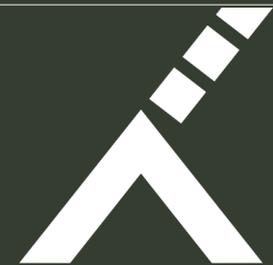


2024

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

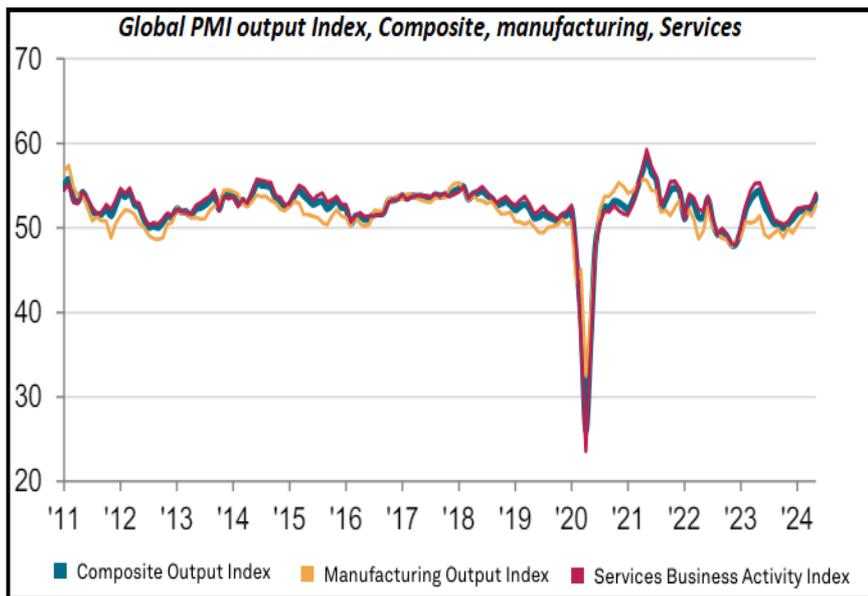
Analisi di scenario  
Giugno 2024



**Anthilia**<sup>sgr</sup>  
Capital Partners

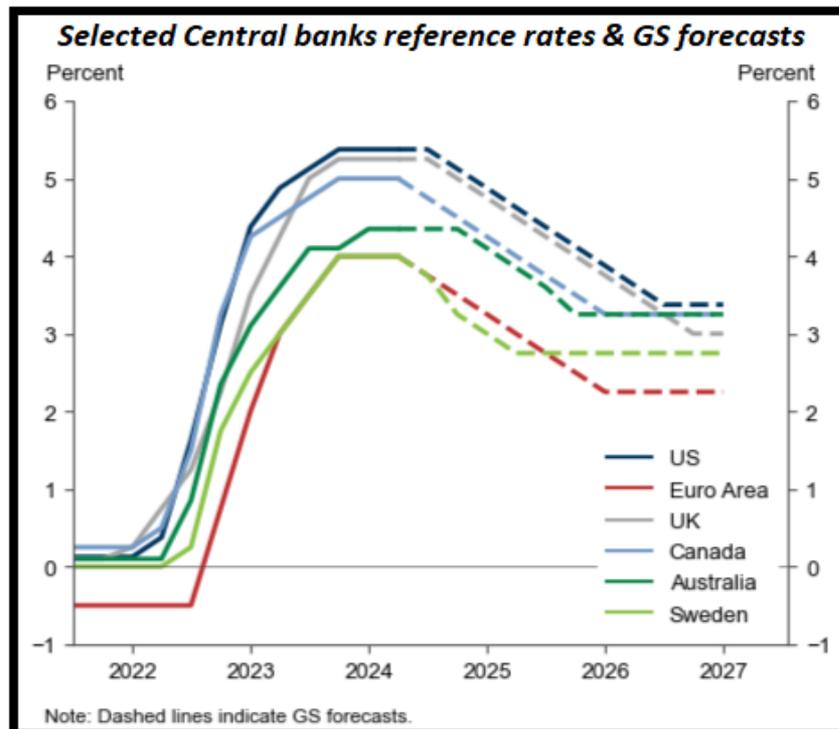


## Il quadro macro globale resta costruttivo



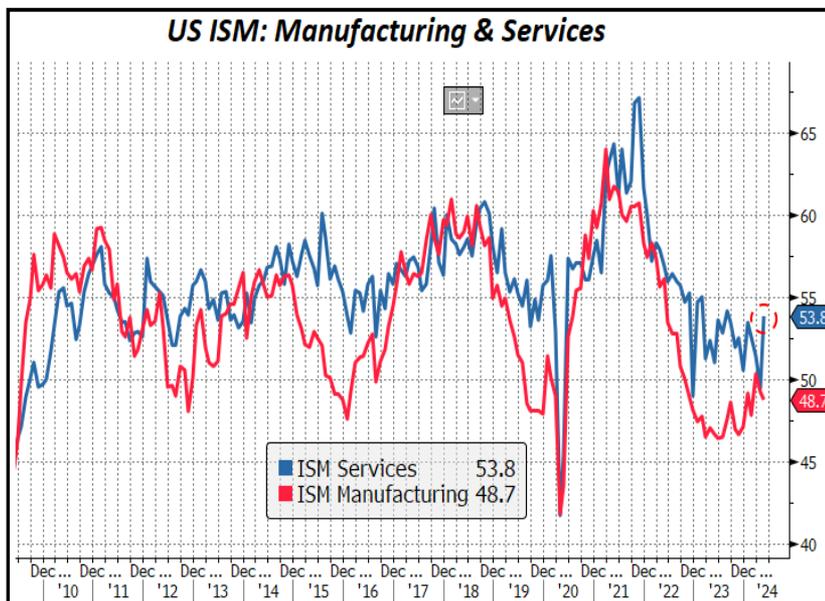
- Un buon supporto al ciclo globale proviene dalla circostanza che le politiche monetarie hanno cessato di inasprirsi, e hanno in aggregato intrapreso la via dell'easing:
  1. Quattro delle sette banche centrali del G10 hanno già iniziato a tagliare i tassi (ECB, Svezia, Svizzera, Canada) mentre Fed e BOE dovrebbero farlo nei prossimi mesi.
  2. Ben 31 delle 65 banche centrali globali hanno iniziato a tagliare i tassi (Fonte Centralbankrates.com)

- Le ultime survey di attività continuano a mostrare, in aggregato, **un'economia globale in moderata accelerazione.**
- Il quadro mondiale è ancora disuniforme, con sacche di debolezza o decelerazione in Francia, Italia, Cina e un America che solo recentemente ha dato segnali di rimbalzo dell'attività



