nel 2022

- **Il tasso di risparmio degli households americani è però sceso a livelli storicamente molto bassi, ed è difficile che il sostegno possa continuare indefinitamente.**
- E' probabile che anzi a fronte di un quadro macro più incerto, e una remunerazione del cash più elevata, il tasso di risparmio salga un po' nel corso d'anno, causando, coeteris paribus, una marginale riduzione della spesa.



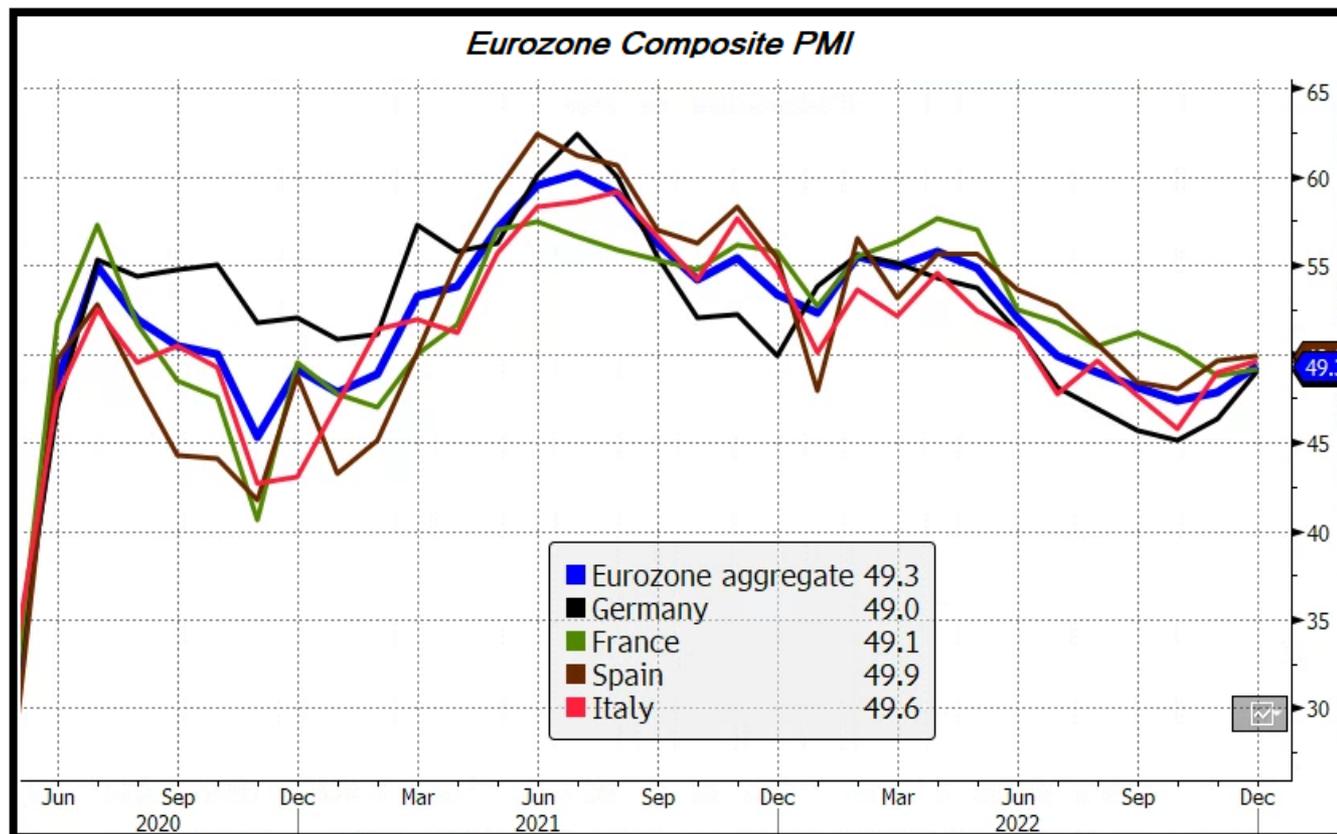
Il mercato dei tassi si ostina a prezzare tagli nel 2023



- Nonostante la Fed abbia chiaramente illustrato il proprio scenario, che prevede tassi stabili sopra il 5% per un certo periodo di tempo, **il mercato si ostina a prezzare tagli nel 2023**, e un ritorno dei Fed Funds sotto il 3% entro 24 mesi.
- Questo scenario non coincide con una recessione «classica» (nelle ultime 3 i Fed Funds sono calati sotto l'1%), ma potrebbe essere coerente con:
 1. Un mercato rallentamento ciclico
 2. Una recessione in cui l'inflazione resta sopra il target e quindi impedisce alla Fed di erogare stimolo monetario a pieno regime
 3. Un deciso calo/normalizzazione dell'inflazione



