

2023

Anthilia
Capital Partners
SGR

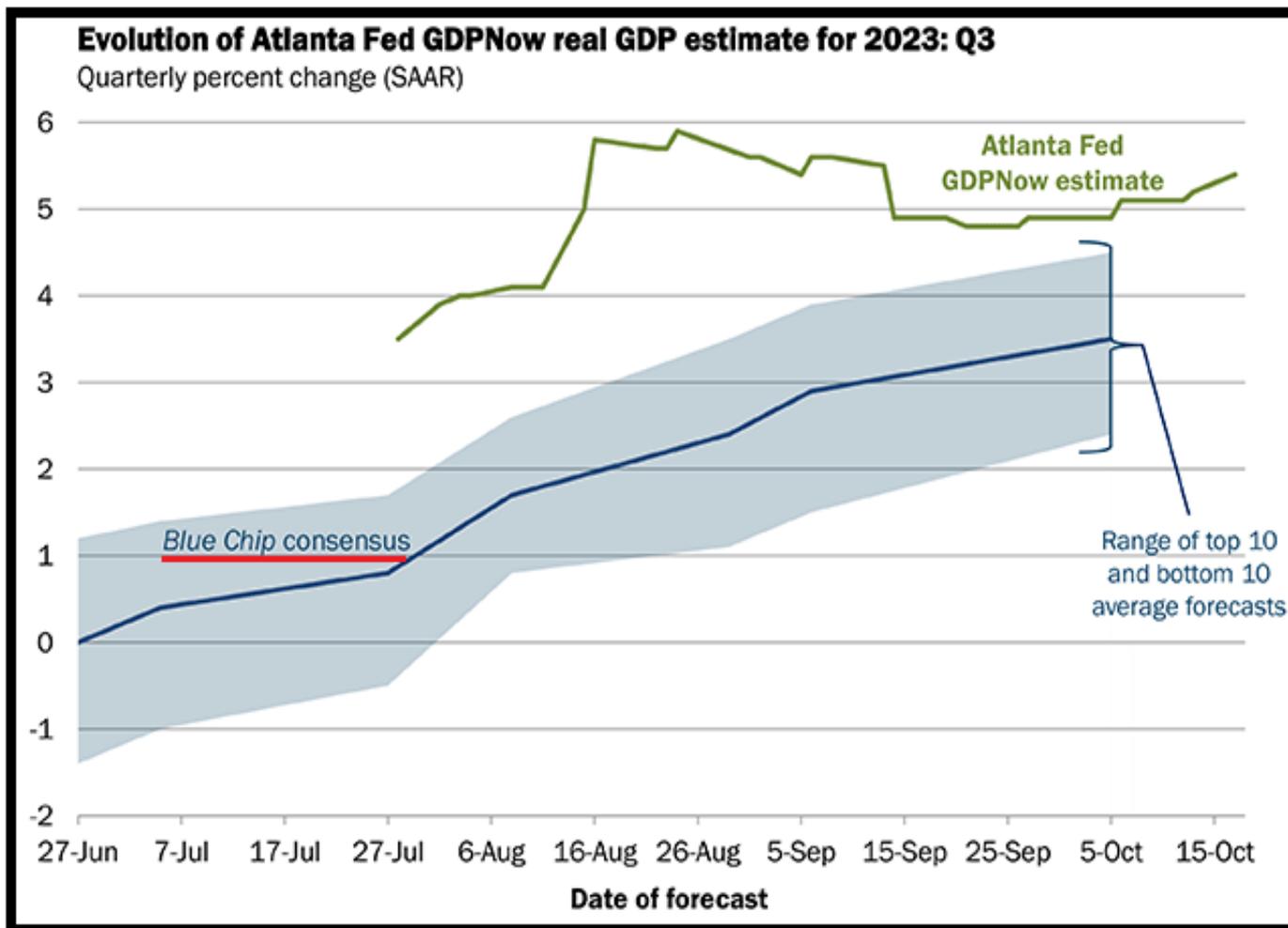
Analisi di scenario
Ottobre 2023



Anthilia^{sgf}
Capital Partners



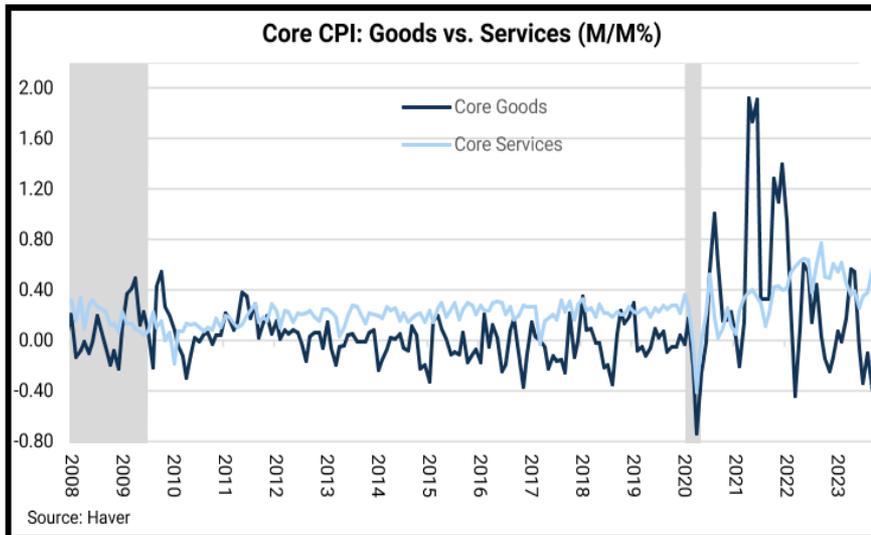
USA: un terzo trimestre 2023 di crescita brillante.



- Contrariamente alle attese dominanti all'inizio dell'estate, **la crescita USA ha sorpreso in positivo ne terzo trimestre.**
- Non disponiamo ancora di dati ufficiali, ma i principali modelli macroeconomici proiettano un GDP robusto (Fed Atlanta al 5,4% annualizzato, Fed di NY al 2,5% pre retail sales) **mentre il consenso si è spostato da 0% a quasi il 3% annualizzato.**
- Questo livello di crescita sembra in contrasto con i livelli di attività segnalati dalle survey, che hanno continuato a mostrare un'attività in aggregato moderata. Ma recentemente le indicazioni di vari Pmi sono state imprecise.

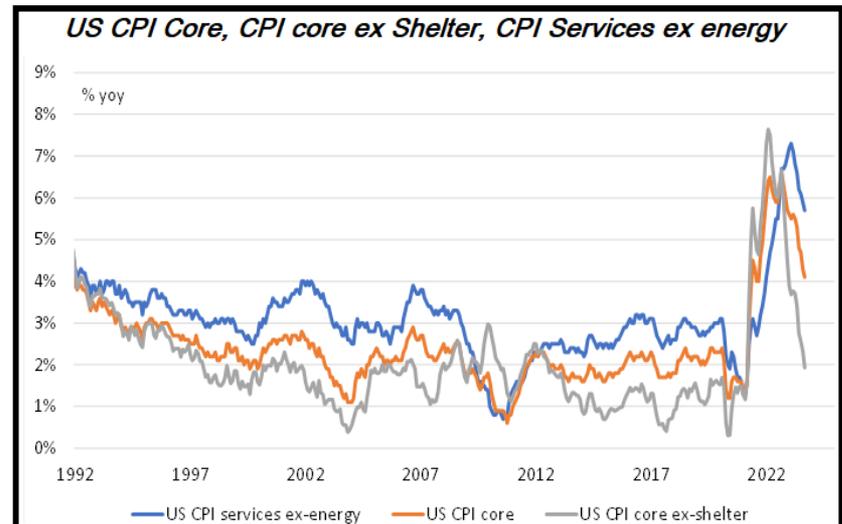


USA: L'inflazione continua a preoccupare, ma il trend resta benigno.