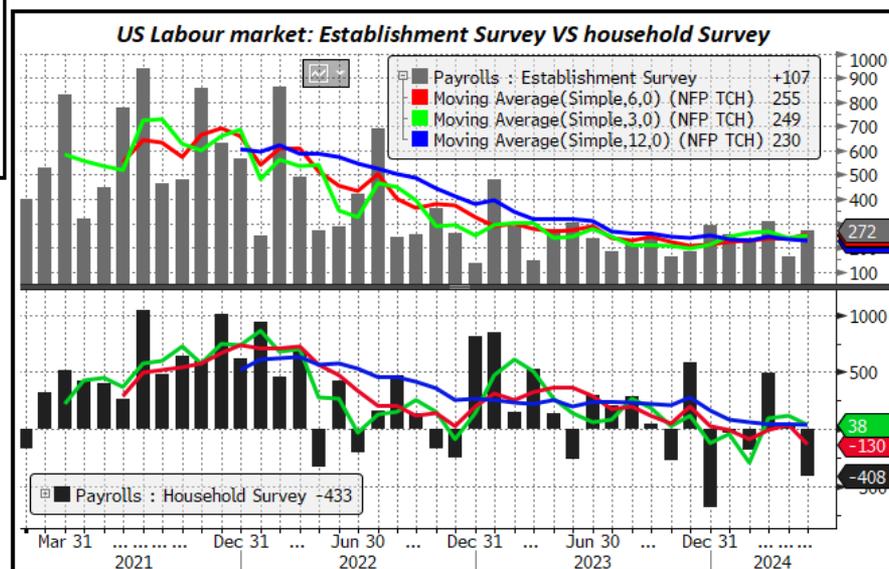


## Economia USA: un rimbalzo da confermare.



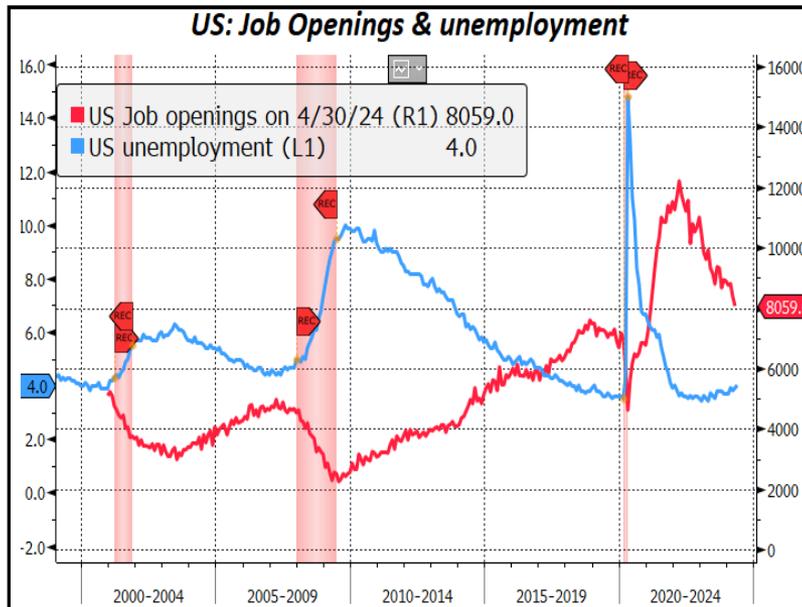
- Riguardo l'ISM si può osservare che questa survey ha mostrato **un elevato livello di rumore** negli ultimi 18 mesi, nonché una stagionalità accentuata.
- Per quanto riguarda i payrolls, sicuramente l'ultimo dato attenua la sensazione di perdita di momentum alimentata dal report di aprile. Ma risulta in contrasto con **un' ampia gamma di indicatori occupazionali** che mostrano raffreddamento.

- Nell'ultimo mese le **aspettative di crescita USA** hanno mostrato **un recupero**, con il principale modello econometrico, **GDP Now della Fed di Atlanta** che ha portato la sua stima di GDP per il secondo trimestre a +3,1% annualizzato, dal +1,8% di fine giugno.
- Peraltro, il grosso di questo recupero è dovuto a **2 specifiche sorprese positive** tra i report di maggio:
  - **L'ISM services** che è passato dalla marginale contrazione di aprile, la prima dal dicembre del 2022, all'**espansione maggiore da 9 mesi** rilevata a maggio
  - **I payrolls di maggio**, balzati 272.000 dopo il dato deludente di aprile.

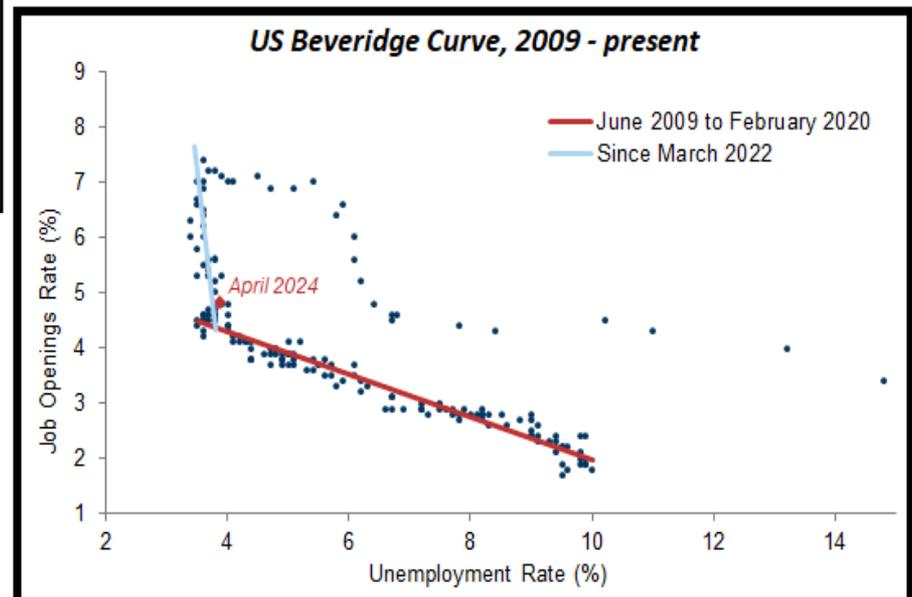




## Mercato del lavoro USA: vicini ad un punto di svolta?



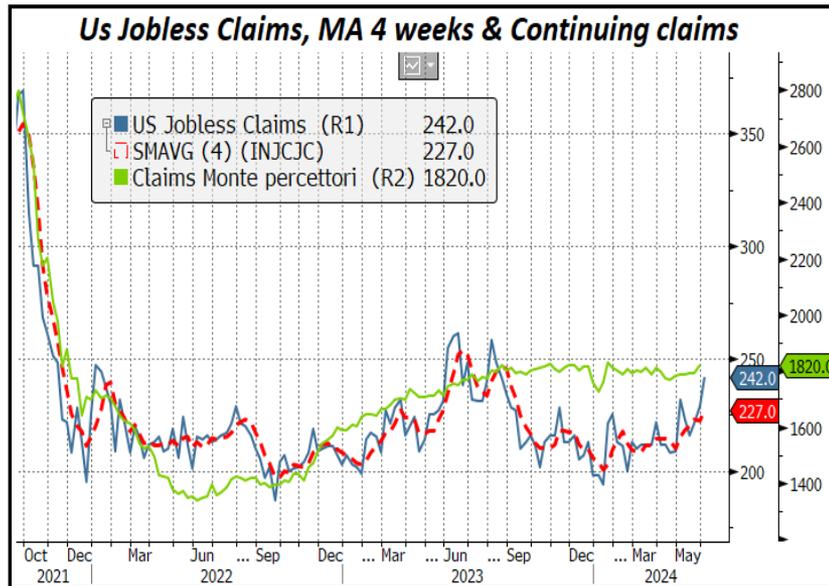
- Dal post Covid in poi il **numero di offerte di lavoro negli USA** (job openings) si è collocato su livelli talmente elevati rispetto al numero di disoccupati, che **un consistente calo della domanda** (da 12 milioni di offerte a 8 milioni) **non ha avuto che un impatto marginale sulla disoccupazione** (Curva di Beveridge quasi verticale)
- Ma nella prima metà del 2024 si sta completando il **rientro del numero Job openings verso i livelli pre Covid**, sotto i quali la curva di Beveridge dovrebbe tornare a mostrare la relazione osservata dal 2009 al 2020



- Su queste basi, il mercato del lavoro USA potrebbe essere vicino ad un punto di svolta: **ulteriori cali della domanda potrebbero riflettersi maggiormente sulla creazione di posti di lavoro e sulla disoccupazione.**
- E' difficile dire quando questa svolta avverrà, ma il trend dei Job openings sembra solidamente al ribasso da oltre 2 anni (picco a Marzo 2022)