La sorprendente resilience dell'economia Eurozone

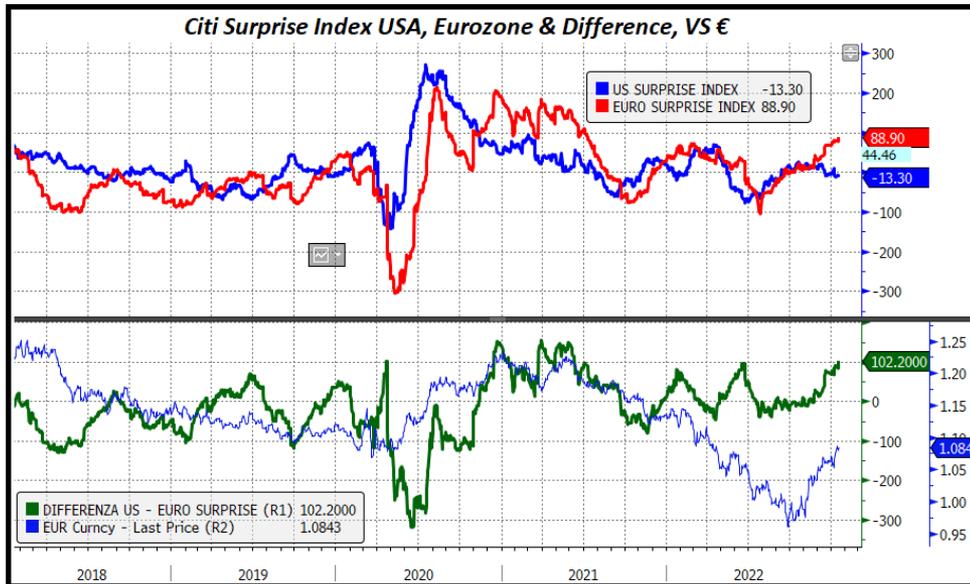


- L'economia Eurozone ha dato segnali di ripresa negli ultimi 2 mesi, con gli indici di attività che ora proiettano più **una stagnazione** che una recessione per la prima metà del 2023
- L'inverno finora assai mite, e il connesso calo dei costi energetici hanno un ruolo in questo miglioramento, ma non lo spiegano interamente
- La **tenuta dell'occupazione** e in generale un calo dell'incertezza hanno sostenuto l'attività e i consumi nel quarto trimestre

- Prospettivamente, la **riapertura post Covid dell'economia cinese** dovrebbe portare un beneficio all'economia continentale (in particolare Germania e Italia), ma il **rallentamento di quella USA** potrebbe bilanciare quest'effetto
- Esiste poi un possibile impatto dalla ripresa cinese sulle commodities che potrebbe rallentare il rientro dell'inflazione, e imporre ancora una politica monetaria restrittiva all'ECB

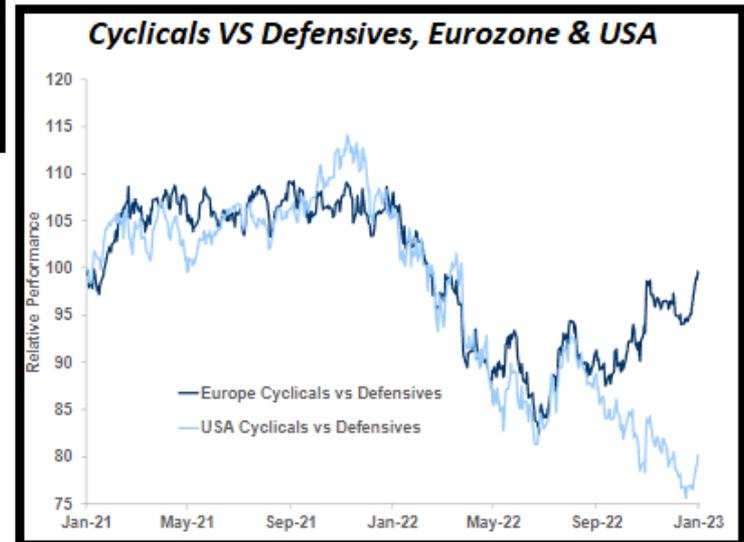


Il ciclo europeo è in ritardo rispetto a quello USA?



