

2025

Anthilia
Capital Partners
SGR

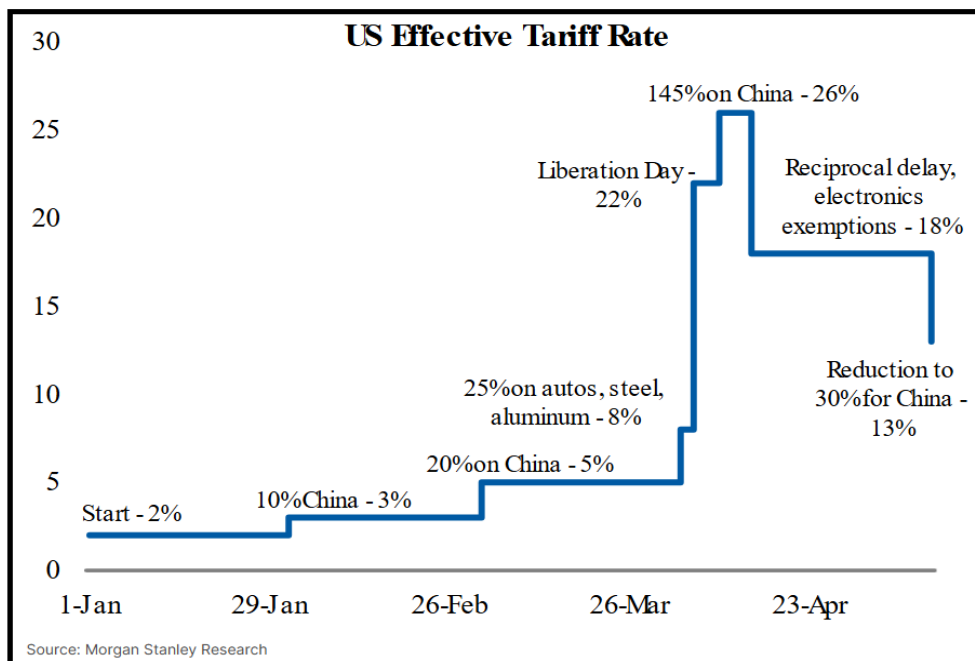
Analisi di scenario
Maggio 2025



Anthilia_{sgr}
Capital Partners



Dazi USA: Molto meglio, ma non bene.

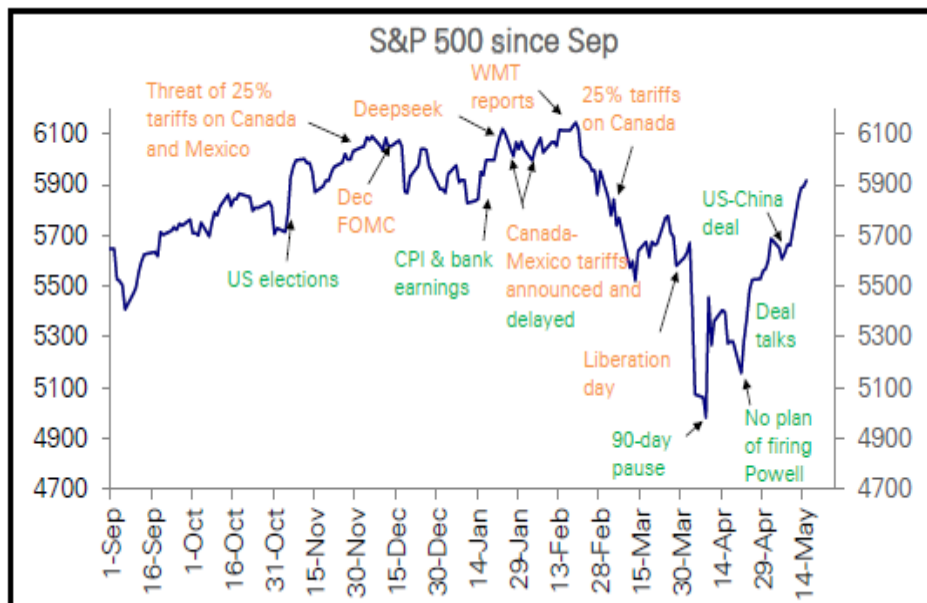


- Il quadro sul global trade è decisamente migliorato nelle ultime settimane:
 1. Il 9 aprile abbiamo avuto la moratoria di 90 giorni sui dazi reciproci
 2. Il 14 Aprile alcuni beni tech sono stati esentati dai dazi al 145% verso la Cina
 3. Il 7 maggio è stato annunciato ufficialmente il meeting tra USA e Cina di Ginevra
 4. L'8 maggio è arrivato il primo accordo commerciale USA, con UK
 5. Il 12 maggio è stato annunciato l'outcome del meeting di Ginevra, con calo dei dazi del 115% da entrambe le parti
- Per effetto di questi interventi, **la tariffa media sull'import USA si è praticamente dimezzata** rispetto ai massimi raggiunti a inizio aprile. **Resta però su livelli elevati in assoluto** (12-15% secondo le principali stime). Si tratta del massimo dagli anni '40.