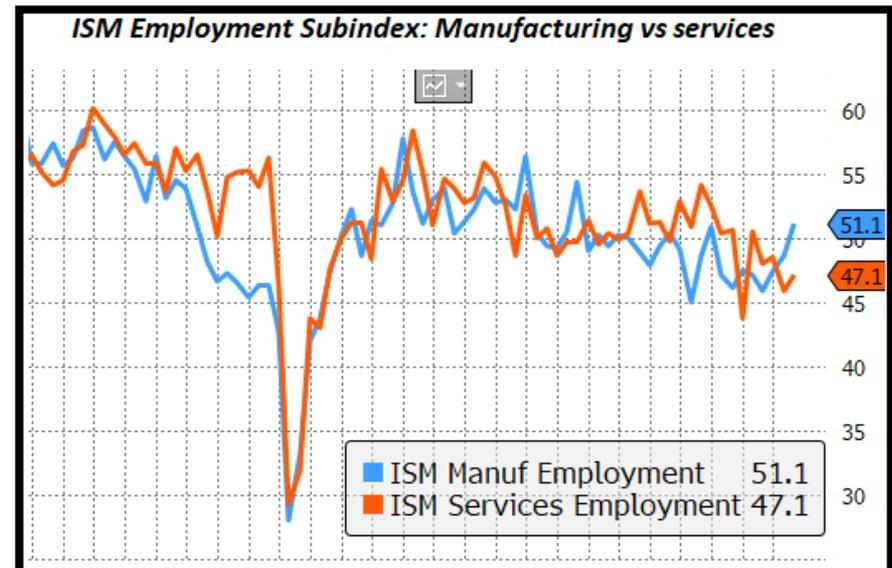


## Il mercato del lavoro USA resta solido, ma i segnali di «rilassamento» ci sono



- Nessuno di questi indicatori è perfetto, tutt'altro. Ciò detto, in aggregato lasciano intendere un lieve rilassamento del mercato del lavoro USA. Nulla di brusco né immediato, ma **un trend che sembra indicare che il punto di svolta illustrato alla slide 4 si sta lentamente avvicinando.**

- **Diversi indicatori del mercato del lavoro USA nell'ultimo periodo stanno mostrando un moderato deterioramento:**
  1. I **Jobless Claims** settimanali sono tornati a salire in maniera percettibile. Vi può essere della stagionalità in questo rialzo, ma il trend si inizia a scorgere bene.
  2. Il **sottoindice employment dell'ISM services** (80%+ dell'economia US) segnala contrazione da 4 mesi
  3. **Altri indicatori (Household Survey, ADP)** hanno mostrato creazione di posti di lavoro inferiore a quella dell'Establishment Survey.





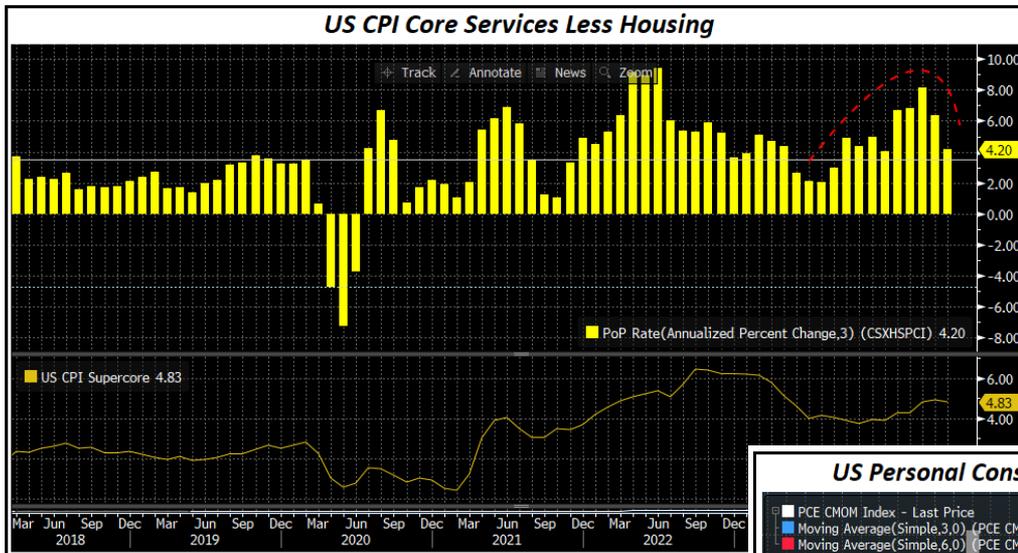
### Il Consumatore USA si fa più riflessivo.



- Gli ultimi report (retail sales USA di maggio e revisioni ad Aprile) collocano la **traiettoria dei consumi USA** degli ultimi mesi su un **trend di stabilità** in termini nominali, e lieve calo in termini reali.
- L'impressione è che, complici un mercato del lavoro meno dinamico, uno stimolo fiscale meno esuberante, e l'amara constatazione che un'inflazione in calo non riporta i prezzi ai livelli precedenti la sua accelerazione, **il consumatore USA stia dando segnali di fatica**, un fenomeno che già si nota in alcune survey di confidence.
- Nella seconda metà del 2024 l'incertezza legata alle Presidenziali potrebbe avere un ulteriore impatto sul sentiment di consumatori e aziende.



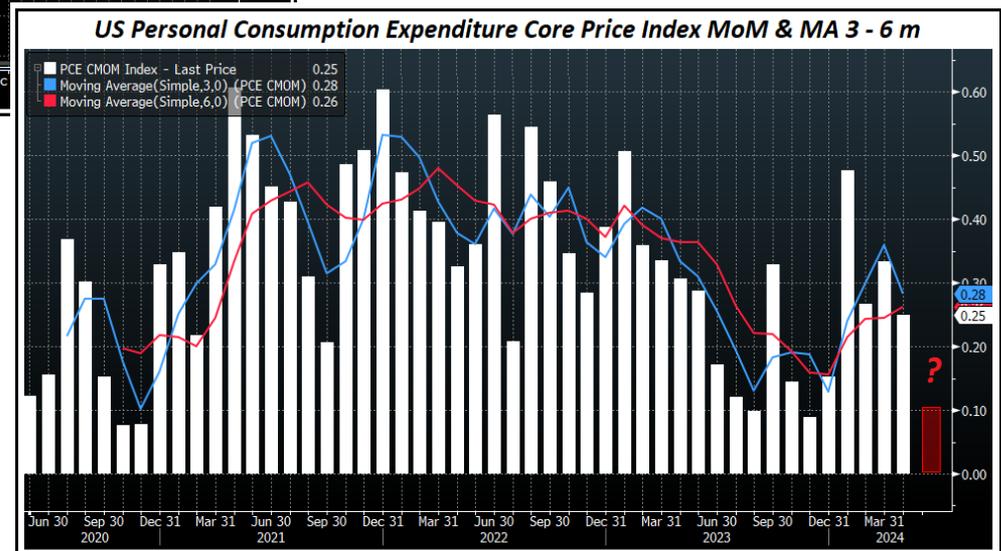
## Inflazione USA: gli ultimi dati sono confortanti per la Fed



- Gli ultimi report sui prezzi USA dipingono un **quadro assai più benigno** rispetto a quelli del primo trimestre 2024: Sia CPI, che PPI, che Import ed Export prices hanno mostrato letture in rientro, sorprendendo al ribasso in maniera significativa.
- Il cosiddetto **Supercore CPI**, ovvero il CPI servizi ex-alloggi, è **calato per il secondo mese consecutivo** giungendo nei pressi della mediana del quinquennio
- Sulla base dei numeri già noti, si può ipotizzare un PCE core di maggio in area 0,1-0,15%,