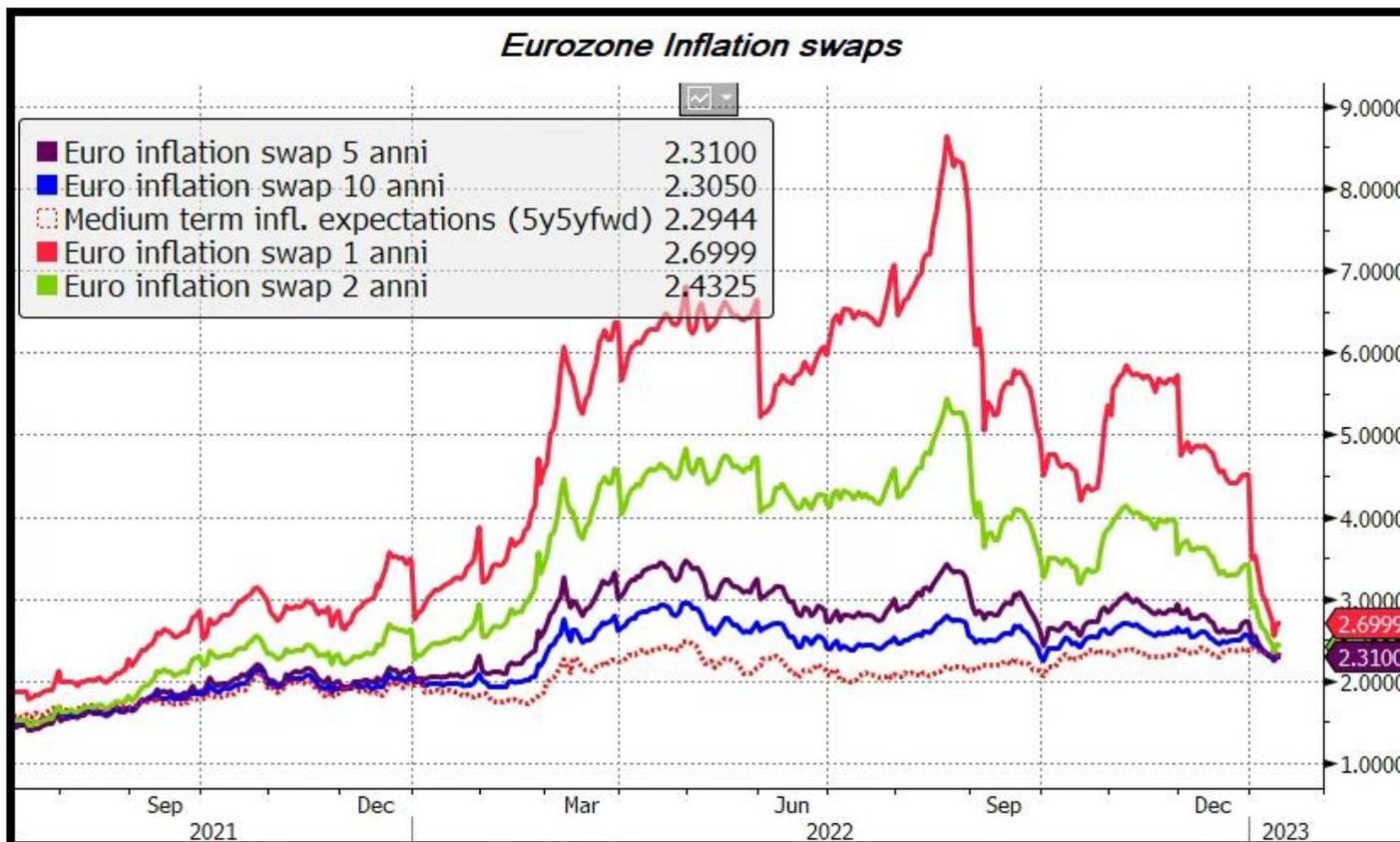
- Analizzando i Surprise index, balza all'occhio la **divergenza tra i dati macro USA**, che negli ultimi 3 mesi stanno deludendo, e **quelli Eurozone**, che invece continuano a sorprendere in positivo il consenso.
- Parte dell' outperformance può essere ricondotta a motivazioni oggettive (recedere della crisi energetica, impatto della debolezza dell'€, calo delle aspettative di inflazione)

- Ciò detto, sembra di ravvisare **un ritardo del ciclo europeo rispetto a quello USA**, causato in parte dal **minor tempo intercorso dall'inizio dell'inasprimento della politica monetaria ECB rispetto a quella della Fed**.
- La differenza tra i surprise index USA e Eurozone è giunta su livelli elevati, superati di rado
- Anche uno sguardo alla relativa performance settoriale tra ciclici e difensivi in UE ed Eurozona mostra una significativa divergenza ciclica.
- In generale **le divergenze di performance tra l'economia USA e quella Eurozone sono rare e temporanee**





