

2025

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

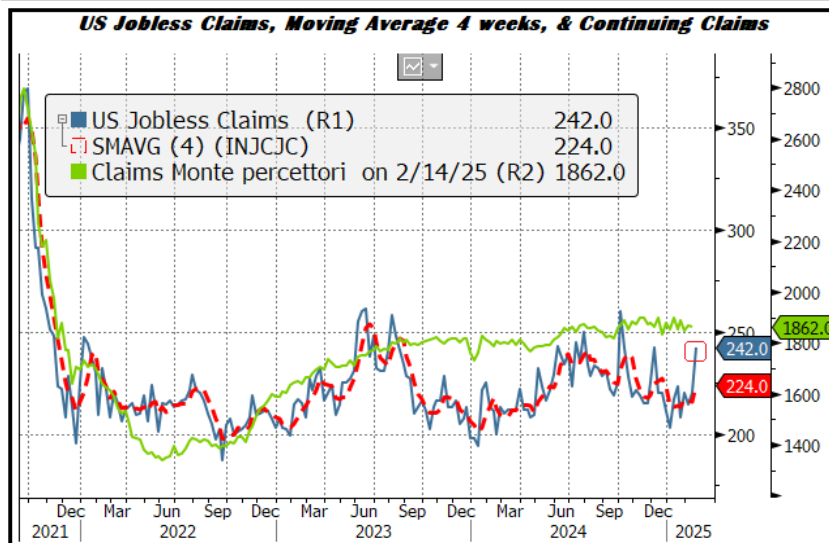
Analisi di scenario  
Marzo 2025



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

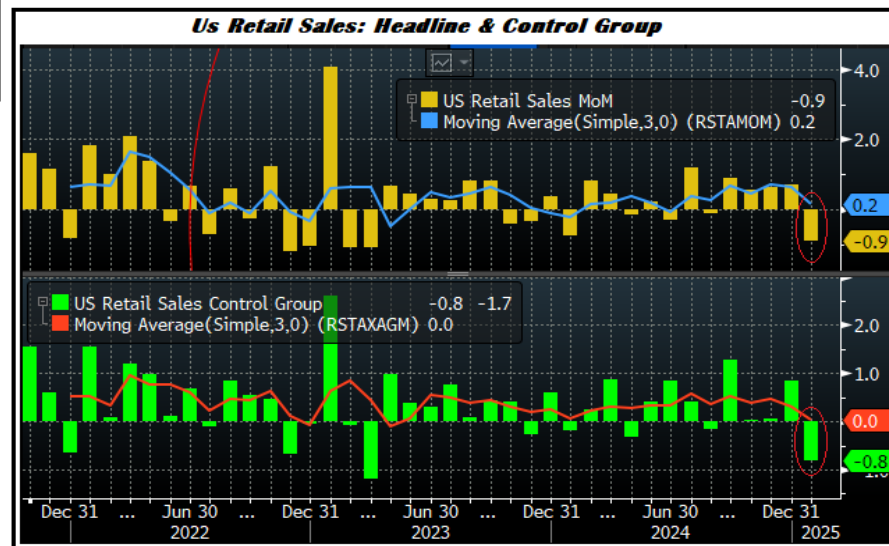


## Iniziali segnali di indebolimento dall'economia USA: hard data



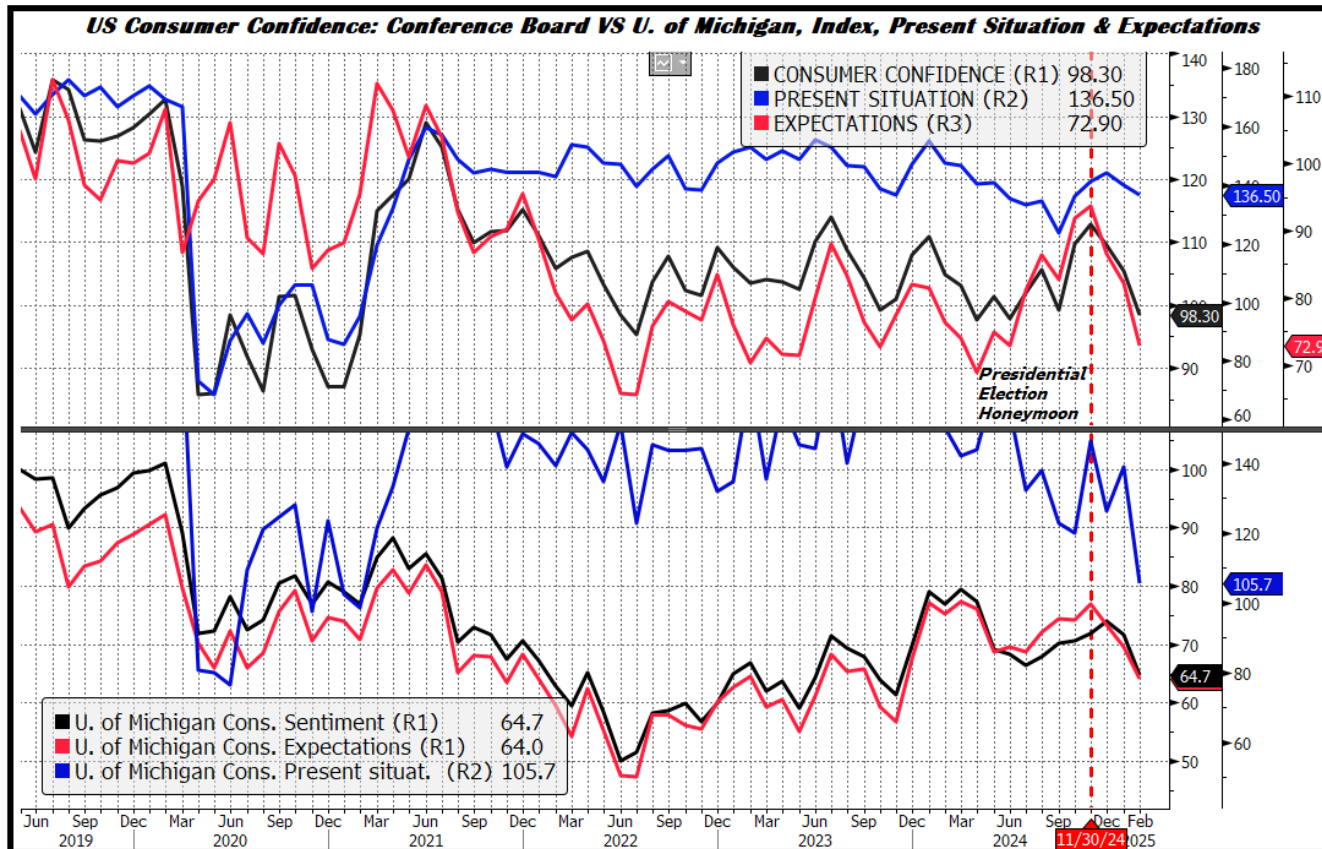
- Anche le **retail sales USA di Gennaio** hanno mostrato una brusca contrazione. Anche in questo caso esiste un tema di destagionalizzazione complessa, dopo una stagione natalizia 2024 assai migliore di quelle 2022-2023. E anche il clima può aver colpito gli acquisti in alcune aree.
- Anche i dati sull'immobiliare hanno lasciato a desiderare: Sentiment dei homebuilders di febbraio, nuovi cantieri di gennaio, Exiting Home sales, new home sales di gennaio, compromessi di gennaio tutti in calo e sotto attese.
- Per ognuno di questi report sotto attese possono essere citate giustificazioni valide. Ma mettendoli insieme è difficile scacciare l'impressione di un quadro di crescente fragilità.