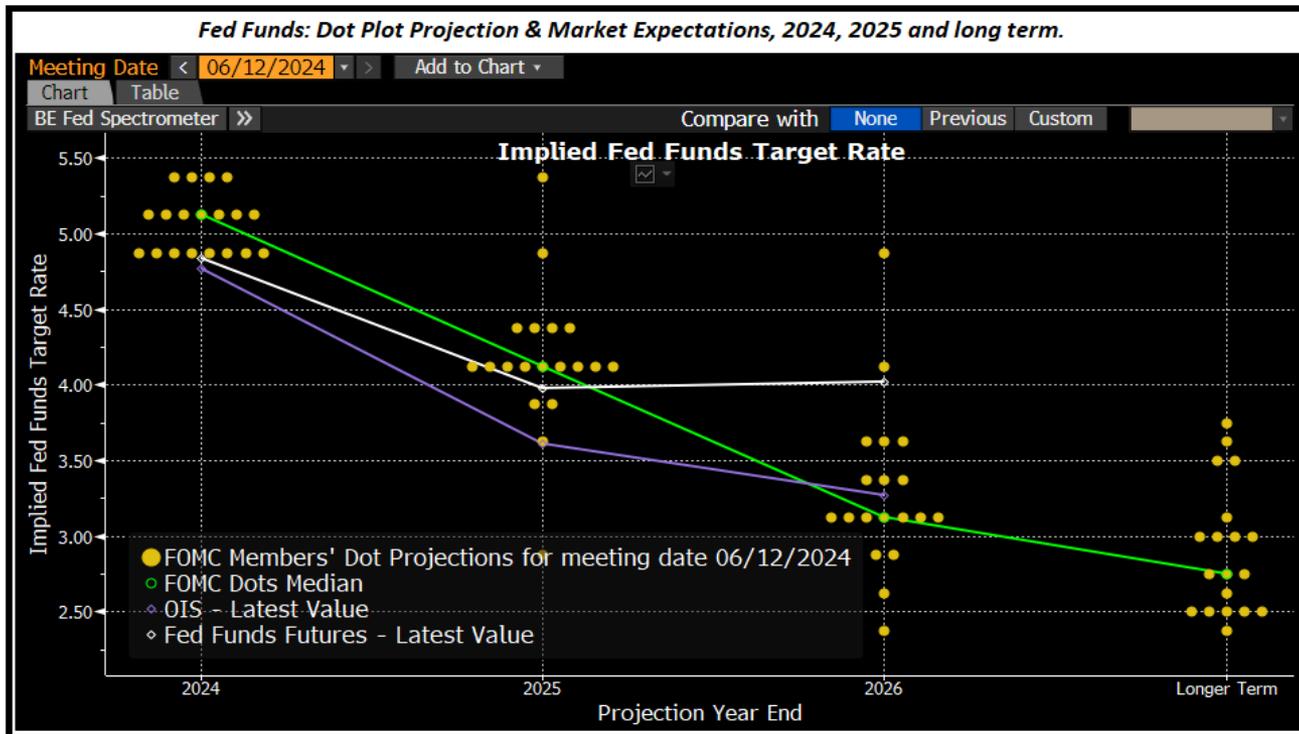
- Due mesi di dati sono pochi per poter tornare ad abbracciare con convinzione uno scenario di rientro dell'inflazione USA al target
- Ciò detto, ad alimentare ottimismo contribuiscono alcuni fattori:

1. La citata fatica dei consumatori e i segnali di rilassamento del mercato del lavoro USA
2. Il fatto che la categoria Shelter pesa per un terzo del CPI Core, e presenta ancora letture ben superiori al reale costo di affitti e alloggi. Nei prossimi mesi il contributo del costo per gli alloggi nel CPI dovrebbe calare ulteriormente





## La Fed ha rinviato 2 tagli, ma resta in easing mood

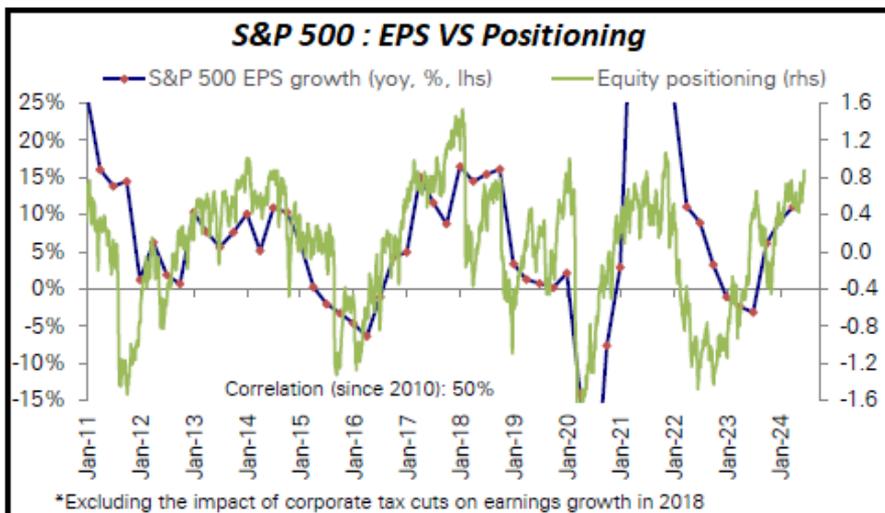
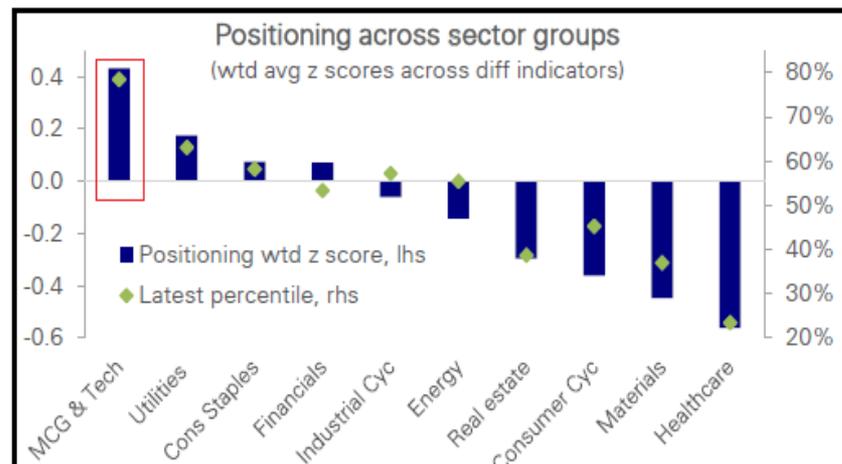
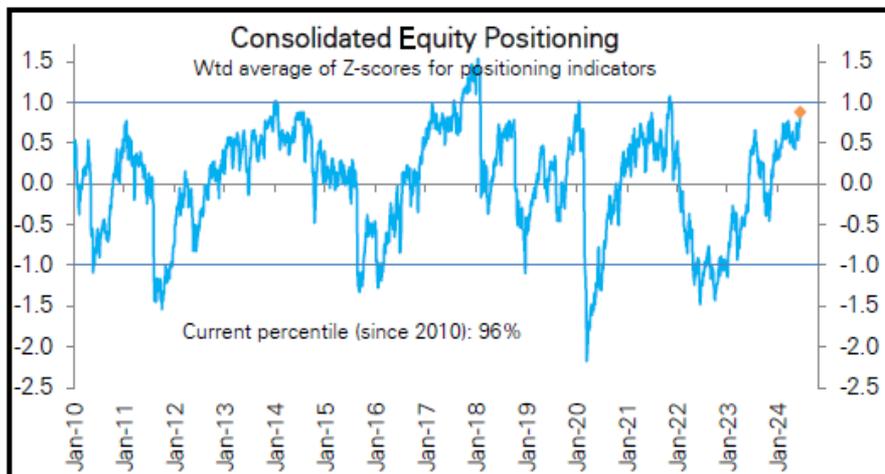


- All'ultimo Fomc, la Fed ha optato per portare da 3 a 1 i tagli progettati per il 2024.
- Una scelta dettata forse dalla necessità di fattorizzare le nuove stime di inflazione (che presumibilmente non comprendevano i dati di Maggio) e tenere conto della presenza delle Presidenziali 2024.
- Infatti, a meno di cataclismi economici, il primo FOMC «live» sembra in effetti quello di Novembre, 2 giorni dopo le urne