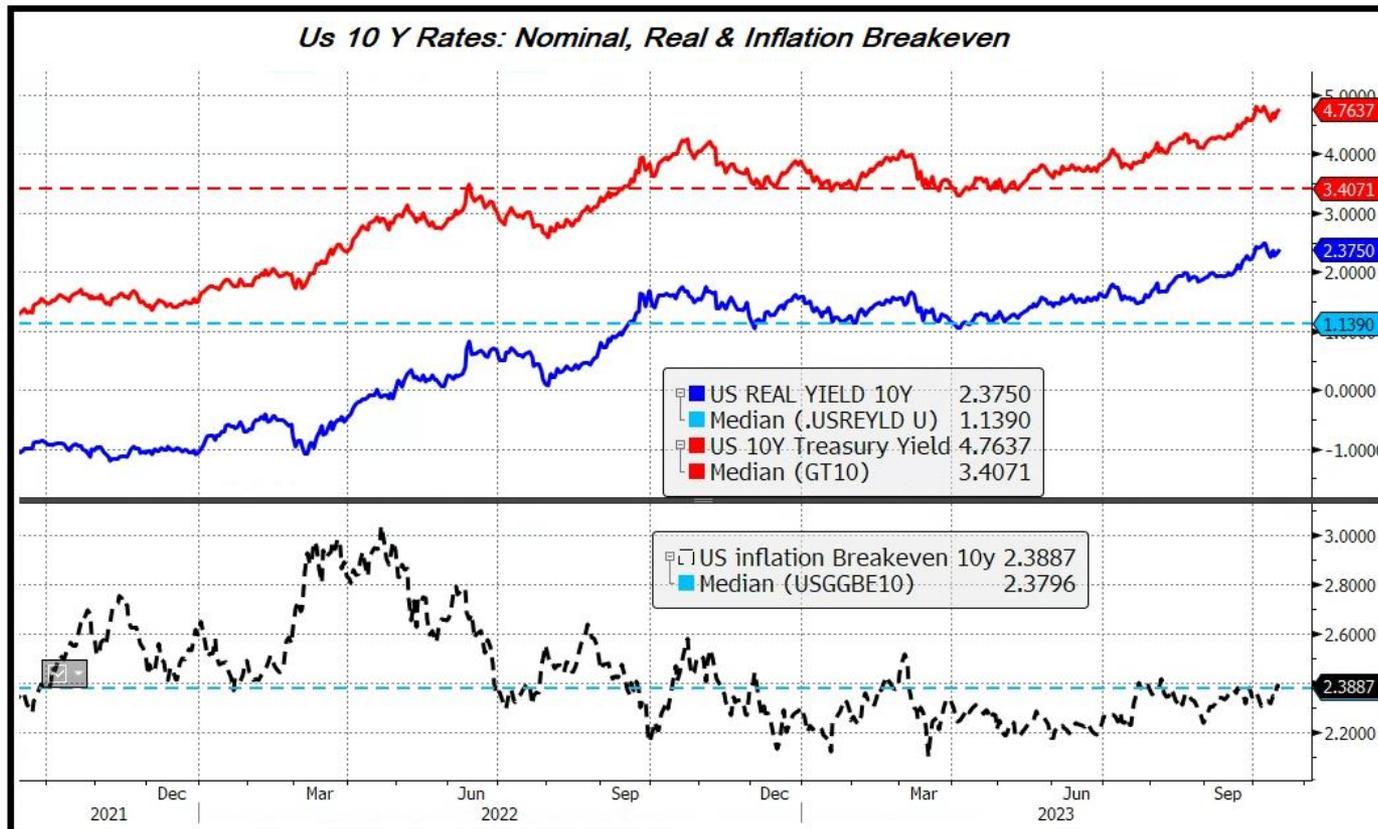
- Inoltre, la categoria OER, segnala degli aumenti o diminuzioni dei prezzi che non sono percepiti che in minima parte dai consumatori, visto che un proprietario di casa non subisce gli aumenti degli affitti
- Ne consegue **che il vero livello di inflazione sperimentato dagli householder USA è più basso di quello indicato dal CPI**. I dati headline e core ex shelter viaggiano entrambi attorno al 2%
- La principale conseguenza di ciò è che il reddito disponibile aggregato dei consumatori è superiore a quello stimato utilizzando i dati di CPI. Questo contribuisce a spiegare la resilienza dei consumi, e con essa la sorpresa positiva sulla crescita dell'ultimo trimestre.
- Sulla base di questo ragionamento, la Fed potrebbe rilassare un po' la sua stance.

- **L'ultimo dato di CPI US ha costituito, a prima vista, una battuta d'arresto nel percorso di rientro dell'inflazione USA.**
- A causare perplessità è stato il rimbalzo della componente servizi, e di quelle componenti cosiddette «sticky», meno volatili e più soggette a mostrare trend stabili, mentre a calare è stato ancora il comparto goods, tipicamente più volatile.
- Ad un'analisi più attenta, si evince come **il grosso del rimbalzo di settembre sia dovuto alla componente alloggi**, il cui contributo nel mese vale quasi la metà del dato headline (18 bps)
- Come noto, la componente OER (Owner Equivalent Rent) del CPI, a causa del suo metodo di computo, si adegua con molto ritardo alle dinamiche presenti sul mercato. Questo lascia intendere che il suo contributo andrà a scemare nei prossimi mesi, e che questo è solo un rimbalzo.





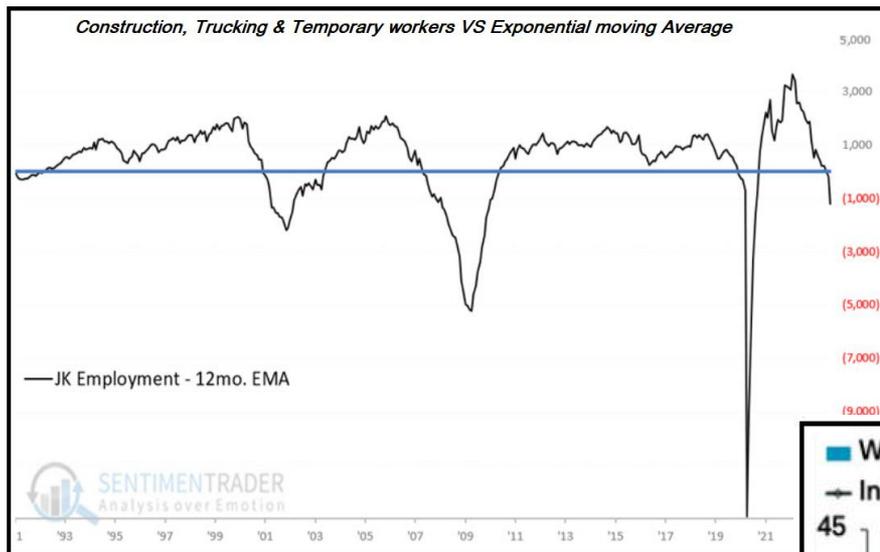
«Fed higher for longer» : Si inaspriscono le condizioni finanziarie



- **Il miglioramento del quadro macro USA sembra il principale driver del recente aumento dei rendimenti**, con disinversione della curva. Lo si evince chiaramente dalla composizione del movimento. A salire sono i tassi reali, mentre le aspettative di inflazione sono rimaste più o meno costanti negli ultimi mesi.
- Con questo movimento, il mercato si sostituisce alla Fed, inasprendo di fatto le condizioni finanziarie. Questo effetto è in parte esaltato dal quanto osservato prima riguardo l'inflazione rilevata dal CPI e quella effettiva. Anche i tassi reali sono più alti di quanto sembri.