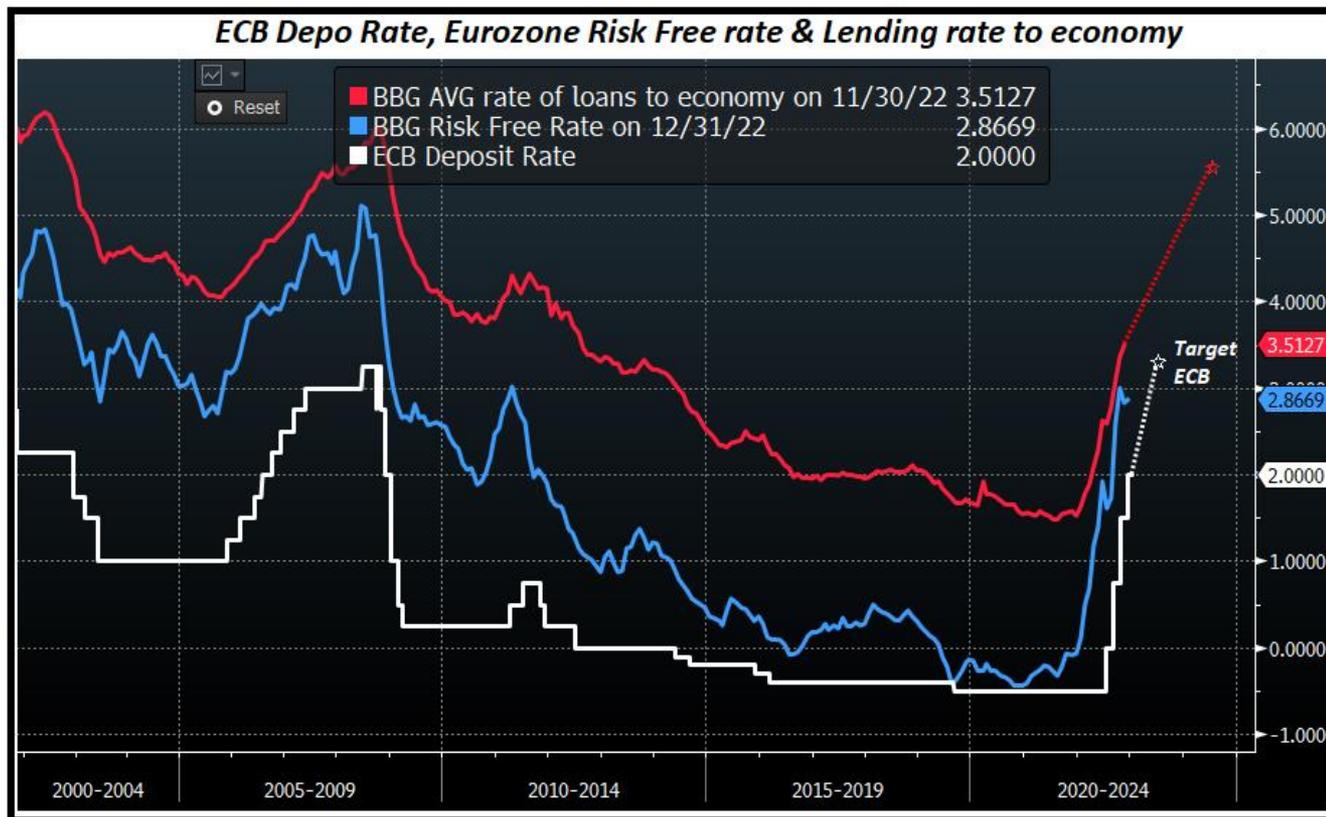
Sull'inflazione Eurozone il mercato è diventato un po' ottimista?



- Il crollo del gas europeo e la relativa debolezza del petrolio hanno causato una violenta contrazione delle aspettative di inflazione di mercato in Eurozone, terminate non troppo distanti dal target ECB.
- Con una core inflation ancora resiliente, e con la possibile ripresa cinese a supportare i corsi delle commodities, quello prezzato dal mercato sembra uno scenario eccessivamente benigno.



Il grosso del tightening deve ancora riflettersi sulle credit conditions

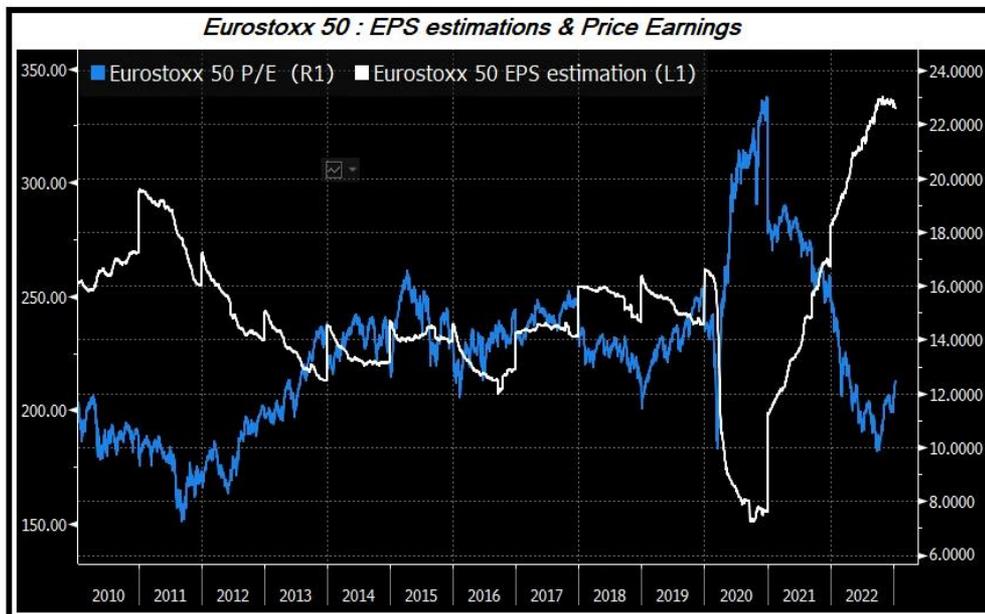


- L'ECB ha alzato i tassi di 250 bps, e il **mercato sconta ancora altri 100-125 bps di rialzi**.
- Il tightening è stato così repentino che i rialzi si stanno trasferendo con un lag all'economia.
- In effetti lo spread tra il depo rate e il lending rate medio normalmente supera i 200 basis points, e può raggiungere i 300 bps in alcune fasi di stress.
- Su queste basi il lending rate potrebbe superare il 5,5% nel corso del 2023