- A questo punto, la partita ormai si gioca più sul 2025 ed eventualmente il 2026. Su queste scadenze, sembra vi sia sufficiente armonia tra quanto previsto dai membri del FOMC, e quanto scontato dal mercato (4 tagli da 25 bps per ognuno dei 2 anni).
- **E' uno scenario coerente con un soft landing, non con un rallentamento che veda la disoccupazione guadagnare più di un 2%.** Qualcosa che non è da escludere, se effettivamente la Beveridge Curve si normalizza nei prossimi mesi.
- La Fund manager Survey di Bank of America riporta il positioning su bonds a giugno ai minimi da Novembre 2022 (17% netto underweight)



## A Wall Street è tornata l'euforia.

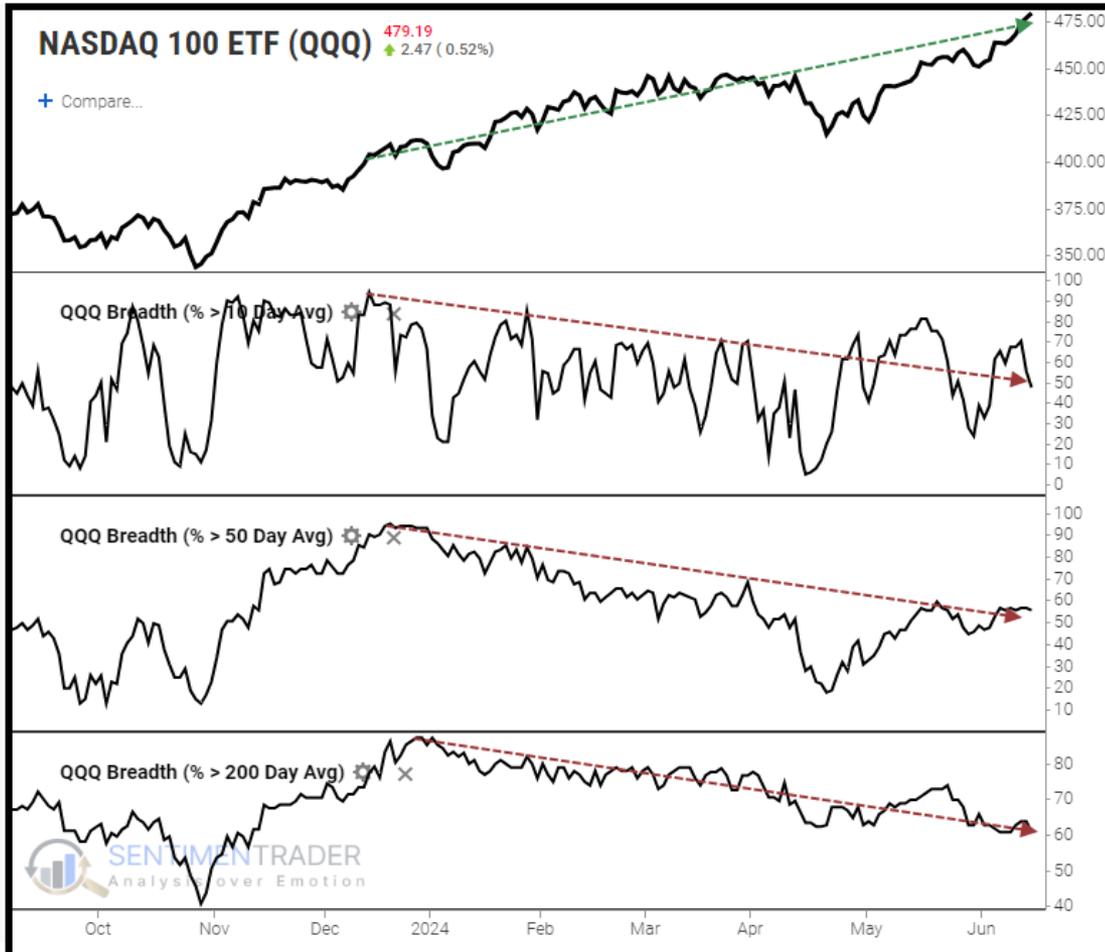


- Il positioning su azionario è tornato nel primo decile (dati di DB) ai massimi da Novembre 2021. Il balzo è stato trainato dagli investitori discrezionali
- Tra le strategie quantitative, CTA e Vol Control sono dove si registra l'esposizione più forte, quasi ai massimi, mentre i Risk Parity hanno un po' ridotto i pesi.
- Dal punto di vista settoriale si registra una forte concentrazione su Tech e Megacap, seguite da utilities, mentre 6 settori su 10 sono sottopeso rispetto alla media di lungo periodo.
- Come si nota il positioning ha una forte correlazione con la crescita degli utili, il che spiega sia l'euforia attuale, che la preferenza per le Megacap del tech.



## Il problema della partecipazione al rally sta diventando estremo 1/2

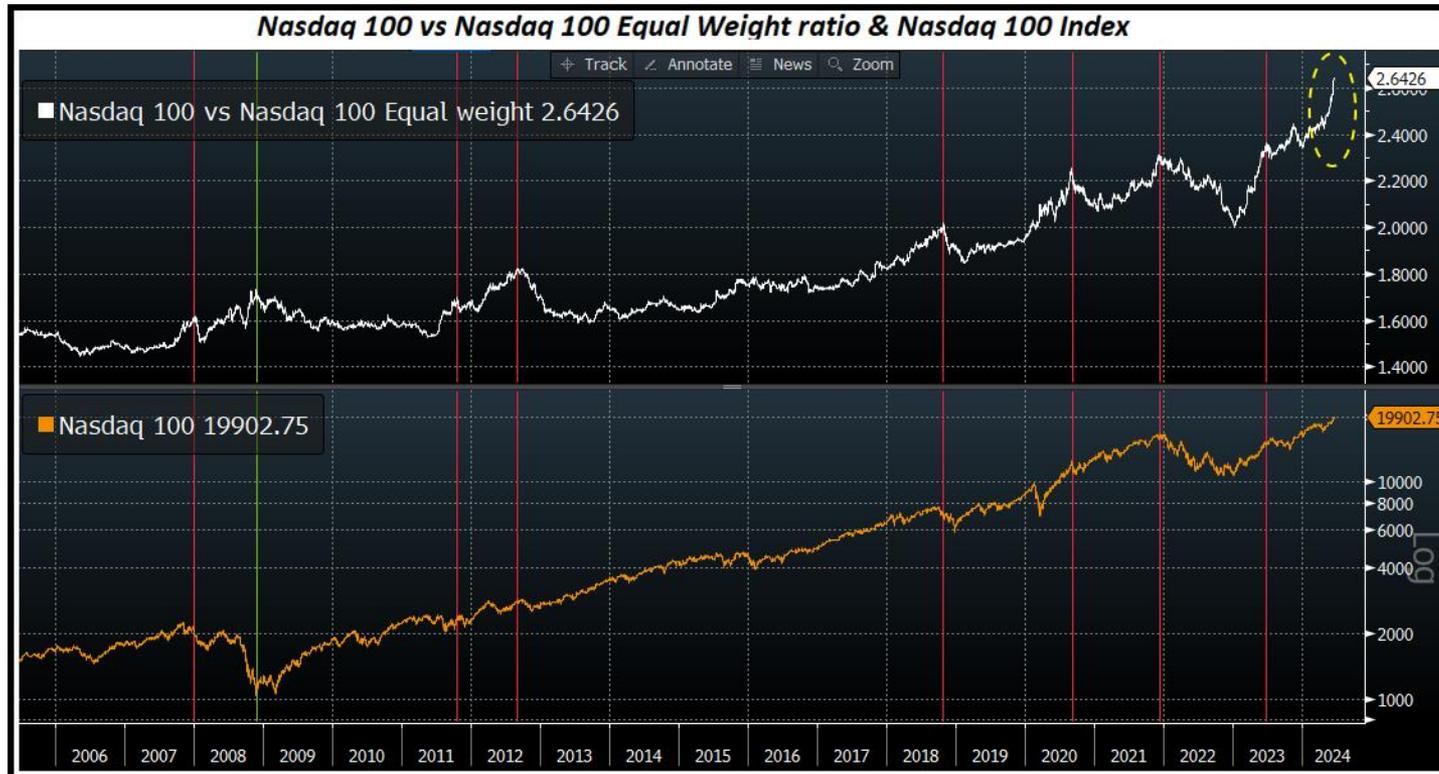
Nasdaq 100 & % of stocks > MA 10gg, > MA 50 gg, > 200 MA 200gg



- Qualunque sia il motivo il numero di divergenze che si registrano sul mercato USA in termini di breadth sta crescendo:
- A fronte di nuovi massimi dell'indice, il numero di azioni sopra le medie a 10, 50 e 200 giorni sta calando
- Il numero di azioni dell'indice a nuovi minimi supera quello di quelle a nuovi massimi
- A livello globale la percentuale di indici che compongono il MSCI World che trattano sopra la loro media a 50 giorni è passato da oltre il 75% a meno del 25% in appena 3 sessioni
- Questo genere di divergenze è stato storicamente seguito da consolidamenti, e performance sotto la media.