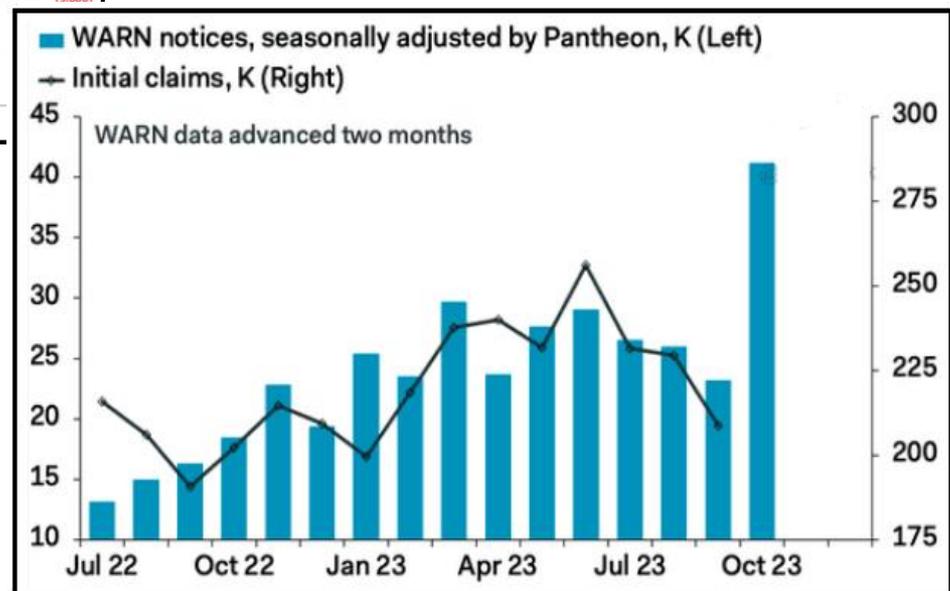


Mercato del lavoro USA: robusto ma i segnali di rallentamento ci sono.



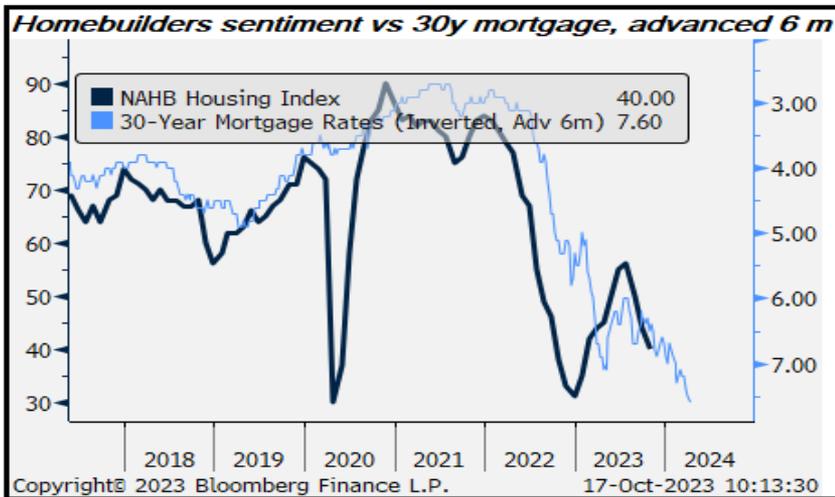
- Coerentemente con il rimbalzo congiunturale osservato in estate, **anche il mercato del lavoro USA ha dato segnali positivi**. I sussidi di disoccupazione sono tornati al livello di inizio anno, e l'ultimo labour market report, settembre, ha visto la creazione di oltre 300,000 nuovi occupati.
- Peraltro, **esaminando le dinamiche dei settori occupazionali con maggiore capacità di anticipare il trend, si notano segnali di indebolimento**, come mostra l'indice di Sentimentrader.com che aggrega i dati dei settori Construction, trucking e Temporary workers.

- **Un altro segnale potenzialmente di perdita di momentum è l'impennata delle Warn notices.**
- In base al Warn Act, le aziende con più di 100 dipendenti devono annunciare con 60 giorni di anticipo i piani di riduzione del personale rilevanti, o le chiusure di stabilimenti.
- Uno sguardo ai dati recenti lascia intendere che i **sussidi di disoccupazione potrebbero ricominciare a salire significativamente nelle prossime settimane.**

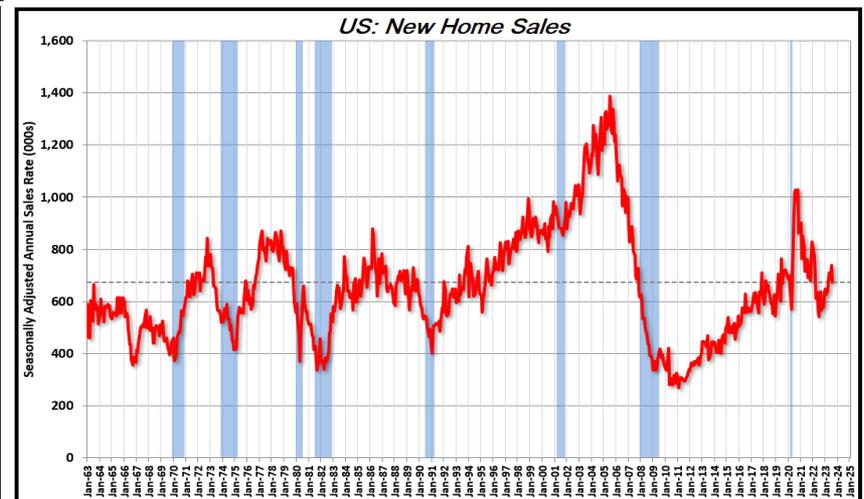
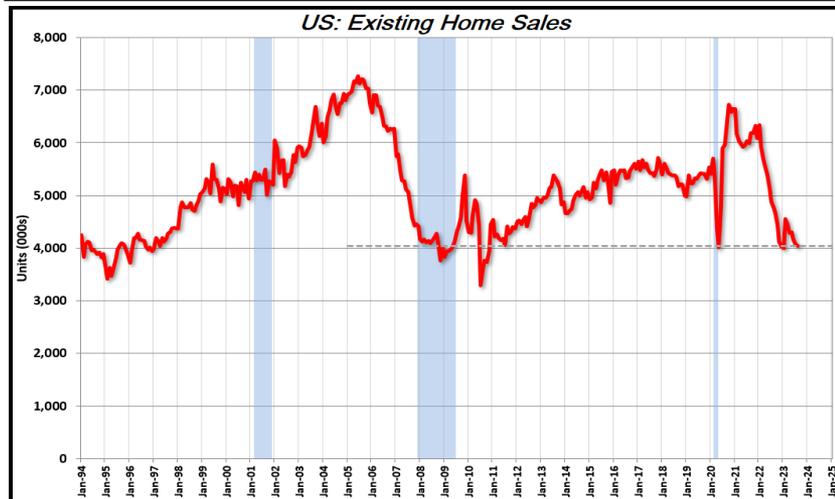




Immobiliare residenziale USA. Rimbanzo in esaurimento?