- Bisogna considerare anche che **l'attuale assetto non è definitivo**: abbiamo in piedi solo moratorie di 90 giorni, e un accordo commerciale USA-UK ancora in gran parte da scrivere. In base alle dichiarazioni di Trump e Bessent (per quel che può valere) è **improbabile che i dazi scendano sotto il 10% per ogni paese**, e non tutti avranno la possibilità di un accordo.
- Dal lato positivo, è probabile che un nutrito gruppo di beni e settori merceologici potrà usufruire di dispense ed esenzioni dai dazi.
- In sintesi, **il quadro attuale lascia aperti 3 distinti interrogativi**:
 1. **Quanto danno ha fatto** al ciclo e al morale di aziende consumatori (e alla credibilità della comunicazione della Casa Bianca) **l'erraticità delle azioni di Aprile**
 2. **Quale impatto** ha sull'economia USA e globale **l'attuale assetto**
 3. **Quanto pesa** sul morale di aziende e consumatori, e quindi sui relativi piani di investimento e di spesa, **l'incertezza che caratterizza l'outlook sul trade**.

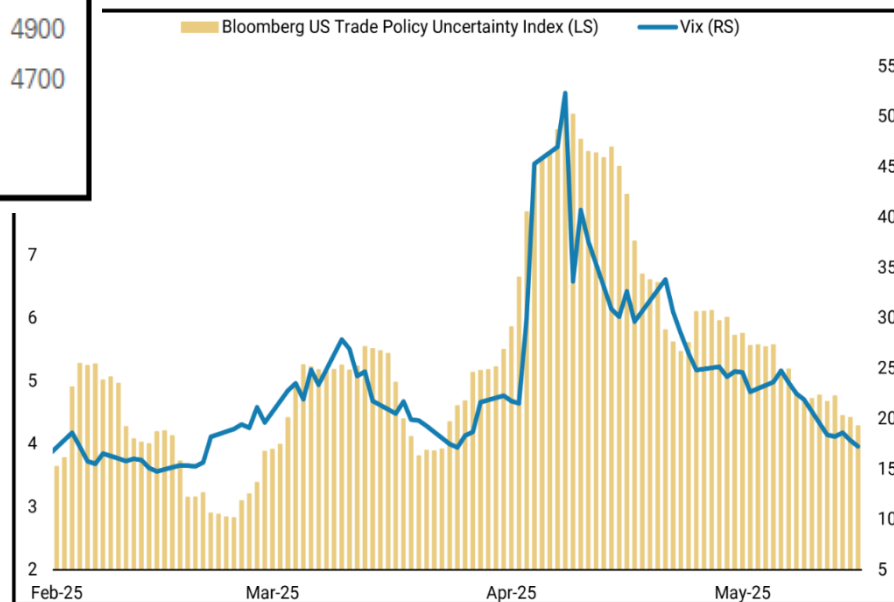


Esiste una Trump Put. Ma forse è un arma a doppio taglio.



- Una **Trump put** è sicuramente un **fattore supportivo per ciclo e azionario USA e globale**: alla luce delle ultime esperienze, è improbabile che l'Amministrazione Usa riproponga un set up in termini di dazi anche solo parente di quello di inizio aprile. Ulteriori fiammate di volatilità produrranno analoghe reazioni.
- Detto questo, la recente attenuazione della stanchezza USA e il risultato strappato dalla Cina a Ginevra avranno **rafforzato nei trading partners la percezione del proprio potere contrattuale**. Ciò, insieme col calo della volatilità e il rimbalzo del sentiment possono **indurre Trump ad accentuare nuovamente l'aggressività** allo scopo di rafforzare la propria posizione nelle negoziazioni.

- Dagli ultimi eventi sembra evidente come **la stanchezza dell'amministrazione USA sia sensibile alle pressioni da parte del ciclo e della performance di Wall Street**. L'outcome del meeting di Ginevra, con la Cina che, nonostante le rappresaglie, ottiene lo stesso trattamento degli altri paesi, ne costituisce un evidente esempio.
- Parimenti, è evidente a livello empirico che **il livello di incertezza sul trade ha un diretto impatto sulla volatilità degli asset**, anche se al rimbalzo di Wall Street hanno favorito anche altri fattori, come la qualità dell'earning season e il positioning.