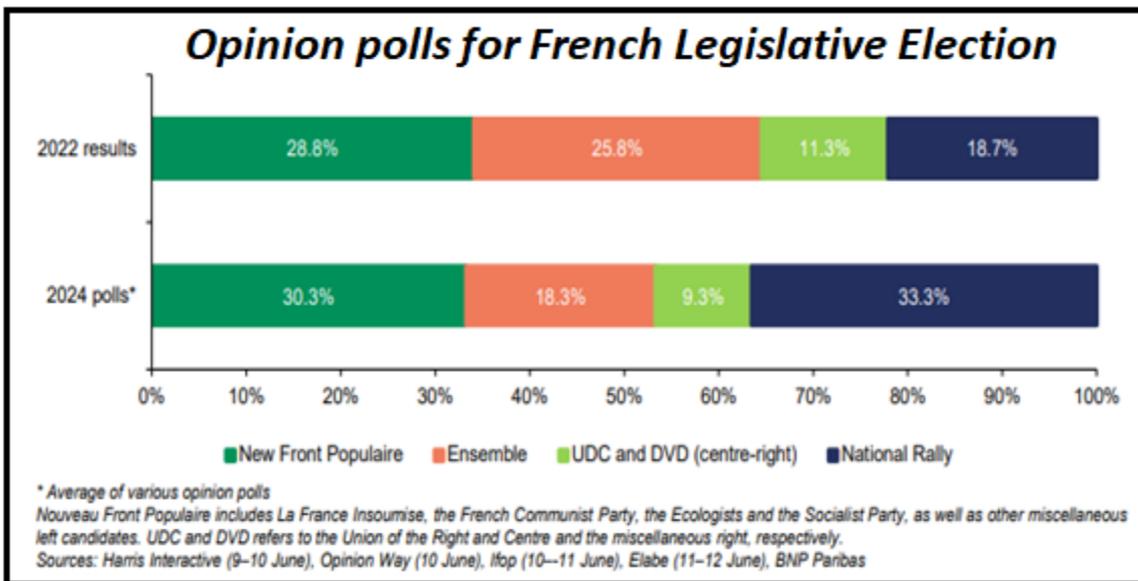
## Il problema della partecipazione al rally sta diventando estremo 2/2



- Questo fenomeno dell'assottigliamento del rally, in particolare nel Nasdaq 100, è chiaramente individuabile, anche nella sua entità, dal ratio tra l'indice e il suo omologo *equal weighted*
- Come si nota, i precedenti degli ultimi 20 anni hanno spesso anticipato qualche genere di consolidamento dell'indice, anche se solo in un'occasione vi è stato un bear market. In tutte le altre occasioni si è trattato di correzioni temporanee nell'ambito di un trend rialzista.



### Elezioni francesi: Difficile prevedere l'esito del secondo turno



In Francia, il parlamento è composto di **577 deputati** e la votazione avviene con sistema **uninomine maggioritario a doppio turno** (30 giugno e 7 luglio) :

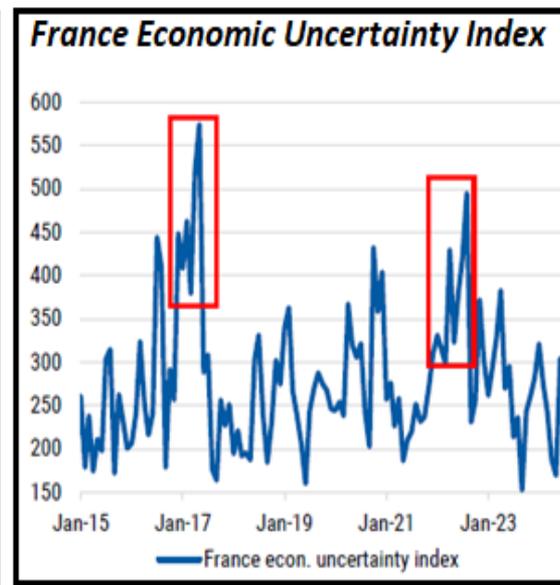
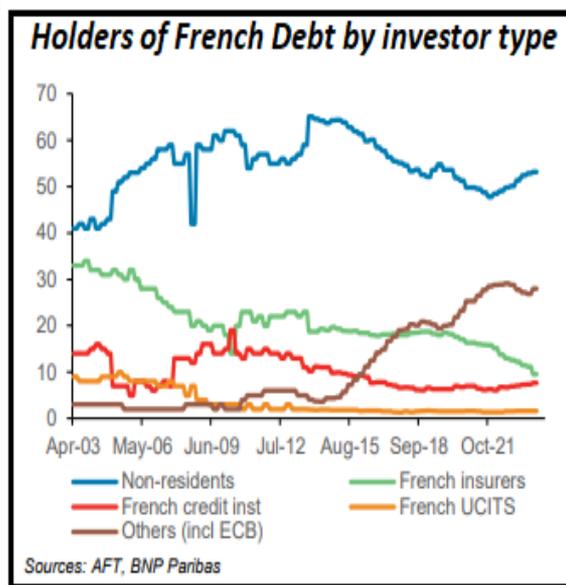
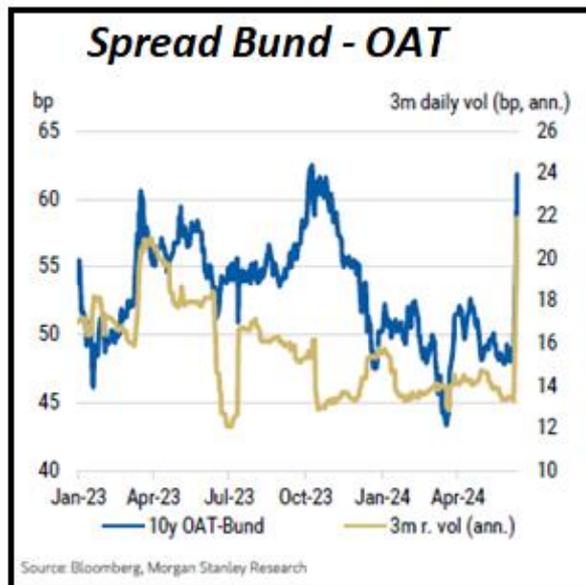
1. Per vincere al **primo turno** bisogna ottenere la **maggioranza assoluta** dei voti, purché sia pari ad almeno il 25% degli elettori alle liste del collegio.
2. Accedono invece al **secondo turno** i primi due classificati e tutti quelli che hanno ottenuto il 12.5% degli elettori iscritti

→ E' quindi fondamentale un' affluenza elevata, in quanto aumenta la probabilità di **ballottaggi a 3 o 4 candidati**.