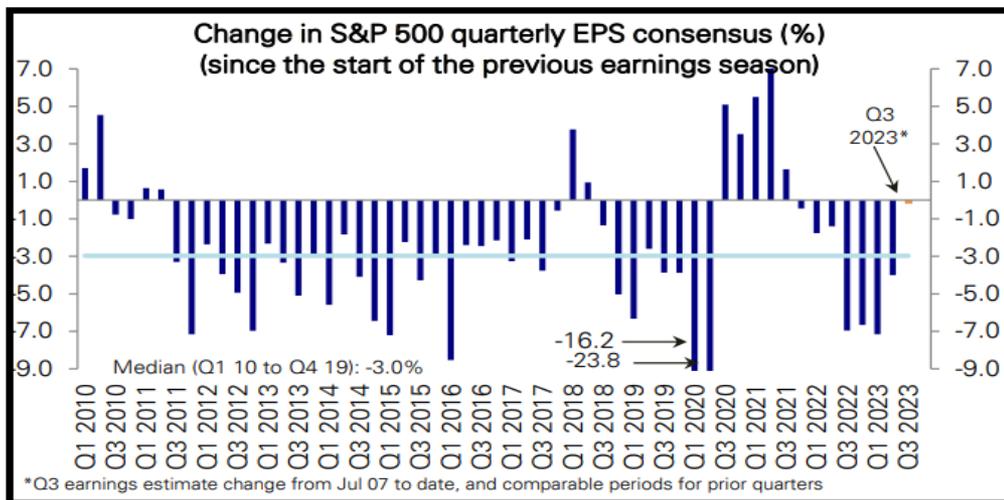


- Nei primi 2 trimestri dell'anno, l'immobiliare USA ha mostrato un inaspettato recupero, concentrato prevalentemente nel settore delle case nuove. Il motivo è ormai noto: con la maggioranza dei proprietari bloccati in mutui a tassi bassi, che disincentivano il rimborso, una scarsità di venditori di case esistenti ha dirottato la domanda verso gli Homebuilders, ponendo i presupposti per un rimbalzo di attività
- Recentemente l'ulteriore rialzo dei tassi ha ulteriormente impattato sulla domanda: le vendite di case esistenti si apprestano a fare nuovi minimi mentre quelle di nuova costruzione sono tornate a calare, così come la fiducia degli Homebuilders





Wall Street. L'earning season si annuncia positiva



• L'earning season del terzo trimestre negli USA parte sotto buoni auspici:

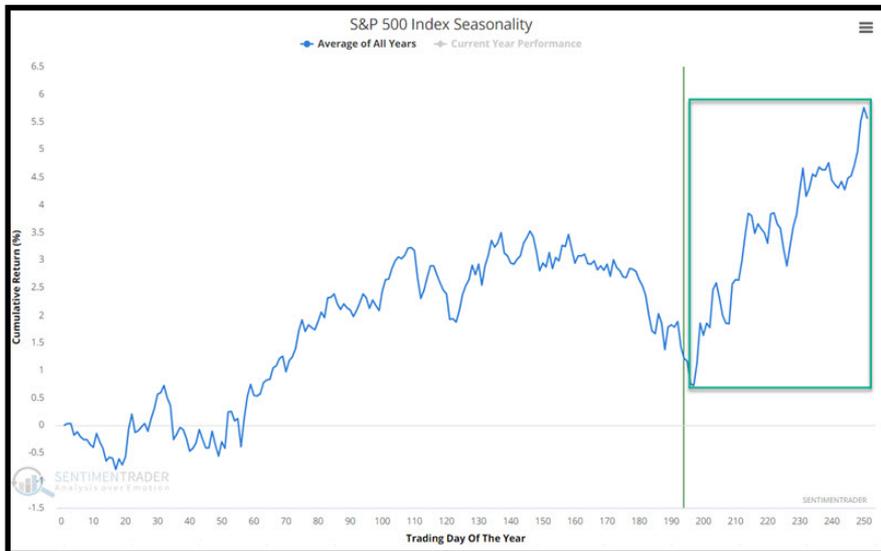
1. Il consenso è rimasto stabile negli ultimi 3 mesi e solo recentemente ha preso a calare, in parte a causa della geopolitica. Questo indica che **le aziende erano a proprio agio con le stime di utili**
2. **Le attese ufficiali sono per utili che tornano marginalmente a crescere anno su anno**, terminando quella che appare come una modesta profit recession. Immaginando un beat ratio del 3-4%, in linea con la media storica, questo risultato si può dire acquisito.

- Un terzo motivo per guardare con ottimismo alle trimestrali in pubblicazione è il fatto che la crescita USA, nel terzo trimestre, è stata indubbiamente buona, in termini nominali e reali
- **L'earning season** gode di **stagionalità positiva**: il mercato in passato ha mostrato performance positive nell'80% dei casi, in media del 2%
- In questo scenario, le **guidances** delle aziende costituiscono una wild card. Segnali cautela incertezza possono andare contrastare l'effetto di earnings brillanti.





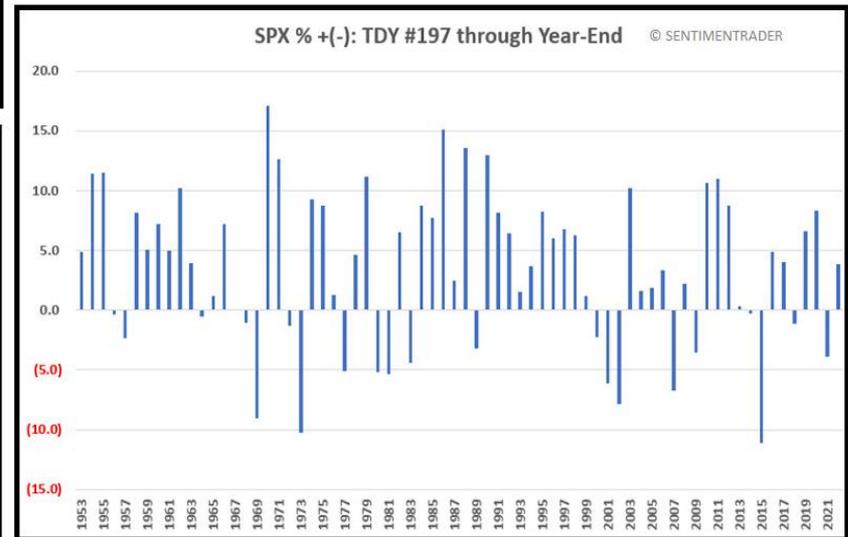
La stagionalità torna ad essere positiva nel quarto trimestre



- Con il superamento della metà di ottobre si chiude un periodo tradizionalmente negativo per l'azionario. **Il quarto trimestre si gioca probabilmente della migliore stagionalità dell'anno.**
- Questo quadro migliora ulteriormente se si considerano
 1. Anni di performance significativamente positive
 2. Anni pre-elettorali come appunto il 2023
- Considerando che quest'anno la performance di Wall Street ha riflesso piuttosto bene le indicazioni fornite dalla stagionalità, sembra sensato attendersi che faccia almeno un tentativo di rispettarle fino in fondo.
- Ovviamente il fatto che questa view sia abbastanza diffusa e condivisa ne attenua, a margine, la validità