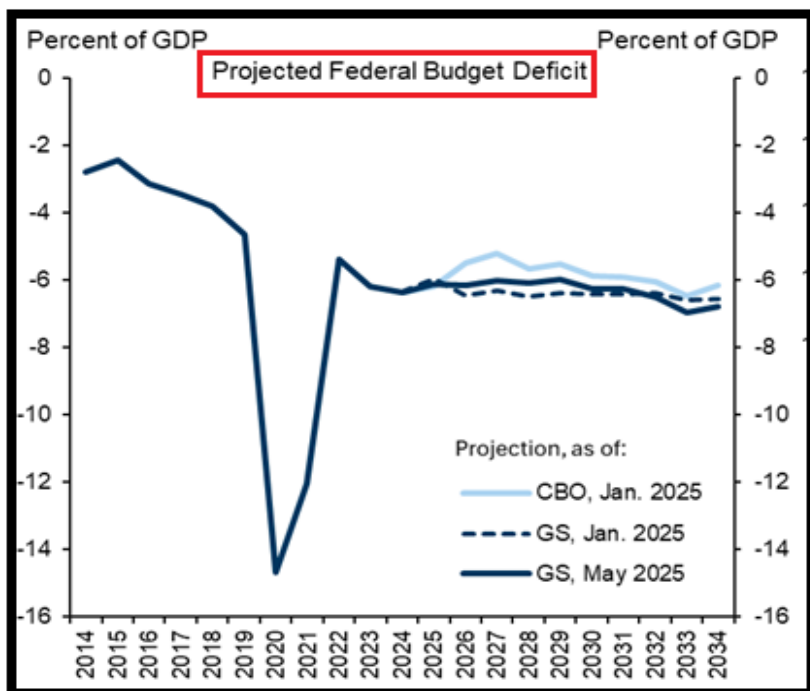


21/5/2025

Fonte : Deutsche Bank, Morgan Stanley



Stimolo fiscale in arrivo. Basta a compensare l'impatto dei dazi?

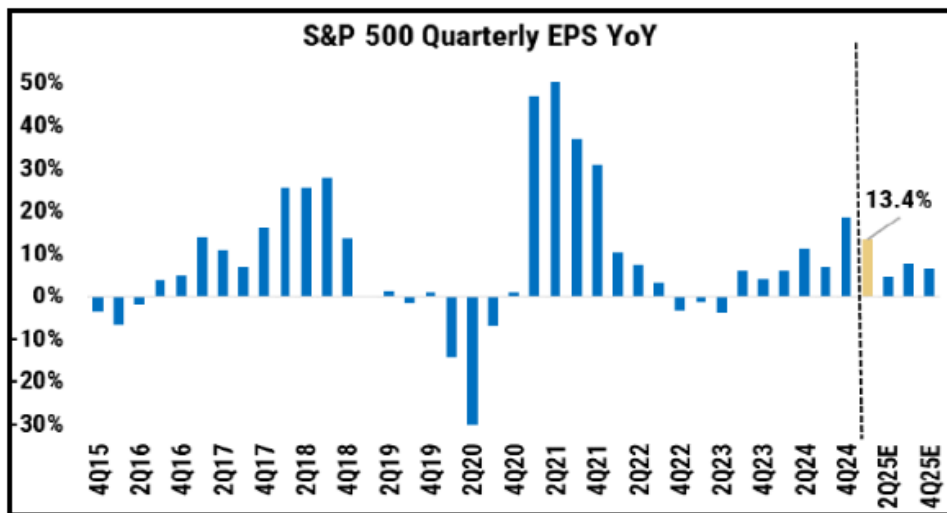


- Questo pacchetto, nella forma attuale, offre supporto al ciclo, per circa uno 0,7-0,8% del GDP nel 2026, rispetto allo status quo. A medio termine comporta un aumento del deficit di 0,4% del GDP nei prossimi anni, anche se questo esclude misure probabili come la proroga di deduzioni e detassazioni dal 2028 in avanti.
- Il Tax Cuts and Jobs Act del 2017 aveva comportato un aumento del deficit dal 3,4% del Gennaio 2018 al 4,90% del Febbraio 2020, pre Covid. La sua struttura era poi maggiormente pro business, con tagli alla Corporate tax e alle tasse sul reddito.
- Bisogna osservare che, nell'attuale assetto provvisorio, l'impatto stimato dei dazi in termini di tightening fiscal è maggiore di quello espansivo del pacchetto. Un aliquota media del 12-15% su 3 trilioni di \$ di import equivale a 350-450 bln, ovvero 1,1-1,4% del GDP (senza considerare l'impatto dei dazi sull'import). Ovviamente il gettito dei dazi andrà a far calare il deficit, liberando - eventualmente - risorse per ulteriore supporto fiscale. Ma bisogna tener conto dell'impatto, sul gettito, di distinti scenari di crescita.