- I **sondaggi**, per natura **incerti e volatili**, indicano al momento il quadro illustrato nel grafico, con **Rassemblement National** in testa con circa 33,3%, le **Nouveau Front Populaire** con poco più del 30% e **Ensemble** di E. Macron con il 18.3%.
- Il 16 giugno era la data ultima per presentare i candidati e i programmi. **Il sistema elettorale in se aggiunge incertezza** in quanto bisogna ipotizzare su quale formazione convergerà la maggioranza delle **preferenze di chi non ha votato per i candidati che hanno passato il primo turno**.
- Sulla base del quadro attuale, la legge elettorale attribuirebbe **220 – 270 seggi per RN, 150-190 per Nouveau Front Populaire e 90-130 seggi per Ensemble**. Ovviamente sono numeri da prendere con estrema cautela.



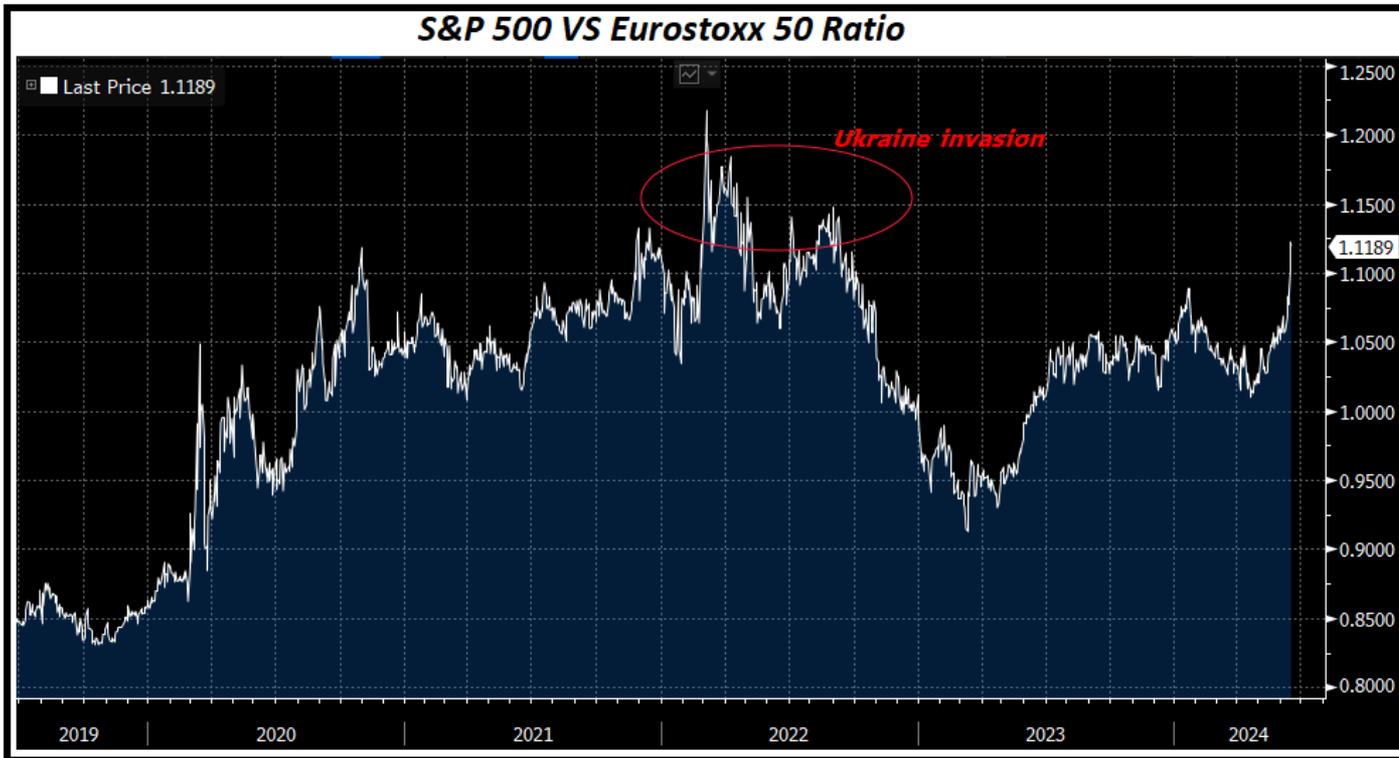
## Da «Lo Spread» a «Le Spread»



- **Quanto può indebolirsi l'OAT e lo spread 10Y Francia-Germania ?** Dipende chiaramente dall'esito del secondo turno il 7 luglio. A preoccupare il mercato è principalmente **l'agenda fiscale delle formazioni di destra e di sinistra**, alla luce del recente deterioramento delle finanze pubbliche, con conseguente downgrade del rating e dell'**incertezza politica ed economica** (vedi grafico a destra).
- In uno scenario in cui maturasse una **maggioranza relativa del Rassemblement National «RN»** avremo una **Cohabitation**, ovvero una situazione in cui il Presidente si confronta con un Primo Ministro espressione di una maggioranza opposta al suo partito. Un'ipotesi plausibile è che, per aumentare le proprie probabilità di vincere le elezioni presidenziali nel 2027, RN scelga una politica fiscale responsabile. In questo caso lo spread potrebbe gravitare in area 50-60 bps. Se invece un'ampia maggioranza permettesse alla Le Pen di portare avanti un'agenda fiscale aggressiva, allora lo spread potrebbe superare gli 80 bps, livello raggiunto durante le elezioni presidenziali del 2017. In questo caso potremmo avere ulteriori downgrade del debito francese.
- Anche una vittoria di **Le Front Populaire** avrebbe un impatto importante sul deficit con conseguente **rischio elevato di downgrade**.



## Azionario Eurozone. Quale premio al rischio è giustificabile?



- L'esito delle elezioni europee 2024 ha prodotto un'ulteriore divergenza tra la performance dell'azionario europeo, che sta affrontando una fase correttiva, e quello americano che vive una rinnovata fase di euforia.
- Il ratio tra l'Eurostoxx 50 e l'S&P 500 è tornato su livelli che si osservavano durante la prima fase della guerra tra Russia e Ucraina.
- L'impressione è che, passata la fase di massima incertezza, da qui al secondo turno delle Elezioni Legislative francesi, a meno di risultati disastrosi, il mercato possa tornare a focalizzarsi sui fondamentali. Stante la probabile resilienza degli utili aziendali, e l'avvicinarsi delle urne in US, sembra sensato attendersi un recupero in relativo dell'azionario continentale.



### In sintesi

- Lasciamo a **neutral l'azionario US**. Riteniamo che le prospettive di medio termine per Wall Street restino positive, grazie alla solidità dell'economia, alla resilienza dei profitti, al permanere di uno stimolo fiscale robusto e ad un probabile graduale easing della politica monetaria tra il quarto trimestre del 2024 e il 2025. Crediamo però che nel breve sentiment e positioning siano nuovamente iperestesi, e che vi siano alcuni segnali che invitano alla cautela. Inoltre, un eventuale ritorno a deteriorarsi dei dati macro americani, a fronte di un consenso che ormai ha cancellato la recessione dai radar, potrebbe causare una growth scare. Per questo motivo adottiamo nel breve un approccio più cauto.
- Portiamo a **overweight l'azionario europeo**. Riteniamo che il quadro, per l'azionario continentale sia in fase di miglioramento in virtù di un'economia in probabile accelerazione, e di segnali di ripresa degli utili aziendali, il tutto supportato da un inizio di easing da parte della Banca Centrale Europea. Riteniamo che l'incremento del premio al rischio dovuto al risultato delle elezioni europee stia fornendo un'occasione di acquisto e quindi intendiamo incrementare il peso su ogni debolezza nelle prossime settimane. Con intento analogo, portiamo a **overweight l'azionario italiano**.
- Lasciamo a **neutral l'azionario UK**. Riteniamo che Londra, tra le piazze più deboli nel 2023, possa ben figurare nel corso del 2024 in virtù di valutazioni più contenute, un'economia più resiliente delle attese, e una politica monetaria più accomodante da parte della Bank of England.
- Lasciamo tatticamente a **underweight l'azionario giapponese**. Tokyo ha corso più degli altri indici nel primo trimestre 2024 e la fase correttiva non si è ancora conclusa. Gran parte dell'outperformance dell'azionario giapponese è legata all'espansività della politica monetaria amministrata dalla Bank of Japan, e al conseguente calo dello Yen. Recentemente però la debolezza della divisa ha cessato di essere un fattore a supporto, mentre il Ministero delle Finanze giapponese è sempre più preoccupato della sua instabilità. Un eventuale uscita della BOJ dalla sua stance ultra-espansiva potrebbe rimuovere temporaneamente uno dei principali fattori che hanno supportato i corsi azionari.
- Lasciamo a **overweight l'azionario cinese**. Dopo un inizio difficile, i mercati cinesi hanno messo in scena un robusto recupero, favorito da sentori di una stabilizzazione dell'economia, e dalle molteplici iniziative poste in essere dalle Autorità per tamponare la crisi immobiliare, e stimolare l'economia. Alla luce della decrescente efficacia delle politiche economiche supply side adottate finora, ci attendiamo che in tempi non troppo lunghi le Autorità ricorrano maggiormente a misure di supporto ai redditi e ai consumi.