- **L'inasprimento delle condizioni finanziarie è quindi in corso, ma tutt'altro che completo.** Tra l'altro, a marzo inizia la seconda fase di riduzione del bilancio ECB, con il **Quantitative tightening**
- Un eventuale rientro più rapido delle attese dell'inflazione potrebbe rendere più difficile alle aziende europee di scaricare i costi di funding sulla clientela ed in generale generare tassi reali più alti per l'economia

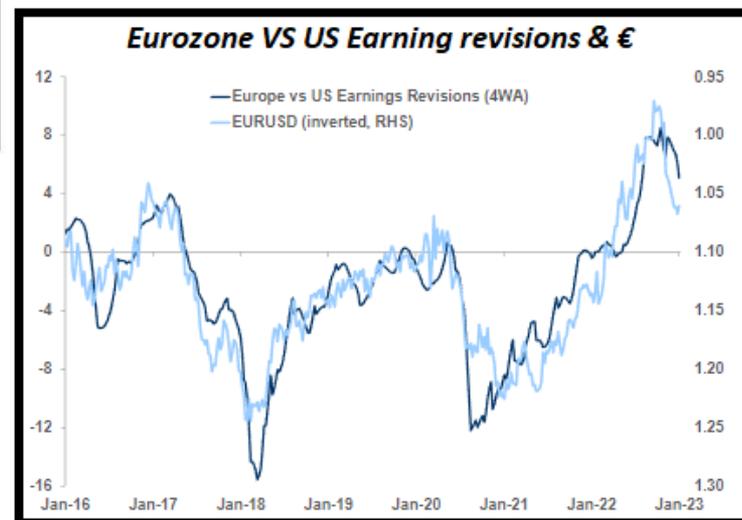


L'ouperformance europea si basa sull'earning growth



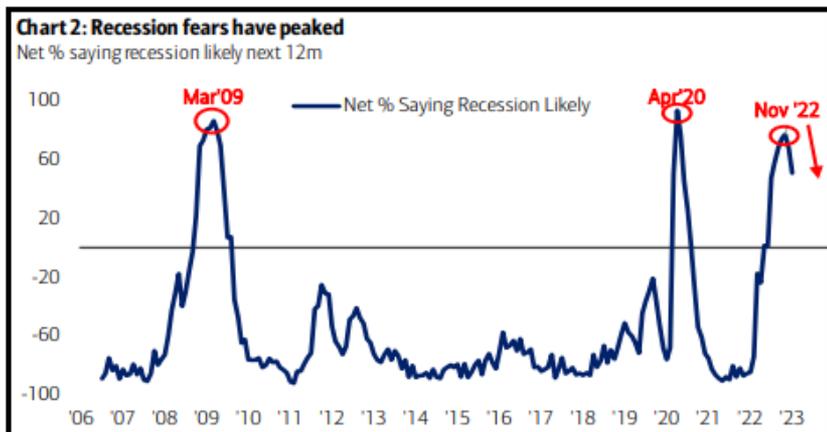
- Nei prossimi trimestri alcuni di questi fattori potrebbero trovare attenuazione:
 1. L'€ ha recuperato parecchio terreno contro Dollaro
 2. L'aspettarsi dell'inflazione potrebbe contenere la crescita dei ricavi, complice un calo del pricing power delle aziende.
- Infine c'è da considerare l'ingranare del tightening della politica monetaria, un ingranare che già si nota sull'economia USA
- Sembra sensato attendersi un **calo dei margini** per le aziende nel primo semestre del 2023

- Il rallentamento macroeconomico, la guerra in Ucraina, la crisi energetica non **hanno finora minimamente intaccato la crescita dei profitti aziendali in Eurozone**
- Merito dell'inflazione che ha gonfiato i ricavi, della tenuta della domanda e del calo dell'€, che ha aumentato la competitività dei prodotti e servizi continentali, e incrementato il valore dei ricavi e profitti generati al di fuori dei confini europei.