- In questo primo trimestre del 2025 l'economia USA comincia a dare alcuni segnali di debolezza.
- Per cominciare, il mercato del lavoro sembra mostrare un inizio di perdita di momentum:
  1. Il labour market report di gennaio ha mostrato una creazione di posti sotto attese, anche se questo può essere dovuto ad una destagionalizzazione complessa a inizio anno
  2. I Jobless Claims settimanali sono tornati a mostrare un incremento
  3. L'ADP survey di Febbraio lascia intendere payrolls deboli per il mese.





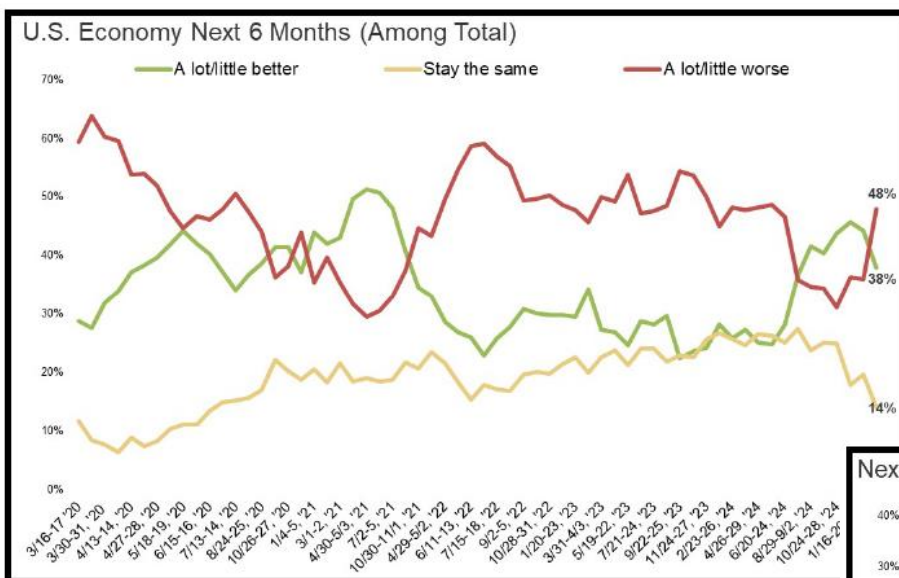
## Iniziali segnali di indebolimento dall'economia USA: Survey (I)



- Anche le consumer confidence USA hanno mostrato un significativo deterioramento negli ultimi 2 mesi. Sia il report compilato dal Conference Board che quello prodotto dalla University of Michigan hanno ceduto il tre il 15% dai massimi post elezioni, con il grosso del calo causato dalle rispettive componenti aspettative.

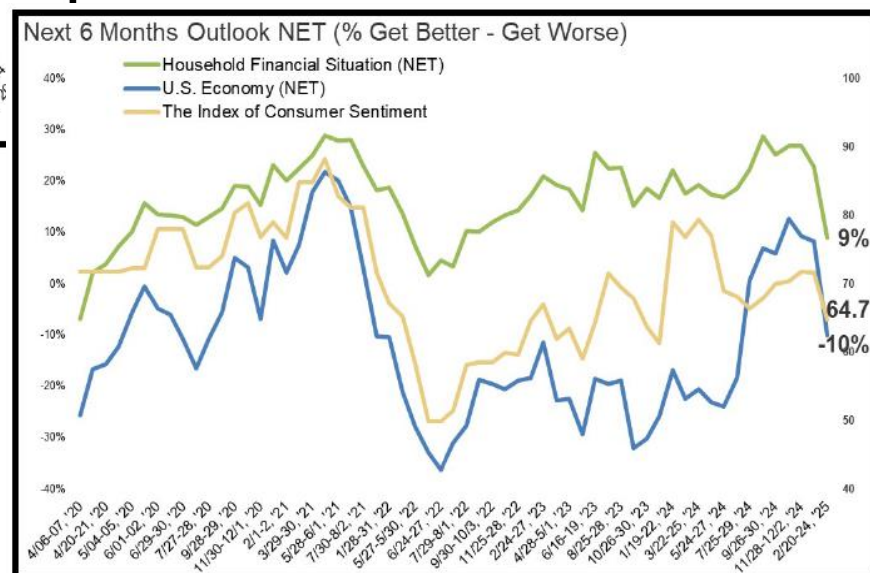


## Iniziali segnali di indebolimento dall'economia USA: Survey (II)



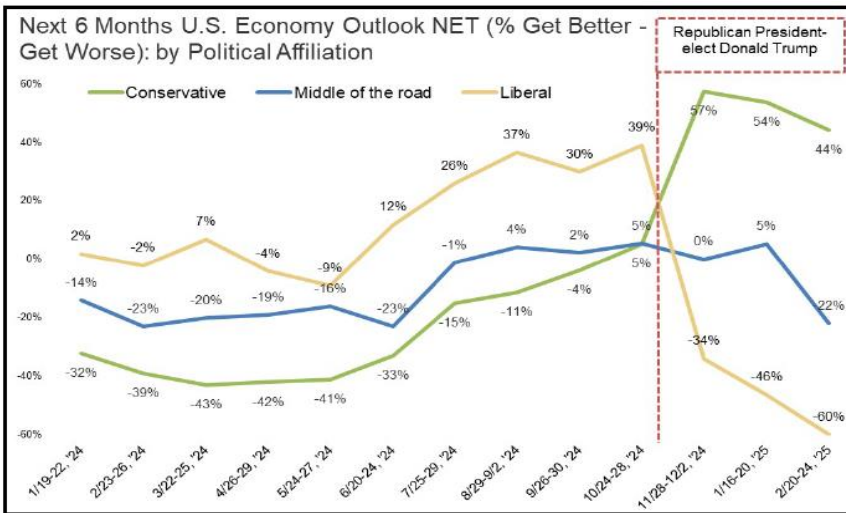
- Anche le survey condotte dalle case di investimento confermano il deterioramento della fiducia dei consumatori. L'indagine di Morgan Stanley mostra un marcato aumento di chi vede l'economia in peggioramento a fronte di robusti cali di chi la vede stabile e chi la vede in miglioramento.
- Anche il timore dell'inflazione è aumentato parecchio di recente (e non a torto, a giudicare dalle ultime notizie). Oltre il 60% è preoccupato per il livello dei prezzi e il 35% è molto preoccupato per i dazi, mentre un 22% è moderatamente preoccupato.

- Oltre la metà dei consumatori aventi diritto a rimborsi fiscali ha dichiarato che destinerà almeno una parte di essi al risparmio, in rialzo rispetto all'anno scorso.