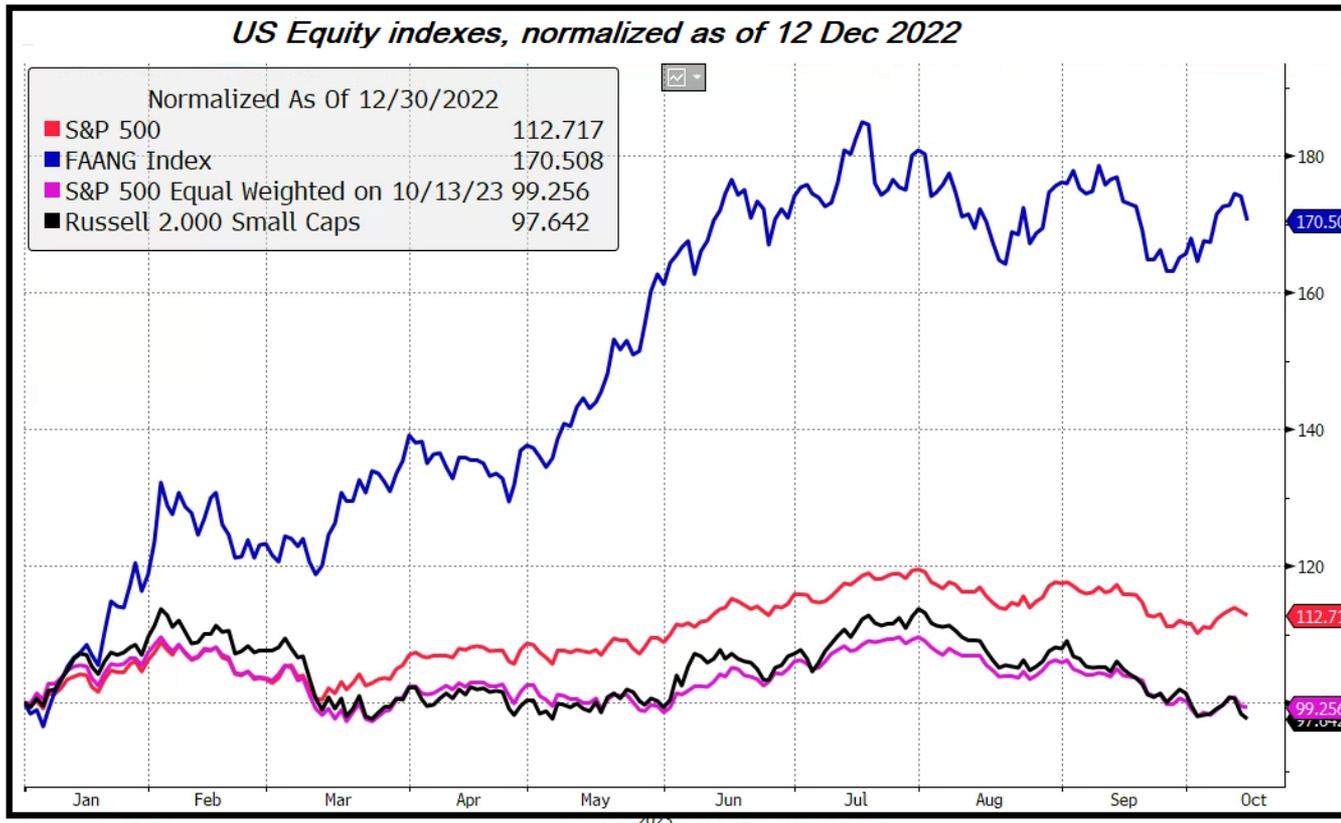
Measure	UP	DOWN
# of Times	49	21
% of Times	70	30
Average % +(-)	6.8	(4.3)
Median % +(-)	6.6	(3.9)
Max % +(-)	17.1	(11.1)
# of Times > 10%	12	2

© SENTIMENTRADER





Il Rally a Wall Street diventa sempre più selettivo

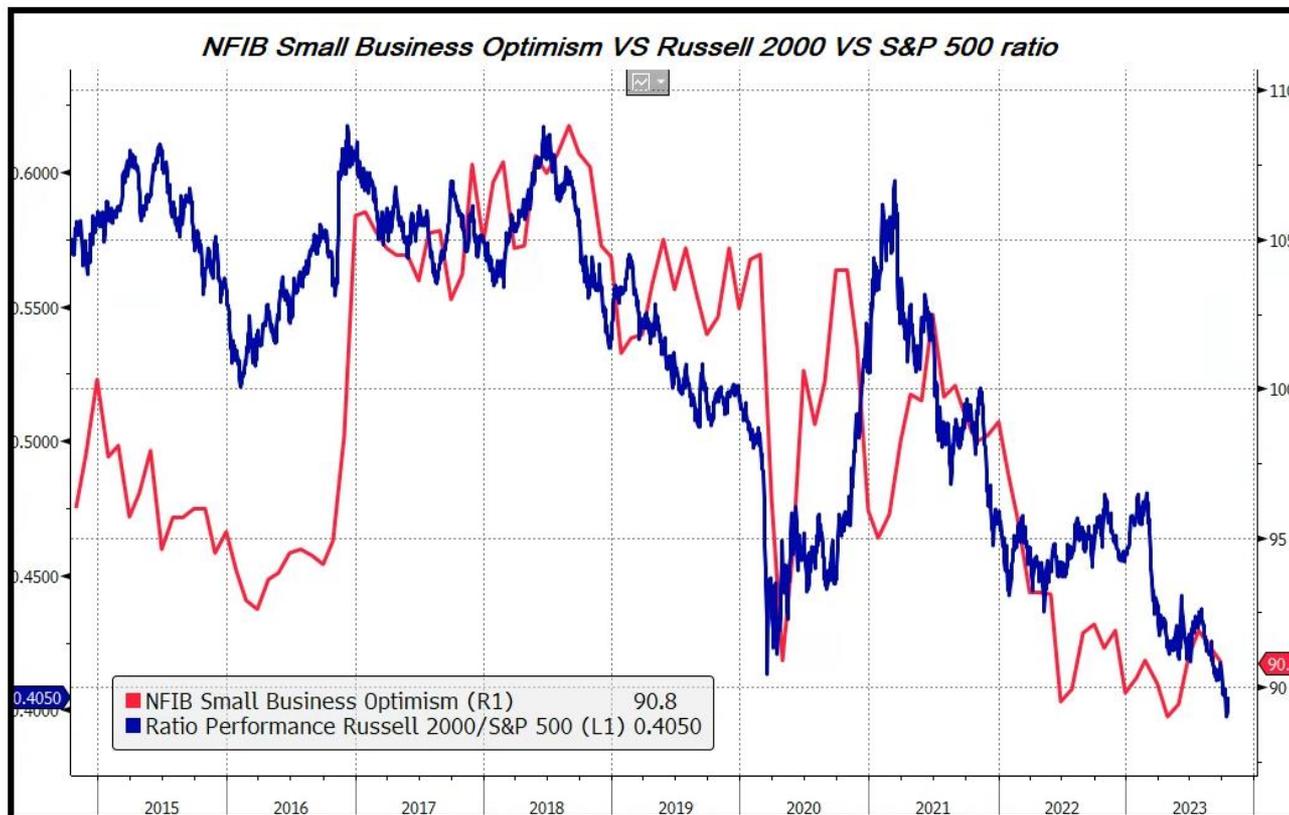


- Recentemente, la tendenza delle small cap a sottoperformare il mercato si è accentuata.
- Nella fase di ribalzo che ha caratterizzato circa gli ultimi 3 mesi, il Russell 2000 ha accentuato la debolezza, portando il gap con l'S&P 500 a circa 15%, la quarta peggior performance degli ultimi 100 anni
- In generale, la partecipazione al rally è molto debole. L'ultima correzione ha portato in negativo l'S&P 500 «equal weighted», 12 punti sotto l'indice ufficiale
- In pratica il rialzo 2023 è trainato da una manciata di megacaps, senza le quali il rally non esiste.