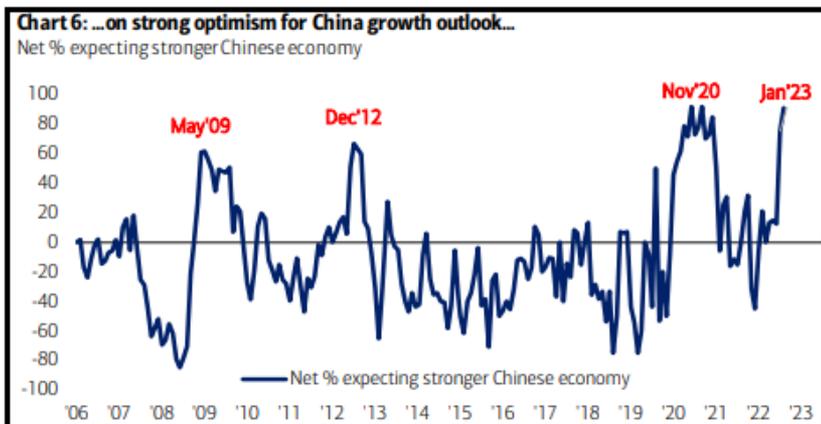




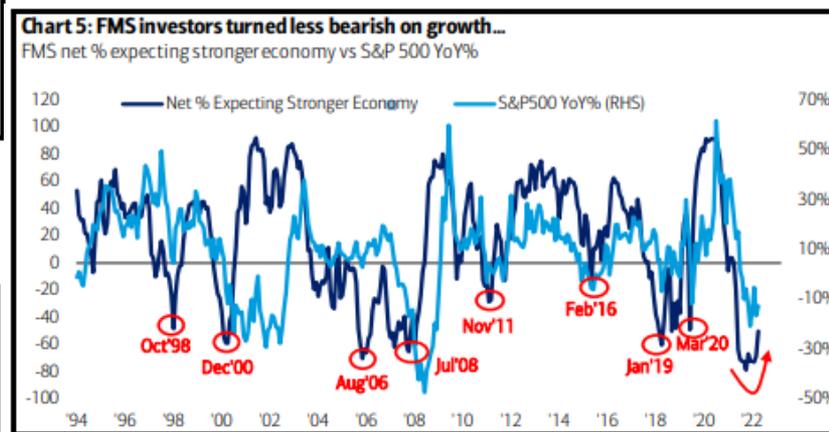
L'inizio del 2023 vede un calo del pessimismo globale....



- Ancora un 50% netto di intervistati si attende una crescita in rallentamento. Ma è la percentuale più bassa degli ultimi 12 mesi



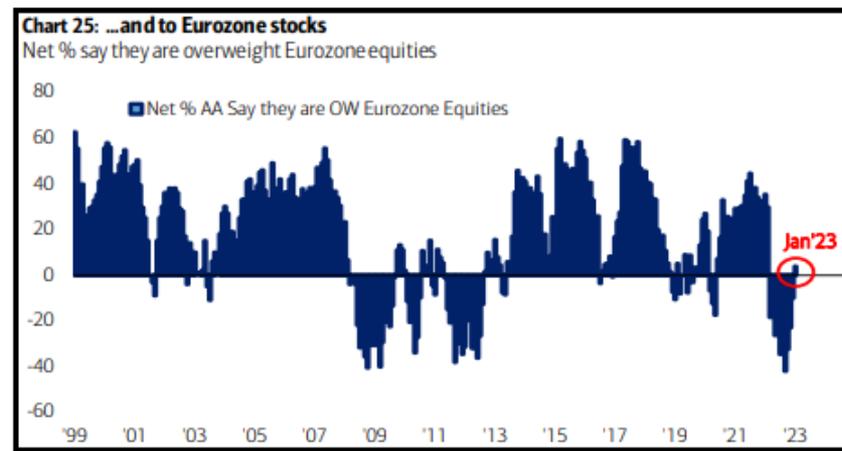
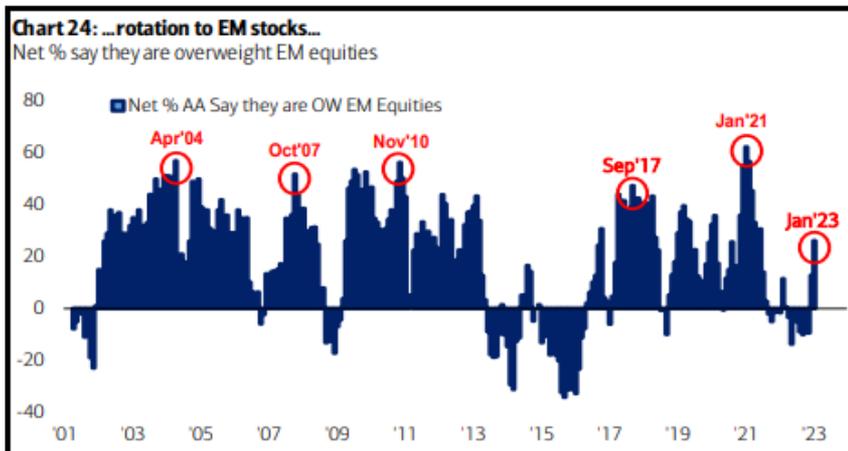
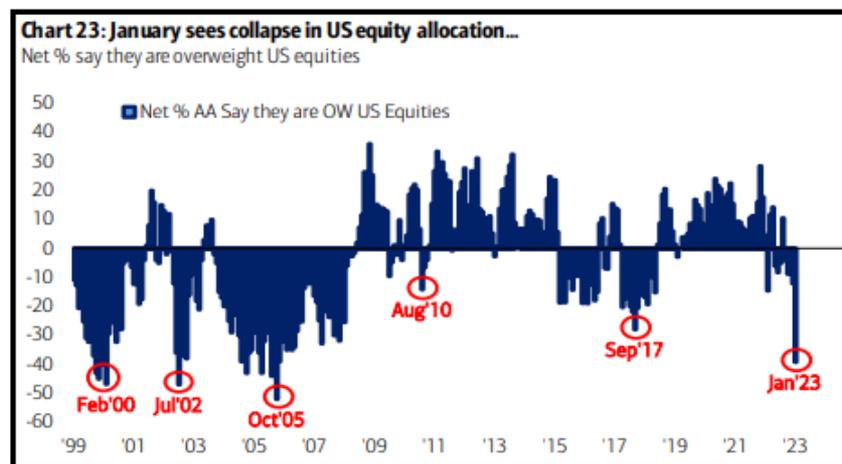
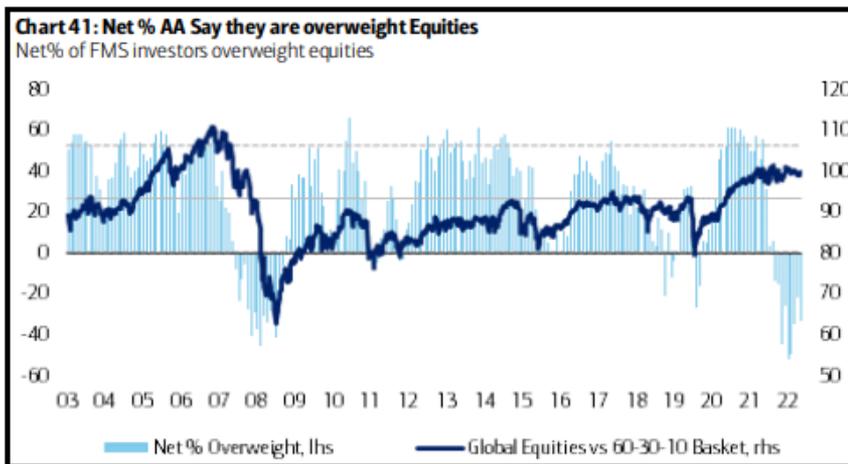
- L'inizio del 2023 vede un **significativo calo delle attese di recessione**, che sembrano aver fatto un piccolo a novembre 2022.
- I precedenti picchi hanno marcato un minimo per l'azionario globale.
- Ma sia nel 2009 che nel 2022 il picco del pessimismo è avvenuto all'interno della recessione. In questo caso la contrazione ciclica non si è ancora verificata.