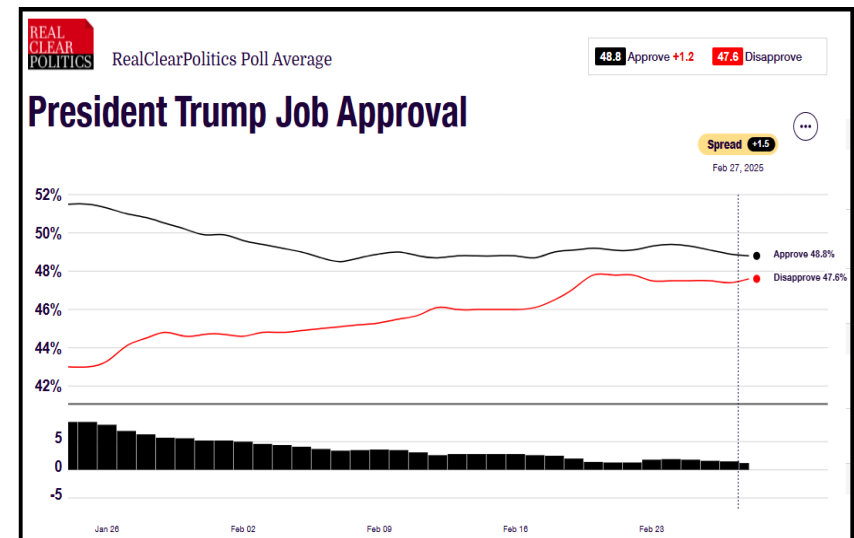


## Iniziali segnali di indebolimento dall'economia USA: Survey (III)



- I motivi di questo quadro sono intuibili. **Trump agisce come se avesse avuto un'investitura popolare.** Ma tra elettori democratici e non schierati, è probabile che circa il **30% degli aventi diritto abbia votato per lui.**
- Dalle Presidenziali in avanti, le sue politiche aggressive, a colpi di ordini esecutivi in materia di immigrazione, commercio ed efficientamento della pubblica amministrazione, e le mosse di alcuni membri del suo staff possono aver infastidito e preoccupato i consumatori democratici, buona parte di quelli non schierati, e, come si vede dai dati, anche, crescentemente, i Repubblicani.
- Vale la pena osservare che i dipendenti federali sono oltre 2 milioni e tra di loro l'incertezza e il timore di perdere il posto devono essere elevati.

- È interessante notare come si è mossa la confidence a seconda dell'affiliazione politica degli intervistati:
  1. Tra i **Democratici** (Liberal) il Clean Sweep ha comprensibilmente causato un tracollo del morale, e il pessimismo è ulteriormente aumentato a gennaio e febbraio.
  2. Tra i **Repubblicani** abbiamo avuto un boom di fiducia, ma dal picco di dicembre il sentimento si sta progressivamente deteriorando
  3. La confidence dei **non schierati** era rimasta su livelli costanti, ma recentemente si registra un marcato deterioramento



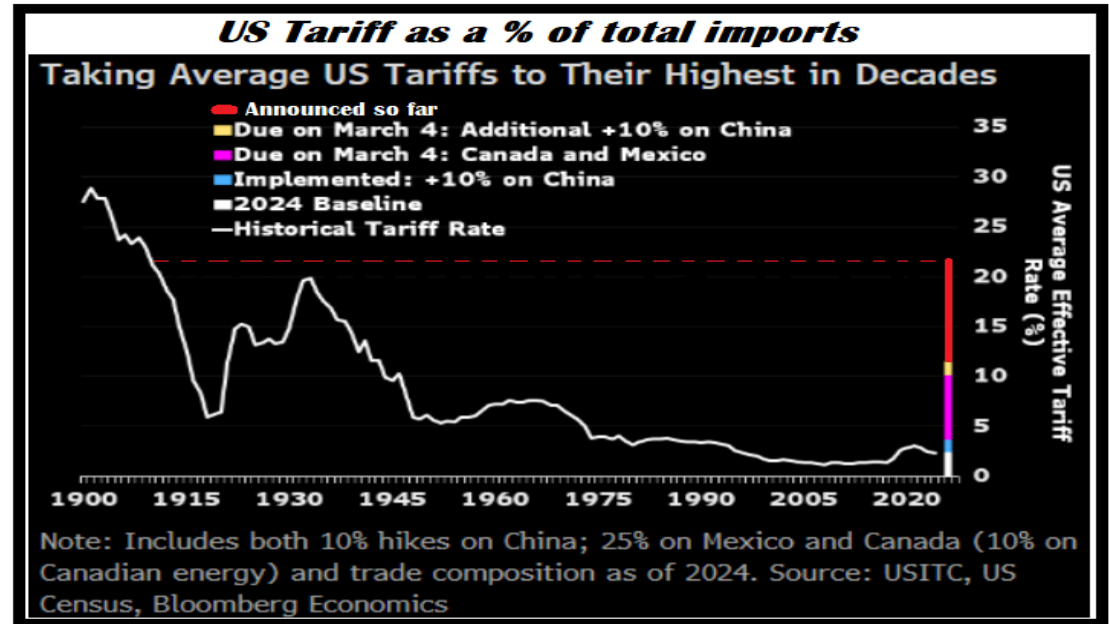


....ed il quadro sui dazi si è significativamente inasprito negli ultimi giorni

Dazi elevati dagli USA (Già in vigore vs annunciati)			
Paese	Entrata in vigore	Settore	Aliquota
Cina	04-feb-25	all export	10%
Cina	04-mar-25	all export	10%
Canada	04-mar-25	all export	25%
Messico	04-mar-25	all export	25%
tutti	12-mar-25	Allum/acciaio	25%
tutti	02-apr-25	Auto/Chip/Pharma	25%
EU	02-apr-25	all export	25%
tutti	01-mag-25	Reciproco	Dipende

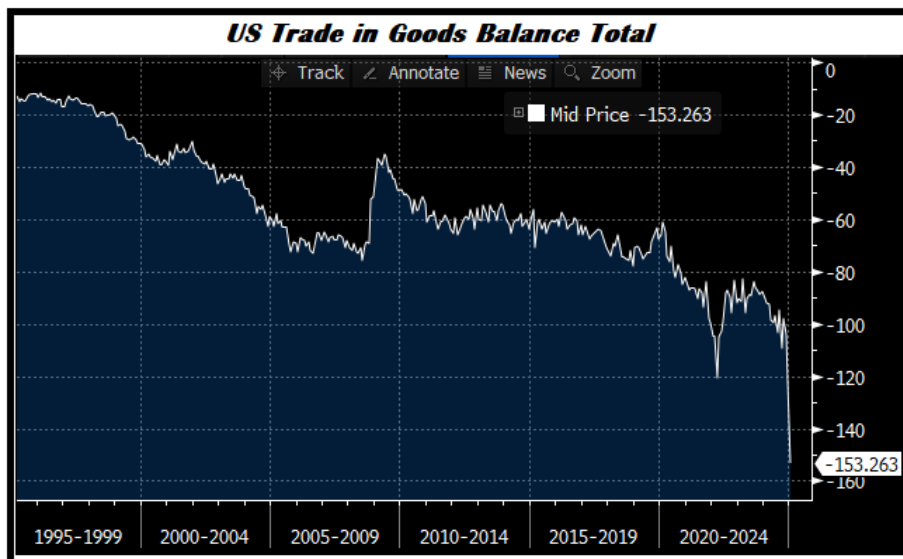
- L'atteggiamento "simil-negoziale" adottato da Trump nel primo mese dal suo insediamento, relativamente alle politiche commerciali, ha lasciato, negli ultimi giorni il posto ad uno assai più proattivo:
  1. Dopo un mese di rinvio i dazi del 25% a Messico e Canada sono entrati in vigore (sospesi per un mese quelli sulle Auto)
  2. Alla Cina è stato imposto un ulteriore balzello del 10%
- Per quanto con Trump tutto sia possibile, non ci sono particolari motivi per ritenere che i dazi già annunciati all'EU e quelli reciproci e sui singoli settori non debbano entrare in vigore alle date stabilite.
- L'aliquota media sul totale dell'import USA ha già raggiunto i massimi dagli anni '40 e potrebbe superare i livelli degli anni '30.