- Il pacchetto fiscale in approvazione al Congresso al momento prevede il rinnovo dei tagli alle tasse individuali operati nel 2027 in base al Tax Cuts and Jobs Act (TCJA), con aggiunte in termini di importi deducibili child tax credit per uno 0,5% del GDP. Questi tagli scadranno nel 2028, ma sembra sensato attendersi che verranno rinnovati. Vengono poi secluse dal reddito mance e straordinari.
- Per le aziende è prevista l'estensione dei benefici in scadenza (Ammortamento al 100% per gli investimenti in attrezzature, deduzione completa dei costi di ricerca e sviluppo, e deducibilità degli interessi leggermente più generosa), con l'aggiunta di totale deducibilità dei costi di investimento in strutture di produzione manifatturiera.
- Questi fattori positivi sono in parte bilanciati dai tagli ai sussidi green, e tasse per chi opera in paesi che hanno condizioni definite «sleali» o discriminatorie verso gli USA.
- Vi sono poi fondi destinati a difesa e rimpatrio di immigrati
- Chiaramente il progetto di legge non è definitivo e può essere ancora modificato. Al momento l'approvazione è prevista per Agosto

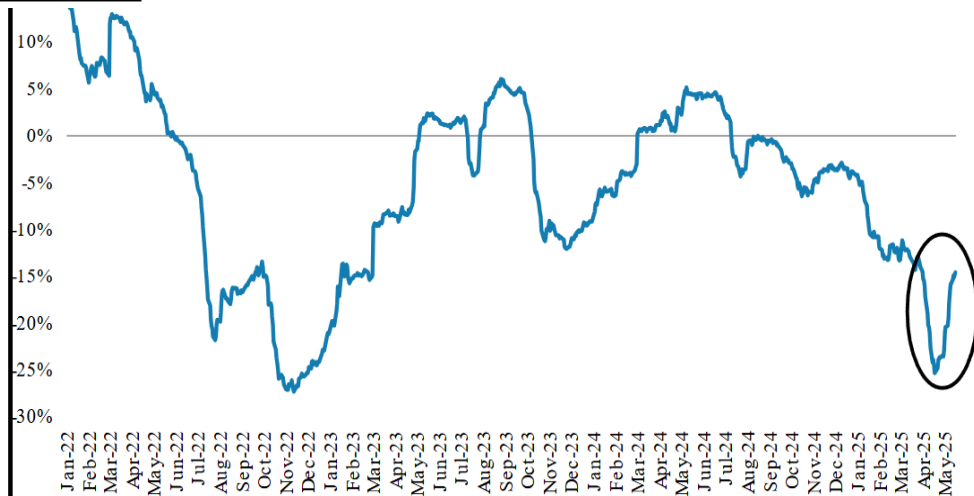


Earning Season US: buona. Ma il Q1 2025 non è mai stato un problema.



- **L'earning season Q1 2025 a Wall Street ha avuto un buon decorso:** con oltre il 90% delle aziende che hanno riportato, il 76% ha battuto le stime di EPS, in media di un 8% e il 51% quelle di fatturato, in media di un 0,7%. L'earning growth è del 12-13% anno su anno.
- Ma nel primo trimestre del 2025 difficilmente i bilanci delle aziende potevano essere stati già impattati dalla trade war. Le aliquote hanno cominciato a salire aggressivamente da inizio aprile. **Erano le guidance a poter mostrare in maniera chiara l'impatto della trade war sui conti aziendali.**