### In sintesi

- Lasciamo a **overweight l'azionario Emergenti**. Recentemente anche il comparto emergenti si è unito alle borse occidentali nel segnare nuovi massimi di periodo. La ripresa del percorso di rientro da parte dell'inflazione nei principali blocchi, e l'inizio di easing da parte di un gran numero di banche centrali, alle quali si dovrebbero unire FED e Bank of England nella seconda metà del 2024, costituiscono rilevanti fattori positivi per il comparto.
- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario US**. Riteniamo che il recente repricing abbia riportato le aspettative di politica monetaria su uno scenario più equilibrato. Crediamo che l'economia USA vada verso una fase di rilassamento nella seconda metà del 2024, e che i prossimi dati sull'inflazione saranno benigni. Lasciamo a **overweight i treasuries inflation linked**. Riteniamo che i rendimenti reali offerti mostrino ancora valore, a fronte di un potenziale futuro rallentamento del quadro macro. I breakeven inflation continuano a costituire un hedge nel caso l'inflazione dia ulteriori colpi di coda nel corso del 2024
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**. Diversamente dagli USA, il ciclo Eurozone sta dando segnali di accelerazione. Le tensioni legate alle elezioni europee hanno fatto accumulare un discreto premio al rischio su governativi francesi, e compresso, per contro i rendimenti del Bund tedesco. Questo tipo di dinamica potrebbe continuare fino al secondo turno delle elezioni francesi, aprendo opportunità sull'asset class. Lasciamo a **neutral i bond periferici** con l'idea che gli attuali livelli di spread siano da considerarsi «fair» alla luce del quadro macro e delle aspettative di politica monetaria. Crediamo che le tensioni legate alle elezioni europee possano generare opportunità di ingresso su livelli attraenti nel prossimo mese.
- Lasciamo a **overweight gli inflation link Eurozone**. Riteniamo che la decisione dell'ECB di iniziare a tagliare i tassi, nonostante i segnali di bottoming dell'economia e il quadro inflattivo ancora incerto, possa offrire supporto ai breakeven, in particolare se l'inflazione dovesse dare dei colpi di coda, magari a causa del rally delle commodities. Continuiamo a vedere valore nei BTP Italia, alla luce dei breakeven inflation nei pressi del 1,2%.
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo UK** in quanto riteniamo che lo scenario scontato al momento sia «fair». Siamo compratori sulla debolezza.
- Portiamo a **neutral l'obbligazionario emergenti in valuta locale** ritenendo che possa progressivamente giovare dell'easing delle politiche monetarie da parte delle principali banche centrali del globo. Lasciamo a **neutral quello in valuta forte**, che vediamo correttamente valutato sui livelli attuali.



### In sintesi

- Lasciamo a **underweight il debito corporate US Investment Grade**. Vediamo poco valore nell'attuale livello di spread, ai vicini ai minimi post covid. 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. In generale riteniamo che nei prossimi trimestri assisteremo ad un graduale deterioramento dei fondamentali di credito del corporate non finanziario.
- Riguardo al credito europeo, lasciamo a **underweight quello Investment Grade**. Il widening mostrato dagli spread in reazione al risultato delle elezioni europee è stato modesto, rispetto a quando osservato sul comparto governativo. Come per quello USA, non vediamo valore sui livelli attuali, ai minimi post Covid. Riteniamo Lasciamo a **underweight l'High Yield europeo** ritenendo che il comparto sia vulnerabile ad un deterioramento dei fondamentali.
- Riteniamo che l'allargamento dello spread OAT-Bund e degli altri emittenti periferici, causato dal risultato delle elezioni europee, abbia un impatto ridotto sui fondamentali delle banche (ai livelli attuali circa 10 bps di CET1 sulle banche francesi). Anche l'impatto sul cost of funding è assolutamente gestibile, alla luce del livello attuale degli spreads, della provvista già fatta da inizio anno, e dal livello degli impieghi. Quindi confermiamo l' **overweight su Senior** e il **Neutral sui subordinati**, con una particolare attenzione nella selezione di emittenti diversificati sia in termini di business che di area geografica.
- Riguardo ai cambi, lasciamo a **overweight il Dollaro**. I rendimenti USA permangono, e resteranno abbondantemente sopra quelli Eurozone. Il divario di crescita tra i due blocchi, Eurozone e USA, resta elevato. Il prevalere, a livello politico, in Francia e Germania, di schieramenti di Destra e/o sovranisti rischia di compromettere la capacità dell'EU di portare avanti riforme in direzione di maggior mutualità e integrazione e la sua capacità di reagire alle crisi. Questo, potrebbe divenir un motivo di debolezza strutturale per la Divisa Unica, dai livelli attuali.
- Lasciamo tatticamente a **neutral la Sterlina contro €**. Riteniamo che la Bank of England taglierà i tassi nel corso dell'estate. Siamo pronti a tornare overweight sulla debolezza.
- Lasciamo a **overweight lo Yen contro €**. Le autorità giapponesi difficilmente accetteranno ulteriori svalutazioni senza reagire. Lo status di divisa di finanziamento dei carry trade della moneta giapponese rende possibili rapidi apprezzamenti in caso di pronunciate fasi di risk aversion, o improvvisi flussi di rimpatrio dei capitali da parte di risparmiatori e aziende nazionali.
- Lasciamo a **overweight il Franco svizzero**. Come specificato sopra riteniamo che l'esito delle elezioni europee possa costituire un fattore strutturale di debolezza per l'€. Inoltre riteniamo che sia un buon hedge contro possibili fiammate di risk aversion, anche di origine geopolitica



### In sintesi

---

- Riguardo le Commodities, lasciamo a **overweight quelle energetiche**. A medio termine, il fabbisogno energetico dei data center e in generale dell'industria dell'AI è destinato ad avere un impatto assai accrescitivo sulla domanda globale di energia. Lasciamo a **overweight quelle industriali**, in quanto riteniamo che l'accelerazione del manifatturiero e la spesa per infrastrutture in Cina, negli Usa e quella globale supporteranno la domanda nei prossimi trimestri. Lasciamo a **neutral le commodity agricole** ritenendole correttamente valutate in questo quadro incerto.
- Riportiamo a **overweight i metalli preziosi**. L'impressione è la domanda da parte delle banche Centrali e quella proveniente dall'Asia continueranno a supportare i corsi a medio termine. Inoltre l'oro sta ritrovando appeal anche tra gli investitori occidentali, a giudicare dai flussi registrati recentemente sugli ETF. Riteniamo che i Goldminers non abbiano ancora scontato appieno l'impatto su utili e multipli del recente rialzo, e continuiamo a raccomandare un sovrappeso.



## Giudizi tattici

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

▲ = Overweight

■ = Neutral

▼ = Underweight



## Asset Allocation Strategica (modificata a giugno 2024)

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 vs Euro		Inflation linked US	■
USD	▲	Inflation linked Area euro	■
GBP	▲	Obbligazionario corporate	
CHF	▲	US investment grade	▼
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.