- Dazi di queste dimensioni possono impattare in maniera seria sulla crescita e sull'inflazione:
  1. Il modello Fed utilizzato durante il primo mandato Trump proietta, per quanto già in vigore, un impatto sul GDP dell'1.3% e uno sul CPI core dello 0,8%
  2. Deutsche ha stimato un impatto dello 0,4-0,7% del GDP e di 0,3-0,7% sul CPI Core dai soli dazi a Canada e Messico, oltre ad una recessione in ognuno dei 2 paesi
- Il quadro si modifica ad una tale velocità che le stime di impatto sono un po' un esercizio di stile.



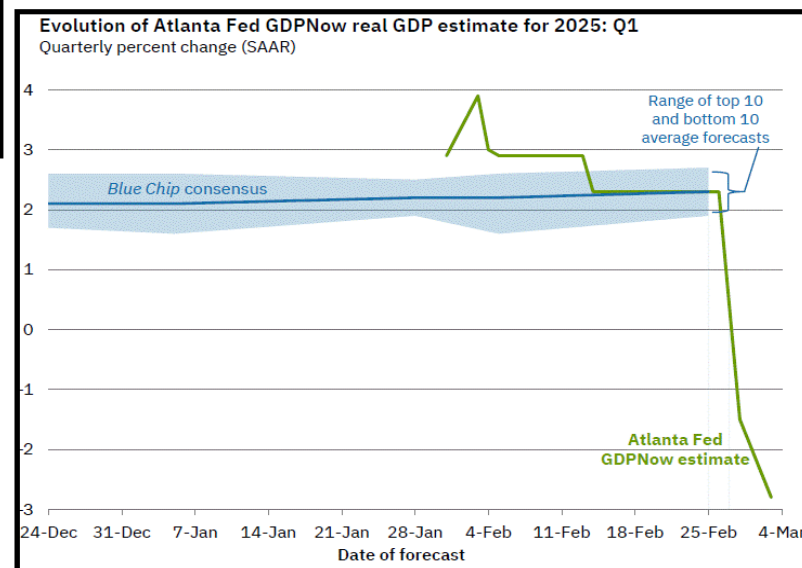


## Il GDP del primo trimestre sarà impattato dall'incertezza.



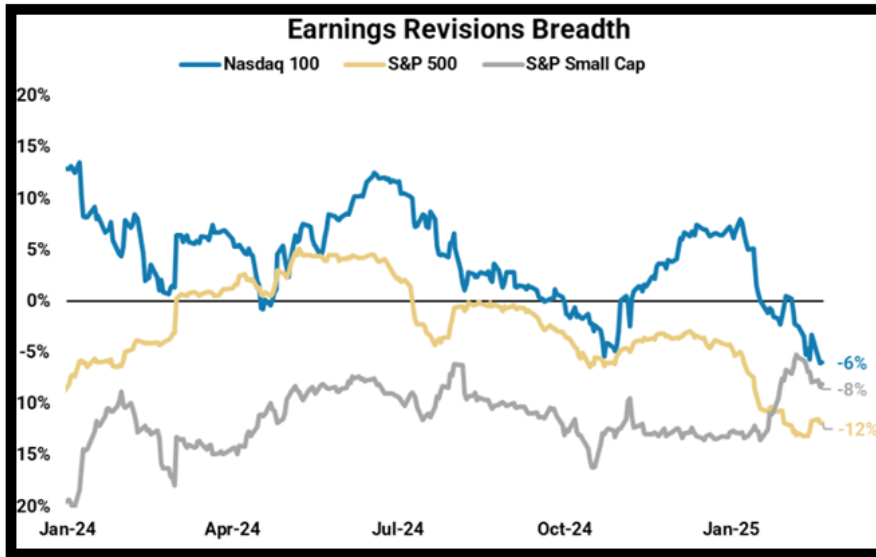
- A causa principalmente di quest'effetto, attualmente GDP Now stima il GDP Q1 2025 a -2,4% annualizzato. Ma vi è anche un effetto calo della domanda, misurata dagli ordinativi e dai consumi.
- La fattorizzazione dei dati di febbraio e marzo diluirà la distorsione di gennaio e produrrà con ogni probabilità una corposa risalita della stima. Ma il consenso attuale, poco sopra il 2%, sembra esagerato. Gli sbilanci causati nei dati di contabilità nazionale dall'incertezza sulle politiche commerciali produrranno un Q1 2025 debole
- E queste distorsioni sono comunque un altro sintomo di un impatto delle politiche aggressive e caotiche di Trump sulla fiducia delle aziende.

- A prescindere dalla loro implementazione, e/o modifica, i dazi stanno già avendo un impatto significativo sui dati di contabilità nazionale.
- Il tentativo delle aziende di battere sul tempo l'entrata in vigore dei dazi ha portato ad un'esplosione dell'import di Gennaio, con un goods deficit di 30 miliardi di Dollari superiore al precedente record.
- Il modello della Fed di Atlanta GDP Now stima al momento una detrazione del 3,7% da parte del canale estero al GDP del primo trimestre 2025.



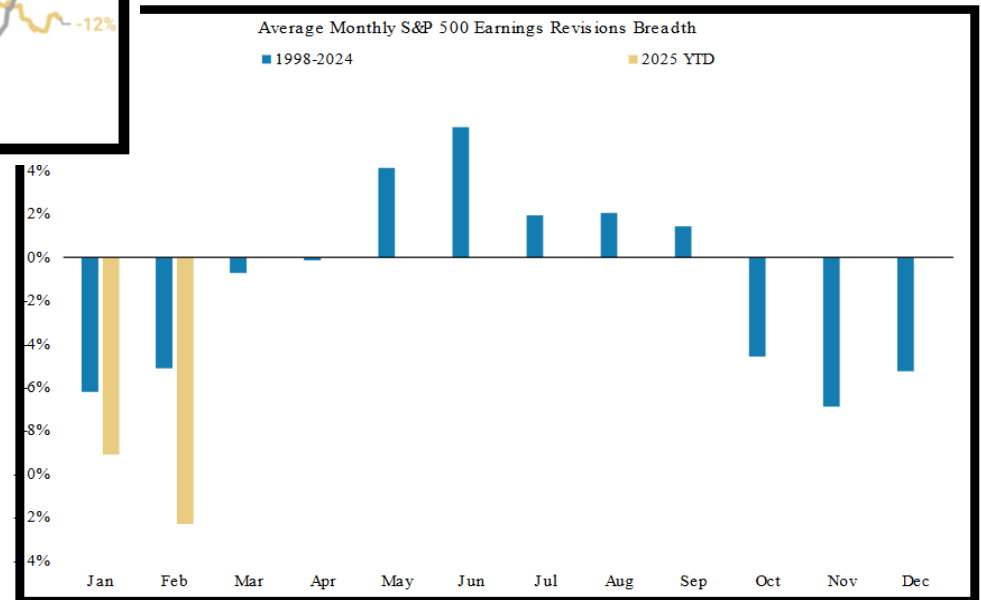


## L'incupimento del quadro macro grava su Wall Street



- Da metà gennaio in poi, le revisioni agli earnings a Wall Street hanno preso solidamente la via del ribasso, con il tech a fare da battistrada.
- Le aspettative sugli profitti a Wall Street stanno accusando l'accumularsi di fattori negativi per la crescita:
  - Politiche commerciali, sull'immigrazione e sull'efficientamento della Pubblica Amministrazione (Doge)
  - Effetti del rialzo del Dollaro, e del rimbalzo dei tassi.