- L'ottimismo nei confronti del ciclo cinese è ai massimi da 16 anni, con un 91% netto di intervistati che si attende accelerazione, da 11% a novembre 2022 e 0% ad Agosto 2022



... ma una fuga dall'America.



- Ma l'allocatione nell'azionario è calata di 11 punti, a causa di un collasso di quella sull'azionario USA (-27 pt a 39% UnderWeight) a fronte di un aumento di 14 pt all'azionario Eurozone (4% OW) e di 13 pt agli emergenti (26% OW)



In sintesi

- Lasciamo a **underweight l'azionario US**. Riteniamo che l'economia USA sperimenterà una recessione nel 2023, di entità significativa, potenzialmente severa. 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. Tatticamente, il sentiment e il positioning eccezionalmente negativi potrebbero offrire supporto al mercato
- 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 del tightening della politica ECB, del recupero dell'€, e di un impatto del rallentamento USA in arrivo. La probabile ripresa dell'economia cinese potrà offrire supporto alla domanda, ma anche alimentare nuove pressioni inflattive attraverso l'impatto sul prezzo di petrolio e commodities. Lasciamo a **underweight l'azionario italiano**. Le valutazioni attraenti gli offrono un vantaggio rispetto alle altre piazze dei paesi europei, ma sui livelli attuali sembra scontare un quadro macro troppo favorevole.
- Lasciamo a **underweight l'azionario UK**. Il quadro macro UK mostra dei segnali di miglioramento, ma riteniamo che l'economia non potrà evitare una contrazione nel primo semestre del 2023. La politica monetaria verrà ulteriormente inasprita per combattere l'inflazione e indebolire il mercato del lavoro.
- Portiamo a **underweight l'azionario giapponese**. Riteniamo che i nodi della politica monetaria BOJ stiano venendo al pettine. L'inflazione sta salendo e la Banca Centrale si trova nella scomoda posizione di dover abbandonare progressivamente lo yield control senza far salire troppo la divisa.
- Portiamo a **overweight l'azionario cinese**: l'abbandono della politica «zero covid», avvenuto in tempi assai più rapidi rispetto alle attese, facilita il rilancio dell'economia. La stabilizzazione della crescita è un obiettivo primario del Governo e anche se gli strumenti utilizzati finiranno con l'amplificare gli sbilanci macroeconomici, nel breve dovrebbero ottenere il raggiungimento dei target di crescita. La pressione regolamentare sul tech si sta attenuando e i multipli sono attraenti.
- 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