- La cosiddetta «bad breadth» è associata dalla narrativa alle fasi finali dei rialzi ciclici dell'azionario e considerata un segnale di debolezza macro. Ma in realtà l'analisi delle statistiche non evidenzia particolari influenze sulla performance futura dell'azionario
- **Ciò è meno vero per i periodi di marcata sottoperformance delle small caps.** Sentimentrader.com ha osservato che quando questa supera il 10%, il backtest lascia intendere una prosecuzione della debolezza relativa. In secondo luogo, considerando i 14 casi in cui questa sottoperformance si è presentata negli ultimi 100 anni, gli USA sono entrati in recessione entro un anno nel 57% dei casi (8)



USA: Il tightening comincia a mordere anche sul mercato del lavoro

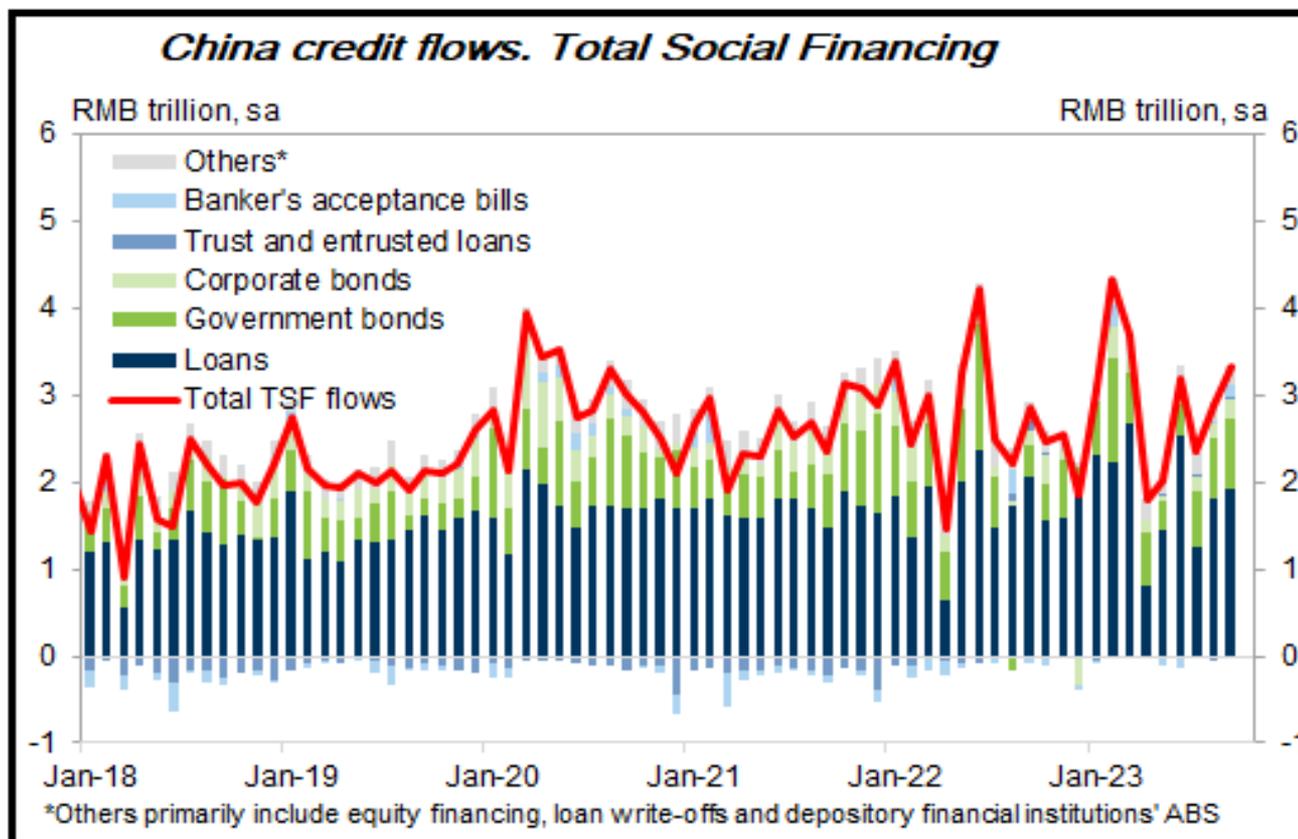


- L'impressione è che le aziende di medio piccole dimensioni risentano di più di tightening delle condizioni finanziarie, sia esso dovuto a debolezza macro, oppure, come in questo caso, alla politica monetaria.
- Questo perché:
 1. Sono solitamente più indebitate
 2. Fanno largo ricorso al canale bancario (e alle banche regionali) rispetto al mercato dei capitali
 3. Sono meno profittevoli
- Questo giustifica il sentiment depresso, e anche la sottoperformance, come si nota confrontando il ratio S&P 500/Russell 2000 con lo Small Business Optimism

- **Su queste basi, la capacità previsiva di una marcata sottoperformance delle Small Cap per periodo di debolezza macro viene almeno in parte giustificata.**
- Il recente movimento sembra peraltro «contaminato» da una estrema resilienza di un ristretto numero di large caps, che ormai rappresenta oltre il 30% dell'S&P 500. Rispetto all'S&P Equal Weight la performance del Russell 2000 è quasi identica. Come tale **resta un segnale da monitorare, ma potrebbe avere una valenza inferiore ed essere soggetto a una fase di mean reversion.**



Cina: è tempo di vedere qualche effetto degli stimoli fiscali e monetari?

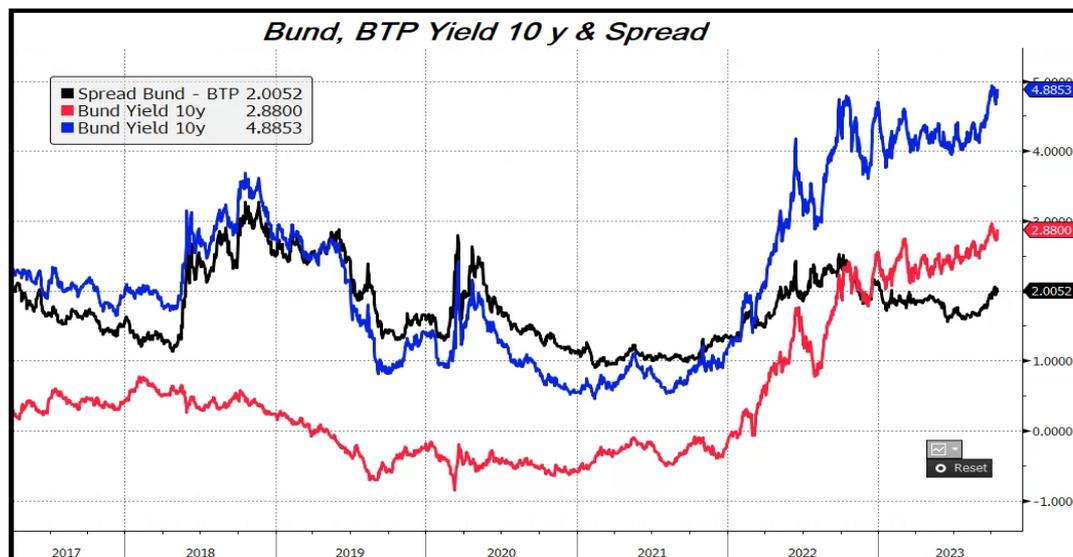


- Gli ultimi mesi hanno visto **crescenti sforzi delle autorità cinesi di creare i presupposti per un rimbalzo congiunturale:**
 1. La politica monetaria è stata resa più espansiva e il credito è stato incentivato con tutti i mezzi
 2. Si sta cercando di produrre una stabilizzazione del settore immobiliare
 3. Si è aumentato lo stimolo fiscale a livello locale e si è annunciato un aumento del deficit
 4. Stanno crescendo anche i tentativi di produrre una stabilizzazione delle borse