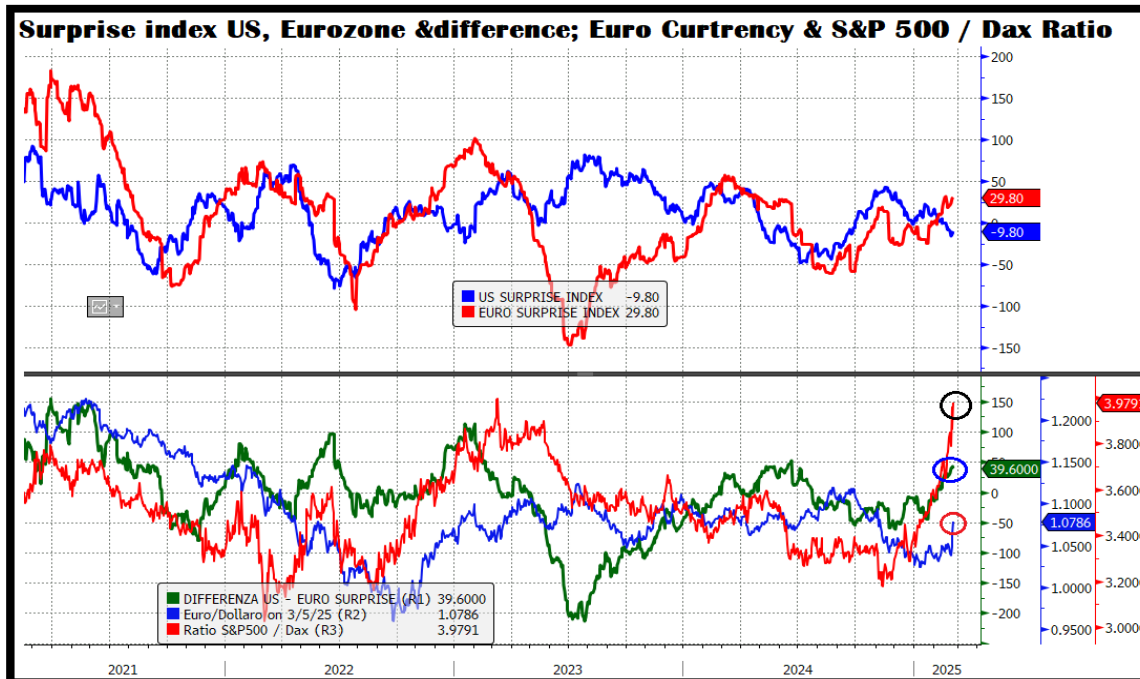
- Il fatto che i cali dei rendimenti abbiano smesso di avere un impatto positivo sull'azionariato USA mostra bene il cambio di narrativa da miglioramento delle financial conditions a growth scare.
- Anche la vicenda Deep Seek, con il suo impatto sulle aspettative di crescita di investimenti e profitti da parte del big tech USA ha avuto un ruolo nel ridimensionamento delle aspettative







## L'Europa che non ti aspetti

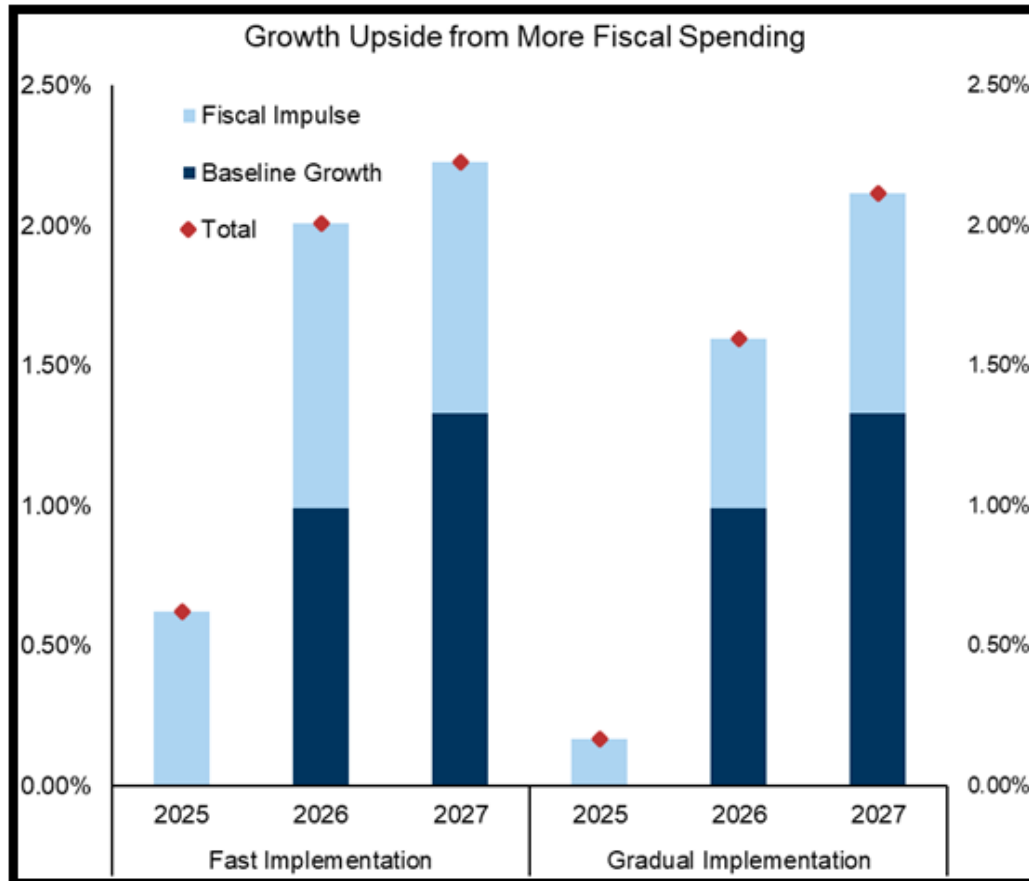


- Le aspettative di crescita per l'Europa mostrano una direzione opposta a quelle osservabili negli USA, come si nota dalla performance relativa dei surprise index: Il differenziale tra i 2 indici è tornato sui massimi da 2 anni.
- Ironicamente, è la politica estera attuata da Trump ad aver posto i presupposti per quest'ondata di ottimismo: l'abbandono del sostegno all'Ucraina allo scopo di perseguire una rapida pace ha costretto i paesi europei a prendere in considerazione vistosi aumenti dei budget di spesa, per adeguare le forze militari alla nuova realtà

- Altri importanti effetti di questa spinta all'autonomia sono:
  1. **Un ritorno ad allentare in generale i vincoli dalla spesa pubblica**, effetto che ha la sua massima espressione in Germania (vedi prossima slide).
  2. **Un impulso alla deregulation**, per cercare di equiparare il playground delle aziende europee a quelle US e asiatiche (vedi la proposta di rinviare i target di riduzione di CO2 per le aziende automobilistiche)
  3. In generale **una spinta alla coesione** che si manifesta in un fervere di proposte per la creazione di budget europei di difesa (vedremo con quale successo) e un riavvicinamento dell'EU con la Gran Bretagna
- La direzione opposta delle aspettative di crescita in America ed EU si è riflessa enormemente nelle performance relative tra i 2 mercati azionari e più recentemente sull'€/€