- Portiamo tatticamente a **neutral l'obbligazionario US**. Nei prossimi mesi, l'inversione del trend nei prezzi e l'accentuarsi del rallentamento ciclico dovrebbero esercitare pressioni ribassiste sui rendimenti. Nel breve la Fed potrebbe cercare di riaffermare la propria view, impedendo un ulteriore repricing al ribasso dei 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'inizio della riduzione del bilancio a marzo 2023. Lasciamo 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.
- 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. Portiamo a **neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte, e quello in **valuta locale**, con l'idea che l'avvicinarsi della fine del tightening Fed possa favorire un ulteriore recupero del comparto.
- Lasciamo a **neutral il debito corporate US Investment Grade**. Riteniamo che il calo dei rendimenti treasury si rifletterà almeno temporaneamente 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**, portiamo a **neutral** quello **Investment Grade**, ritenendo che i rendimenti offerti dagli emittenti di standing più elevato risultino attraenti a medio termine. Lasciamo a **underweight l'High Yield europeo** ritenendo che il comparto sia vulnerabile ad un deterioramento del quadro macroeconomico nel corso dell'anno.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight i finanziari, sia senior che subordinati**. I bilanci delle istituzioni finanziarie sono sostanzialmente sani, con un CET1 medio di circa il 15% e un leverage ratio superiore a 5%. La qualità degli asset è rimasta molto elevata nel corso del 2022. I livelli di sofferenze sono molto bassi se paragonati alle medie storiche. Anche i livelli di liquidità sono ampi, con il liquidity coverage ratio sopra 165%. Il rialzo dei tassi sta impattando positivamente sul NIM (Net Interest Margin) e quindi sulla profitabilità. In questa fase, notiamo anche che nonostante l'esuberanza dell'issuance il mercato assorbe agevolmente le nuove emissioni.
- Riguardo i cambi, portiamo tatticamente a **neutral l'€/€**. Riteniamo che l'€ possa temporaneamente avvantaggiarsi del quadro macro più solido e dell'impatto delle aspettative di rimbalzo congiunturale cinese. La Fed potrebbe essere più vicina da una pausa nei rialzi rispetto all'ECB. Un ritardo da parte del Congresso nell'approvare un aumento del debt ceiling potrebbe costringere l'amministrazione a utilizzare le disponibilità liquide per far fronte alla gestione, aumentando la liquidità in Dollari nel sistema.
Lasciamo a **underweight la Sterlina contro €**, ritenendo che il quadro macro UK sia più debole rispetto a quello Eurozone.
Lasciamo a **overweight lo Yen/€**. Riteniamo non trascurabile il rischio che la Bank of Japan prosegua nell'attenuazione della politica dello yield control, con effetti positivi sulla divisa.
- Lasciamo a **overweight il Franco svizzero** con l'idea che la parità costituisca in questa fase un cap per la divisa unica.
- Riguardo le Commodities, portiamo a **overweight quelle energetiche**. Un eventuale accelerazione dell'economia cinese sembra in grado di far salire il petrolio, che conserva un delicato bilancio domanda offerta. Anche il Gas sembra in questa fase scontare uno scenario eccessivamente benigno in termini di consumi. Lasciamo a **neutral quelle industriali** che sui livelli attuali incorporino nella sostanza l'impatto dell'aumento della domanda cinese. 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		Obbligazionario governativo	
US	▼	US	■ Downgrade
Area euro	▼	Area euro core	▼
Italia	▼	Italia/Periferia	▼
UK	▼	UK	▼
Giappone	▼ Downgrade	Giappone	▼
Cina	▲ Upgrade	Emergenti Local Currency	■ Upgrade
Emergenti	■	Emergenti Hard Currency	■ Upgrade
Valute		Inflation linked US	▼
EUR/USD	■ Upgrade	Inflation linked Area euro	■
EUR/GBP	▲	Obbligazionario corporate	
EUR/CHF	▼	US investment grade	■
USD/JPY	▼	US high yield	▼
Materie prime		Area euro investment grade	■ Upgrade
Energetiche	▲ Upgrade	Area Euro high yield	▼
Industriali	■	Area euro finanziari Senior	▲
Agricole	▲	Area euro finanziari Subord.	▲
Metalli preziosi	▲		

▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight



Asset Allocation Strategica

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	▼	US	▲
Area euro	▼	Area euro core	■
Italia	▼	Italia/Periferia	■
UK	▼	UK	■
Giappone	▼	Giappone	▼
Cina	■	Emergenti Local Currency	▼
Emergenti	▼	Emergenti Hard Currency	▼
Valute		Inflation linked US	▼
EUR/USD	▼	Inflation linked Area euro	■
EUR/GBP	▲	Obbligazionario corporate	
EUR/CHF	▼	US investment grade	■
USD/JPY	▼	US high yield	▼
Materie prime		Area euro investment grade	■
Energetiche	■	Area Euro high yield	▼
Industriali	■	Area euro finanziari Senior	▲
Agricole	▲	Area euro finanziari Subord.	■
Metalli preziosi	▲		

▲ = 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.