- Gli ultimi aggregati finanziari mostrano un aumento della domanda di credito, un effetto solitamente coerente con un aumento dell'attività economica. Anche gli indicatori economici ad alta frequenza mostrano un miglioramento nelle ultime settimane.
- **Sebbene un turnaround del trend di crescita sia un obiettivo ambizioso per le autorità, visti i problemi strutturali dell'economia, un rimbalzo congiunturale può avere i suoi effetti sugli asset cinesi nei prossimi mesi. .**



BTP: possibile un rally nel quarto trimestre?



- Il rialzo globale dei rendimenti e le tensioni sulle finanze pubbliche hanno prodotto un allargamento dello spread BTP e un rialzo dei rendimenti fino a lambire il 5% sul 10 anni
- Nel quarto trimestre potremmo assistere all'impatto di alcuni catalyst positivi
 1. Il governo si è rimesso parzialmente in carreggiata con il PNRR
 2. Uno stallo nel rialzo dei rendimenti potrebbe arrestare la pressione rialzista su Yield e spread
 3. L'issuance netta fino a fine anno è negativa, a maggior ragione se consideriamo che parte di quella di ottobre è alle spalle.
 4. Sentiment e positioning sono negativi

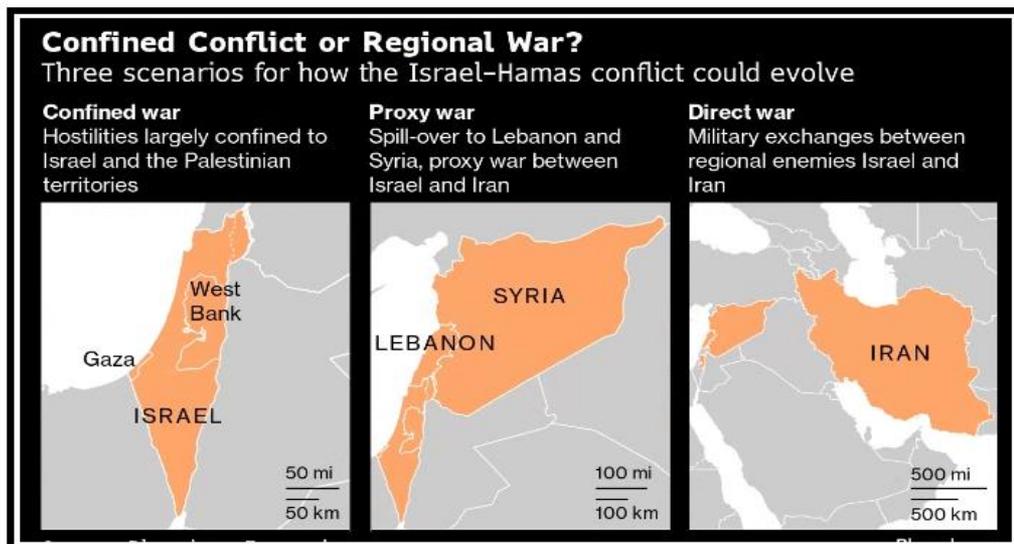
- Una wild card è costituita dalla revisione del rating da parte di Moody's, che ha l'Italia all'ultimo livello Investment grade con outlook negativo, il 17 novembre
- Peraltro, sui 3 temi citati da Moody's per il potenziale downgrade:
 1. la situazione energetica è migliorata
 2. il Debt/GDP non sta salendo
 3. l'implementazione del PNRR è ripartita ed è in linea con la media dei paesi EU
- In base ai parametri indicati da Moody's, un downgrade al momento non appare giustificato

Eurozone Bonds : Gross & Net Issuance

	Oct-23			Nov-23			Dec-23		
	Redemptions	Gross issuance	Net Issuance	Redemptions	Gross issuance	Net Issuance	Redemptions	Gross issuance	Net Issuance
Austria	12.1	1.8	-10.3	0.0	1.9	1.9	0.0	1.1	1.1
Belgium	8.6	2.0	-6.6	0.0	1.5	1.5	0.0	0.3	0.3
Finland	0.0	0.5	0.5	0.0	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0
France	44.9	22.0	-22.9	0.0	20.0	20.0	0.0	6.0	6.0
Germany	18.5	24.6	6.1	0.0	24.0	24.0	18.0	7.0	-11.0
Ireland	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Italy	32.2	24.0	-8.2	31.4	28.0	-3.4	10.8	5.0	-5.8
Netherlands	0.0	8.0	8.0	0.0	4.0	4.0	0.0	0.0	0.0
Portugal	9.4	1.0	-8.4	0.0	0.8	0.8	0.0	0.0	0.0
Spain	21.1	11.5	-9.6	5.5	9.0	3.5	0.0	3.0	3.0



Tre scenari per il medio oriente.



- L'azione di Hamas in Israele ha dato una netta svolta al quadro nel medio Oriente, da un percorso di calo delle tensioni verso uno di guerra aperta e denso di insidie.
- La direzione che prenderanno gli eventi dipende chiaramente da 2 fattori:
 1. le modalità con cui Israele porterà avanti l'azione di terra che si appresta a lanciare all'interno della striscia di Gaza
 2. Le reazioni dei vari enti e paesi alleati di Hamas (Hezbollah, Libano, Siria, Iraq, Yemen, Bahrain, e Iran)
- Bloomberg in un editoriale ha evidenziato i tre scenari principali attorno ai quali si può sviluppare un decorso assai difficile da prevedere.

- Il **primo scenario**, quello di un conflitto breve e circoscritto ai 2 paesi, simile al 2014, **sembra un po' ottimistico**, rispetto all'entità dell'incidente
- Il **buonsenso** indicherebbe come **probabile uno scenario intermedio tra il primo e il secondo**, con frizioni tra Israele e gli alleati ma non guerra aperta.
- Il terzo scenario, confronto Israele – Iran, non sembra probabile, visto che Teheran non sembra propensa all'ingaggio, ma non può essere escluso

Economic Impact of War

Global growth and inflation impact of three scenarios for how the Israel-Hamas conflict could evolve

Scenario	Details	Impact on oil prices and VIX*	Impact on global GDP and inflation**
Confined war	- Ground invasion of Gaza - Limited broader regional conflict - Lower Iranian crude output	Oil: +\$4/barrel VIX: No impact	GDP: -0.1 ppts. Inflation: +0.1 ppts.
Proxy war	- Multifront war in Gaza, West Bank, Lebanon, Syria - Unrest in wider Middle East	Oil: +\$8/barrel VIX: +8 points	GDP: -0.3 ppts. Inflation: +0.2 ppts.
Direct war	- Israel and Iran in direct conflict - Unrest in wider Middle East	Oil: +\$64/barrel VIX: +16 points	GDP: -1.0 ppts. Inflation: +1.2 ppts.