## U-turn nella politica fiscale tedesca

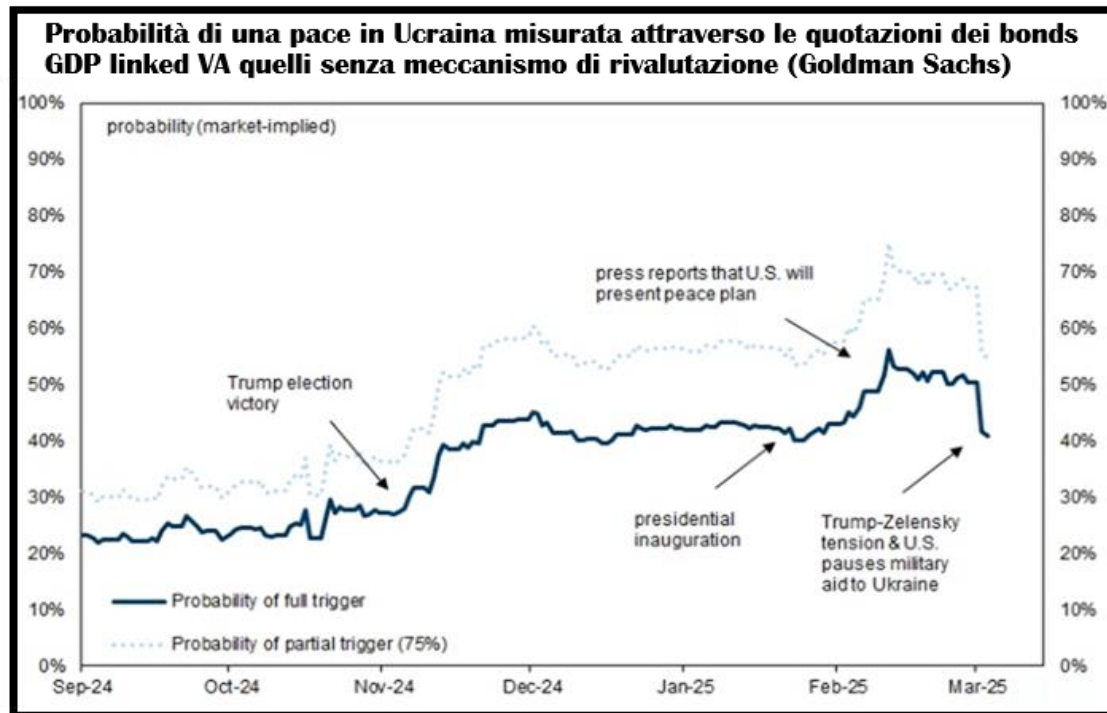


- Il pacchetto è in grado di produrre un aumento della spesa pubblica fino a oltre il 2% del GDP per anno. L'impatto sulla crescita tedesca potrebbe avvertirsi già nel 2025 per poi superare il 2% dal 2026 in poi secondo alcune stime

- i leader della CDU/CSU e dell'SPD hanno annunciato un accordo per un pacchetto fiscale senza precedenti, articolato in tre pilastri:
  1. **Un'esenzione dal debt brake** per la spesa militare oltre l'1% del GDP
  2. **Un fondo infrastrutture extra-bilancio di 500 bln €** da erogare nei prossimi 10 anni (1.1% del GDP per anno circa).
  3. **Un deficit strutturale consentito per i Länder dello 0,35% del GDP**, analogo a quello del Governo centrale.
- L'approvazione del pacchetto richiede una maggioranza qualificata dei due terzi per la modifica costituzionale. Per questo motivo i leaders intendono **approvare le misure concordate con il vecchio Parlamento**, prima che il nuovo Bundestag si insedi il 25 marzo
- Il raggiungimento della maggioranza qualificata richiede la collaborazione di FDP e dei Verdi, i quali, viste le circostanze, non dovrebbero farla mancare.



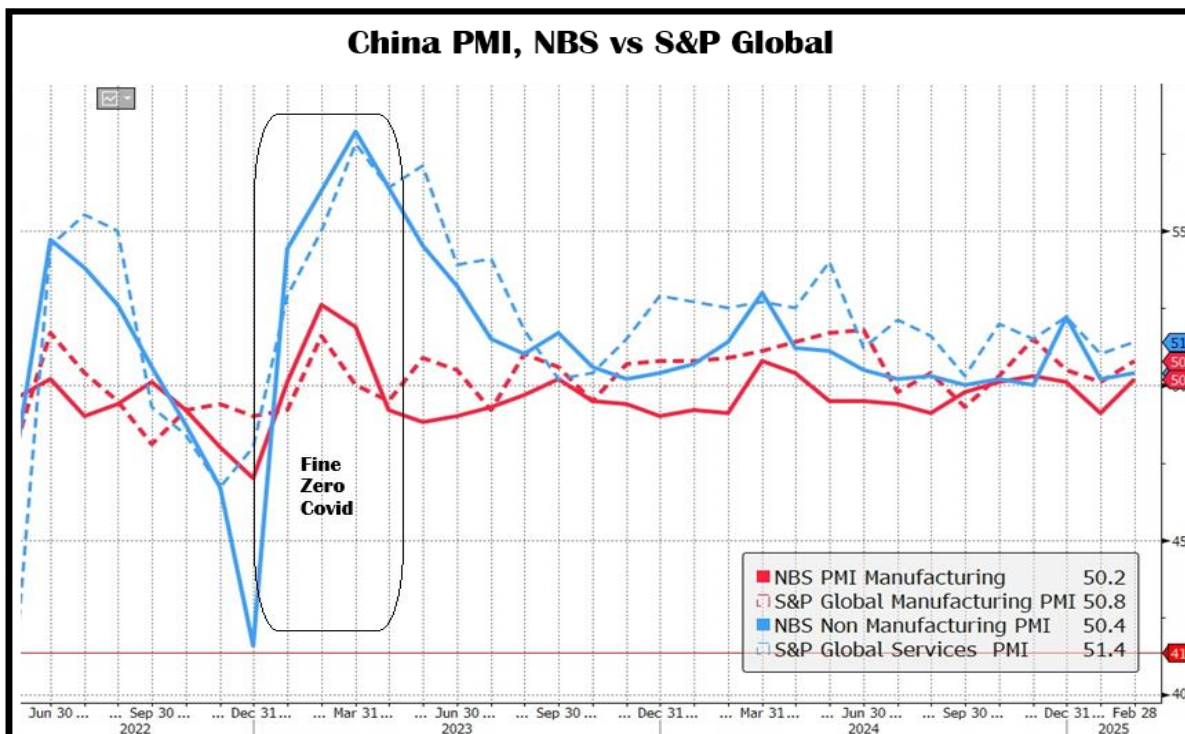
## Pace in Ucraina: è così imminente?



- La prospettiva di una tregua, ed una successiva pace in Ucraina è stato uno dei driver, anche se non attualmente il principale, dell' recupero del sentiment in Eurozone. Al momento sembra che i protagonisti siano tutti desiderosi di porre fine al conflitto: Trump sembra avere fretta, al fine di chiudere un accordo sulle terre rare, e riaprire relazioni commerciali con la Russia. Zelensky sembra non aver scelta, abbandonato com'è dal principale alleato. E Putin sembra pronto ad approfittare di tanta fortuna.
- Sussiste però, a nostro parere, un *execution risk*. Quale sarà l'entità delle richieste di Putin, dopo aver visto lo spettacolo della conferenza stampa alla Casa Bianca, con Zelensky sotto ricatto? Le condizioni saranno accettabili per l'Ucraina, e per i paesi europei, che sembrano meno convinti dell'amministrazione americana sull'opportunità di favorire la Russia?



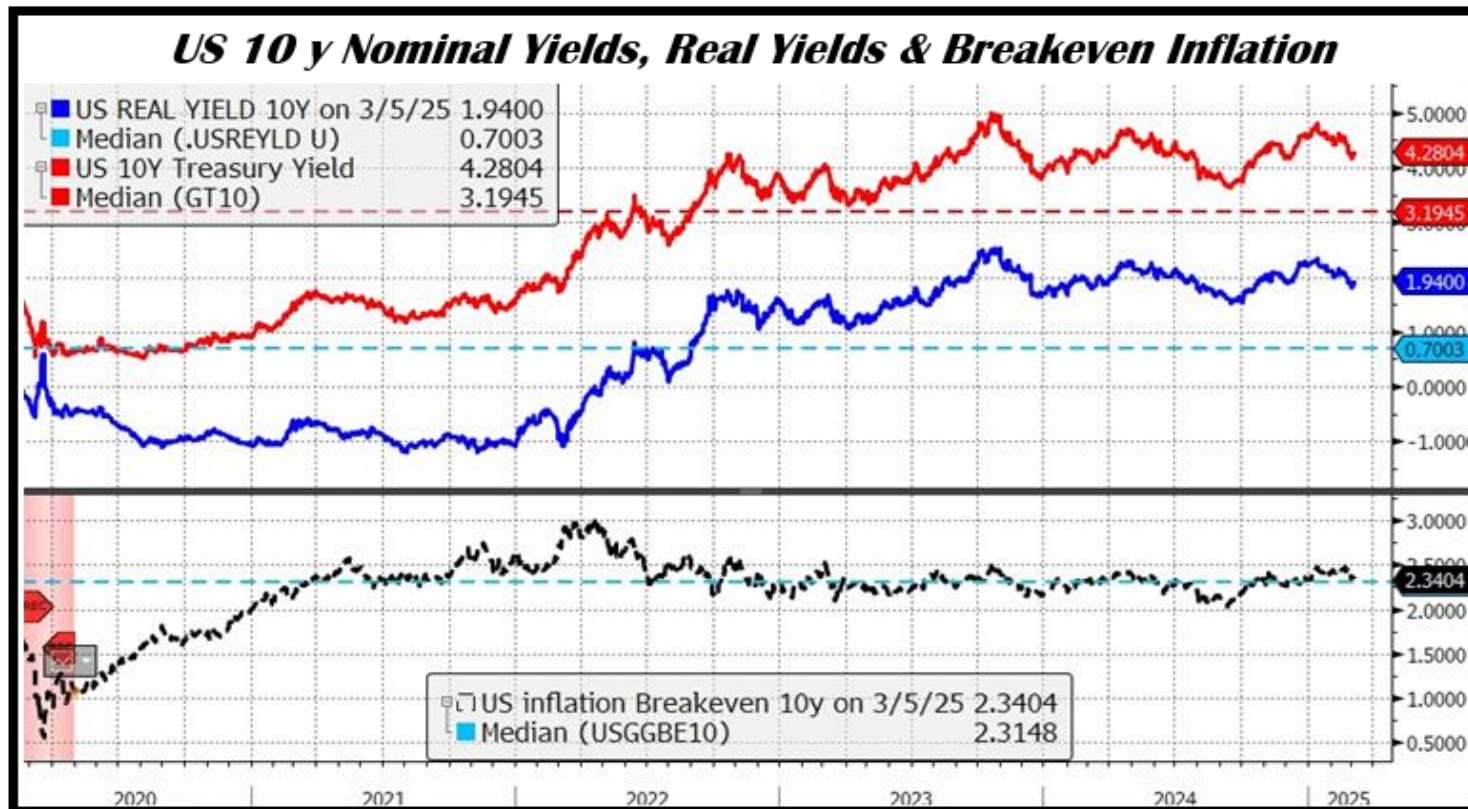
## Cina: timidi segnali di accelerazione ciclica



- L'attività economica in Cina sembra dare segnali di riaccelerazione, con tutti i PMI (manifatturiero e servizi, calcolati dal servizio statistico nazionale e da S&P Global) sopra la soglia di espansione, e in moderata accelerazione.
- Il collocamento del Capodanno cinese in Gennaio può aver gravato sull'attività del mese, accentuando il recupero per Febbraio. Anche l'accelerazione dell'import negli USA per evitare i dazi può essere un fattore a supporto degli indici di attività
- Al momento la negoziazione di un accordo per ridurre i dazi tra Cina e USA sembra in stallo, con Trump che aumenta le aliquote e Pechino che reagisce colpendo le esportazioni agricole USA.
- L'outcome primo giorno del del National People's Congress ha visto la fissazione di un target di crescita analogo a quello del 2024 (5% area) e un target di deficit del 4%, massimo storico, in linea con le attese di consenso. Il supporto ai consumi interni è diventato la priorità economica per la prima volta da 10 anni (è stato nominato 27 volte nel Government Work Report). Sono stati presi espliciti impegni di supportare i settori strategicamente emergenti (principalmente tech), e stabilizzare l'immobiliare. La politica monetaria verrà mantenuta accomodante con tagli dei tassi e della riserva obbligatoria e il mantenimento di condizioni di liquidità adeguate.
- Difficile dire se la stance comunicata tenga conto degli ultimi sviluppi in tema di dazi, o altro possa essere deciso in reazione a questi ultimi



Bonds USA: stretti tra growth scare e inflation scare.



- I sentori di rallentamento macro che traspaiono dai dati stanno imprimendo pressioni ribassiste sui rendimenti su tutta la curva. La Fed Funds Strip è tornata a scontare un'elevata probabilità di altri 3 tagli dei tassi entro la fine del 2025.
- Sui livelli attuali la curva treasury non sconta ancora quello che potrebbe essere un *soft patch* in arrivo per l'economia USA.
- L'impatto dei dazi sui prezzi può costituire un freno per la Fed e dare supporto ai rendimenti USA, creando i presupposti per uno scenario stagflattivo. I Treasury inflation link, con i rendimenti reali ancora prossimi al 2%, costituiscono un buon hedge per questo scenario.



### In sintesi

- Portiamo a **neutral l'azionario US**. L'azione della nuova amministrazione, aggressiva e confusionaria sui fronti trade e efficientamento della pubblica amministrazione, e forse eccessivamente in contrasto con quello che è stato per decenni il solco della politica estera USA, sta ottenendo l'effetto di ingenerare un clima di incertezza economica, e polarizzazione del quadro politico, che risulta negativo per la fiducia di aziende e consumatori. Per questi motivi crediamo che l'economia USA possa attraversare un *soft patch* in grado di prolungare l'attuale fase di consolidamento e quindi portiamo il positioning su un livello più prudente.
- Lasciamo a **neutral tatticamente l'azionario europeo**. Riteniamo che gli ultimi sviluppi nel Vecchio Continente in termini di stimolo fiscale, spinta all'integrazione e pace in Ucraina siano favorevoli per il comparto, che gode ancora di multipli attraenti e dovrebbe poter contare ancora su tassi in ribasso. Crediamo però che, dopo il rally messo a segno da metà dicembre in poi, nel breve l'azionario europeo sconti il migliore degli scenari, considerando che non vi è ancora chiarezza sul regime di dazi a cui verrà eventualmente sottoposta l'Eurozona, né sulla tempistica della tregua in Ucraina. Sentiment e positioning sono ormai elevati, e, in alcuni settori (Difesa, Banche) surriscaldati. Siamo però compratori su un eventuale consolidamento dei corsi. Con valutazioni analoghe, lasciamo a **neutral l'azionario italiano**.
- Portiamo a **neutral l'azionario UK**. Come per l'azionario Eurozone, riteniamo che, sui livelli attuali, la borsa UK sconti uno scenario quasi perfetto. Lo spazio di manovra sul fronte fiscale è minimo, diversamente da quello disponibile per la Germania.
- Lasciamo a **neutral l'azionario giapponese**. Riteniamo il repricing occorso negli ultimi mesi, anche in relativo nei confronti degli altri indici, sufficiente a restituire valore al comparto. La Bank of Japan è però l'unica delle banche centrali del G10 a portare avanti una tightening bias. Eventuali fiammate di risk aversion globali potrebbero produrre scatti dello Yen, con impatto negativo sulla borsa giapponese.
- Lasciamo a **overweight l'azionario cinese**. Dagli ultimi dati sembra di intuire che lo stimolo monetario e fiscale erogato ed in corso di erogazione stia cominciando a impattare sull'economia. Riguardo l'immobiliare, gli sforzi delle autorità per arrestarne la caduta si stanno intensificando. L'apparente stallo nelle trattative commerciali con gli USA sta indicando le Autorità ad aumentare l'erogazione di stimolo fiscale. L'avvento di Deep Seek e degli altri modelli LLM cinesi sta riportando interesse per il tech cinese, il cui supporto è una priorità per le autorità. L'aumento degli investimenti nell'AI da parte del Big Tech locale può rivitalizzare il settore e contribuire alla ripresa ed alla crescita dei profitti aziendali.