In sintesi

- Portiamo tatticamente a **neutral l'azionario US**. Restiamo convinti che il quadro macro USA sia in fase di indebolimento. Il recente rimbalzo congiunturale sta producendo un inasprimento delle condizioni finanziarie, che accentuerà la pressione sul ciclo nei prossimi mesi. Ciò detto, con metà ottobre la stagionalità passa da avversa a positiva. Vediamo la possibilità che, nel quarto trimestre del 2023 Wall Street produca un rally, alimentato dall'impatto di un earning season positiva su sentiment e positioning scarichi .
- Lasciamo a **underweight l'azionario europeo**, ritenendo che, ai livelli attuali, incorpori uno scenario macroeconomico e geopolitico troppo benigno. L'economia continentale resta fragile, e, complice il rialzo dei tassi negli USA, anche nel vecchio continente le condizioni finanziarie stanno continuando a inasprirsi. 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**. L'inflazione si è mostrata più resiliente delle attese e riteniamo che l'economia non potrà evitare una contrazione nell'ultima parte del 2023.
- Lasciamo a **neutral l'azionario giapponese**. La stance ultra ease della Bank of Japan e il conseguente calo della divisa hanno gratificato l'economia del più alto tasso di crescita nominale dei paesi industrializzati (e probabilmente della Cina, per la prima volta da 30 anni). Il rientro dell'inflazione a livello globale potrebbe risolvere almeno in parte il dilemma della Bank of Japan, permettendo un impatto più modesto dell'eventuale abbandono della stance.
- Lasciamo a **overweight l'azionario cinese**: le autorità sono tornate a spingere forte sullo stimolo fiscale. La domanda di credito si è progressivamente risvegliata. Gli indicatori economici ad alta frequenza stanno migliorando. Sentiment e positioning continuano ad essere assai molto negativi.
- 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**. Riteniamo eccessivo il rialzo dei tassi osservato nell'ultimo periodo, alla luce di un'inflazione in rientro e alcuni segnali di calo del momentum macro (immobiliare, occupazione). Portiamo a **overweight i treasuries inflation linked**.. Riteniamo che i rendimenti reali offerti mostrino valore, a fronte di un potenziale indebolimento del quadro macro.
- Portiamo a **overweight l'obbligazionario governativo core Eurozone**. Riteniamo che l'aumento dei rendimenti, avvenuto in simpatia con quelli americani, sia eccessivo a fronte di un quadro inflattivo in calo e un'economia fragile. Portiamo tatticamente a **overweight i bond periferici** con l'idea che su livelli prossimi al 5% vi sia valore nel BTP. Lo stallo sul PNRR si è risolto. L'issuance netta negli ultimi 3 mesi dell'anno è negativa. Un downgrade a High Yield di Moody's è assai improbabile. Una stabilizzazione dei rendimenti Eurozone potrebbe produrre un rientro moderato dello spread. Sentiment e positioning sono tornati su livelli difensivi. Portiamo a **neutral gli inflation link Eurozone** in quanto riteniamo che, in simpatia con quelli americani anche in Eurozone i rendimenti reali stiano avvicinando livelli attraenti.
- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario governativo UK** in quanto pessimisti sul fronte economia. Lasciamo a **Neutral l'obbligazionario emergenti in valuta locale** ritenendo che i livelli attuali compensino per il rischio corso, e rimaniamo **overweight** di quello in **valuta forte** con l'idea che un eventuale fine della serie di rialzi da parte della Fed possa favorire un calo degli spreads.
- Portiamo tatticamente a **neutral il debito corporate US Investment Grade**. Riteniamo che il recente rimbalzo dei rendimenti dei treasury, unito al moderato allargamento degli spreads, abbia riportato valore nel comparto. Ci concentriamo però sui rating medio alti, evitando gli emittenti del comparto aventi rating più speculativo (BBB, BBB-). Lasciamo a **underweight il credito High Yield** ritenendo gli spread offerti siano troppo bassi in relazione alle condizioni finanziarie e ai livelli di restrittività dei lending standards. Riguardo al **credito europeo**, lasciamo a **neutral** quello **Investment Grade**, ritenendo che i rendimenti offerti dagli emittenti di standing più elevato risultino attraenti a medio termine, ma anche qui sottopesiamo gli emittenti più speculativi (BBB, BBB-) 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**. Il livello alto dei tassi d'interesse e l'inflazione in discesa ma ancora ben sopra il target dovrebbero continuare a dare supporto alle istituzioni finanziarie per il trimestre a venire. In assenza di una seria recessione, la maggiore parte delle banche europee dovrebbe vedere livelli di profittabilità ancora molto soddisfacenti se paragonati a quelli passati. Resta da monitorare l'aspetto liquidità, dove decisioni regolamentari e di politica monetaria (cambio del Minimum Requirement Reserve o deposit Beta) potrebbero andare a impattare. Vediamo valore nei rendimenti assoluti e negli spreads offerti dall'asset class, nonostante il rischio di volatilità su mercato dei tassi.
- Riguardo i cambi, portiamo tatticamente a **neutral l'€/\$**. Riteniamo che, dopo quasi un 7% di rally nello spazio di 3 mesi, il cross possa consolidare un po'. Sentiment e positioning nei confronti del biglietto verde sono diventati molto più positivi.
- Portiamo a **underweight la Sterlina contro €**, ritenendo che il quadro macro UK sia tornato a dare seri segnali di debolezza.
- Lasciamo a **overweight lo Yen**. Riteniamo probabile che la Bank of Japan prosegua nell'attenuazione della politica dello yield control, con effetti positivi sulla divisa. Le autorità non dovrebbero tollerare ulteriori ribassi della divisa.
- Lasciamo a **overweight il Franco svizzero** con come hedge contro possibili fiammate di risk aversion, anche di origine geopolitico
- Riguardo le Commodities, portiamo a **overweight quelle energetiche**. Gli eventi in Medio Oriente possono porre i presupposti per un ulteriore rialzo dei corsi. Lasciamo a **neutral quelle industriali**, che vediamo correttamente valutate in uno scenario di rallentamento globale. Lasciamo a **overweight le commodity agricole** con l'idea che il rischio di un fenomeno meteorologico noto come «El Nino» stia aumentando, con potenziali impatti negativi sui raccolti e che il grano possa ottenere supporto dalla perdurante incertezza che regna sull'accordo con la Russia. 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. Il ritorno a calare dei tassi reali riporterà quindi appetibilità sull'oro. Infine l'oro resta un hedge contro fiammate di volatilità di origine geopolitica



Giudizi tattici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	■ Upgrade	▲	
Area euro	▼	▲ Upgrade	
Italia	▼	▲ Upgrade	
UK	▼	▲	
Giappone	■	▼	
Cina	▲	■	
Emergenti	■	▲	
Valute vs Euro		Obbligazionario corporate	
USD	■ Downgrade	US investment grade	■ Upgrade
GBP	▼ Downgrade	US high yield	▼
CHF	▲	Area euro investment grade	■
JPY	▲	Area Euro high yield	▼
Materie prime		Area euro finanziari Senior	▲
Energetiche	▲ Upgrade	Area euro finanziari Subord.	▲
Industriali	■		
Agricole	▲		
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.