### In sintesi

- Portiamo a **neutral l'azionario Emergenti**. L'atteggiamento aggressivo assunto da Trump nei confronti dei trading partner, e in particolare della Cina, potrebbe portare volatilità sul comparto, specie se una delle risposte di Pechino ai dazi USA fosse una svalutazione dello Yuan, con impatto a cascata sui rapporti di competitività con i trading partners dell'area emergenti.
- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario US**. I sentori di rallentamento macro che traspaiono dai dati stanno imprimendo pressioni ribassiste sui rendimenti. Una posizione lunga di treasuries continua ad essere un buon hedge nel caso di fiammate di volatilità sui risk asset, come quella in corso. Portiamo a **overweight i treasuries inflation linked**. Con rendimenti reali ancora vicini al 2% e breakeven inflation recentemente calati, il comparto costituisce un buon hedge contro uno scenario stagflattivo causato dall'impatto di dazi su crescita e inflazione USA.
- Portiamo a **overweight l'obbligazionario governativo core Eurozone**. Il repricing occorso a fronte della presentazione del pacchetto fiscale tedesco, assai più importante delle attese, e della crescente aspettativa di un incremento della spesa per difesa da parte delle principali economie EU, è di entità elevata, ed ha restituito valore al comparto. Portiamo a **overweight i bond periferici** con l'idea che gli attuali livelli di spread siano da considerarsi «fair» alla luce del quadro macro, delle aspettative di politica monetaria e in considerazione del fatto che il massiccio easing fiscale in arrivo in Germania, oltre a supportare la crescita nell'Eurozona, vada a ridurre, a margine, il differenziale di merito di credito tra il Bund e gli emittenti periferici. Lasciamo a **neutral gli inflation link Eurozone**. Vediamo valore nei tassi reali, alla luce del ciclo di easing inaugurato dall'ECB a giugno. Ma riteniamo che i breakeven scontino a sufficienza i rischi inflattivi per il momento, anche alla luce del calo del petrolio.
- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario governativo UK**. Dopo il varo di un budget fiscale di autunno superiore alle attese, a imporre pressioni rialziste ai rendimenti UK sono intervenute le attese di un aumento robusto del budget di difesa. Riteniamo che i livelli, sulla parte medio lunga della curva, prezzino a sufficienza il possibile deterioramento delle finanze pubbliche legato all'aumento delle spese militari.
- Portiamo a **neutral l'obbligazionario emergenti in valuta locale**. La piega presa dagli eventi sul fronte trade war espone al rischio di una serie di svalutazioni da parte di Cina ed emergenti per contrastare l'impatto dei dazi. Lasciamo però a **overweight quello in valuta forte**.



### In sintesi

- Lasciamo a **underweight il debito corporate US Investment Grade**. Vediamo poco valore nell'attuale livello di spread, su minimi decennali. Lasciamo a **underweight il credito High Yield** ritenendo gli spread offerti siano troppo bassi in relazione alle condizioni finanziarie in divenire. 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**. Come per quello USA, non vediamo valore sui livelli attuali, ai minimi post Covid. Lasciamo a **underweight l'High Yield europeo** ritenendo che il comparto non sconti adeguatamente il deterioramento dei fondamentali in atto.
- Riguardo il credito finanziario, portiamo a **neutral** i subordinati **Additional Tier 1**. Al momento non si evidenziano segni di deterioramento dei fondamentali di banche e assicurazioni europee, ma alla luce del rialzo della volatilità dovuto al deterioramento dello scenario geopolitico, riteniamo sensata una stance di portafoglio più cauta. Manteniamo a **neutral** i Tier 2 e i **senior**.
- Lasciamo a **neutral** il **Dollaro**. Il quadro dei rapporti di forza si è ribaltato, con la crescita USA che sembra arrancare e quella europea sostenuta dallo stimolo fiscale in arrivo e dalle prospettive di pace in Ucraina. La Fed Funds Strip è tornata a scontare quasi 3 tagli dei tassi nel 2025. Ma il recente movimento sconta in gran parte questi sviluppi.
- Lasciamo a **overweight la Sterlina contro €**. Riteniamo che l'economia UK sia più robusta rispetto all'attuale consenso è che il deterioramento delle finanze pubbliche sia sovrastimato dal mercato obbligazionario e dei cambi.
- Portiamo a **overweight lo Yen contro €**. La Bank of Japan è l'unica banca centrale tra quelle del G10 a portare avanti una tightening bias. Lo Yen potrebbe ottenere supporto da ulteriori fiammate di risk aversion.





### In sintesi

- Lasciamo a **overweight il Franco svizzero**. Riteniamo che il Franco sia un buon hedge contro un impatto superiore alle attese delle politiche di Trump sull' economia europea, o contro possibili fiammate di risk aversion, anche di origine geopolitica
- Riguardo le Commodities, lasciamo a **underweight 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. Ma appare evidente come Trump intenda agevolare con ogni mezzo l'estrazione di greggio da parte degli USA. Anche la tregua tra Israele e Hamas è un moderato fattore negativo. Al momento la domanda sembra ristagnare un po', l'offerta, resta abbondante, e sussiste un crescente rischio che l'Arabia Saudita cambi tattica, anteponendo la necessità di puntellare la quota di mercato a quella di preservare i livelli di prezzo.
- Lasciamo a **overweight quelle industriali**, in quanto riteniamo che lo stimolo monetario e fiscale in Cina offra supporto al comparto
- Lasciamo a **overweight le commodity agricole** ritenendole sottovalutate sui livelli attuali. Inoltre, potrebbero diventare un complemento di un accordo commerciale USA - Cina.
- Lasciamo a **overweight i metalli preziosi**. L'impressione è che 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	■ downgrade	▲	
Area euro	■	▲ upgrade	
Italia	■	▲ upgrade	
UK	■ downgrade	▲	
Giappone	■	▼	
Cina	▲	■ downgrade	
Emergenti	■ downgrade	▲	
Valute vs Euro		Obbligazionario corporate	
USD	■	US investment grade	▼
GBP	▲	US high yield	▼
CHF	▲	Area € investment grade	▼
JPY	▲ upgrade	Area € high yield	▼
Materie prime		Area € finanziari Senior	■
Energetiche	▼	Area € finanziari Subord. T2	■
Industriali	▲	Area € finanziari Subord. AT1	■ downgrade
Agricole	▲		
Metalli preziosi	▲		

▲ = Overweight

■ = Neutral

▼ = Underweight



## Asset Allocation Strategica 2025

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 € finanziari Subord. T2	■
Metalli preziosi	▲	Area € finanziari Subord. AT1	▲

▲ = 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.