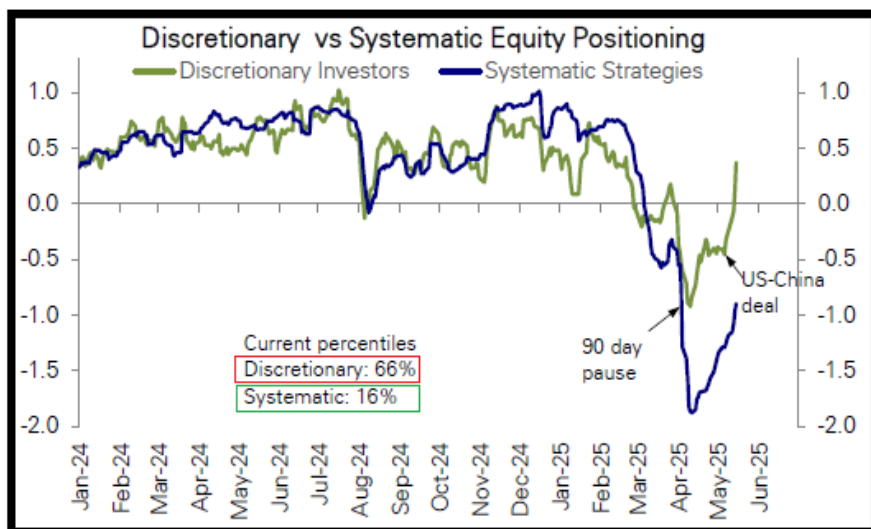
S&P 500 Earnings Revisions Breadth



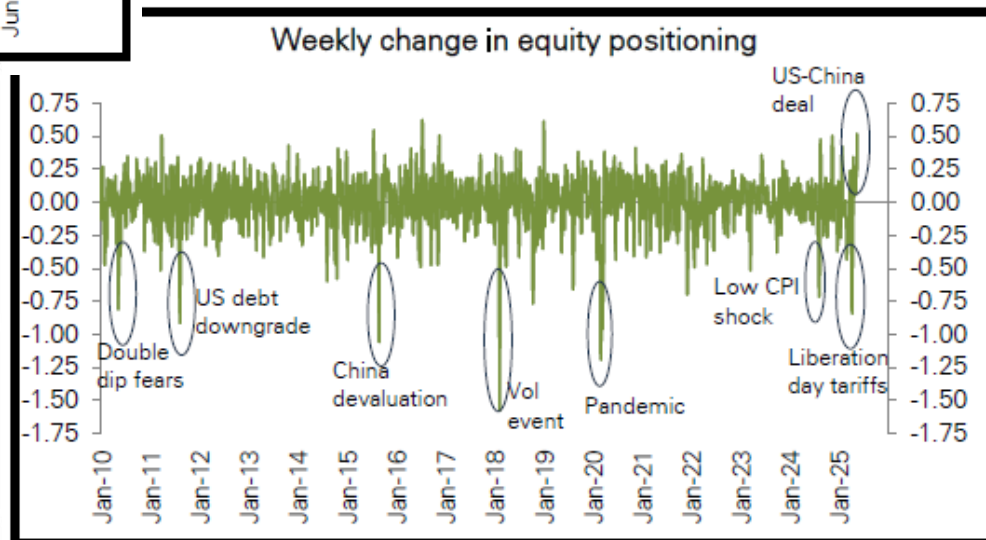
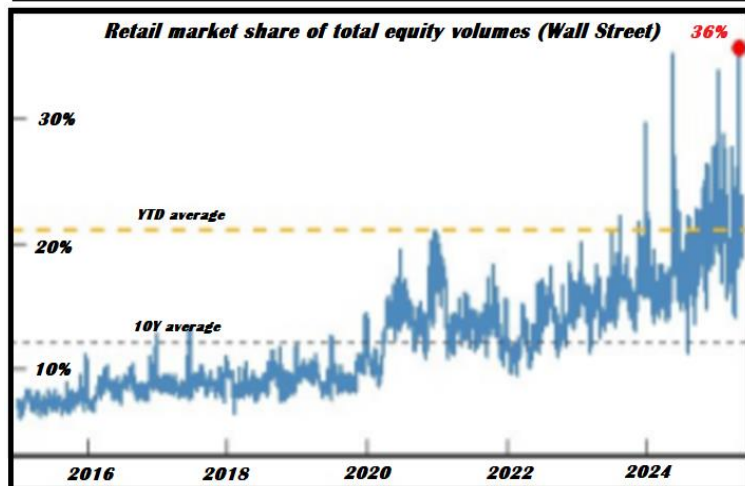
- In effetti **un impatto degli eventi di Aprile sulle guidance vi è stato:** alcune aziende le hanno ritirate senza sostituirle. Altre le hanno abbassate, altre ancora le hanno pubblicate chiarendo che non contenevano l'impatto dei dazi, in quanto troppo incerto nell'entità.
- Ma **in aggregato le guidance sono state abbassate meno delle attese.** Evidentemente, di fronte ad un quadro molto incerto, **buona parte dei CEO ha optato per mantenere lo status quo, in attesa di maggiori elementi.**
- Un atteggiamento premiato dalle circostanze, alla luce del citato ridimensionamento delle aliquote con la Cina, e il rapido miglioramento del newsflow.
- Non a caso le earning revisions hanno recuperato di recente, pur restando negative di un 15% netto.



Sentiment e positioning: quasi neutrale.

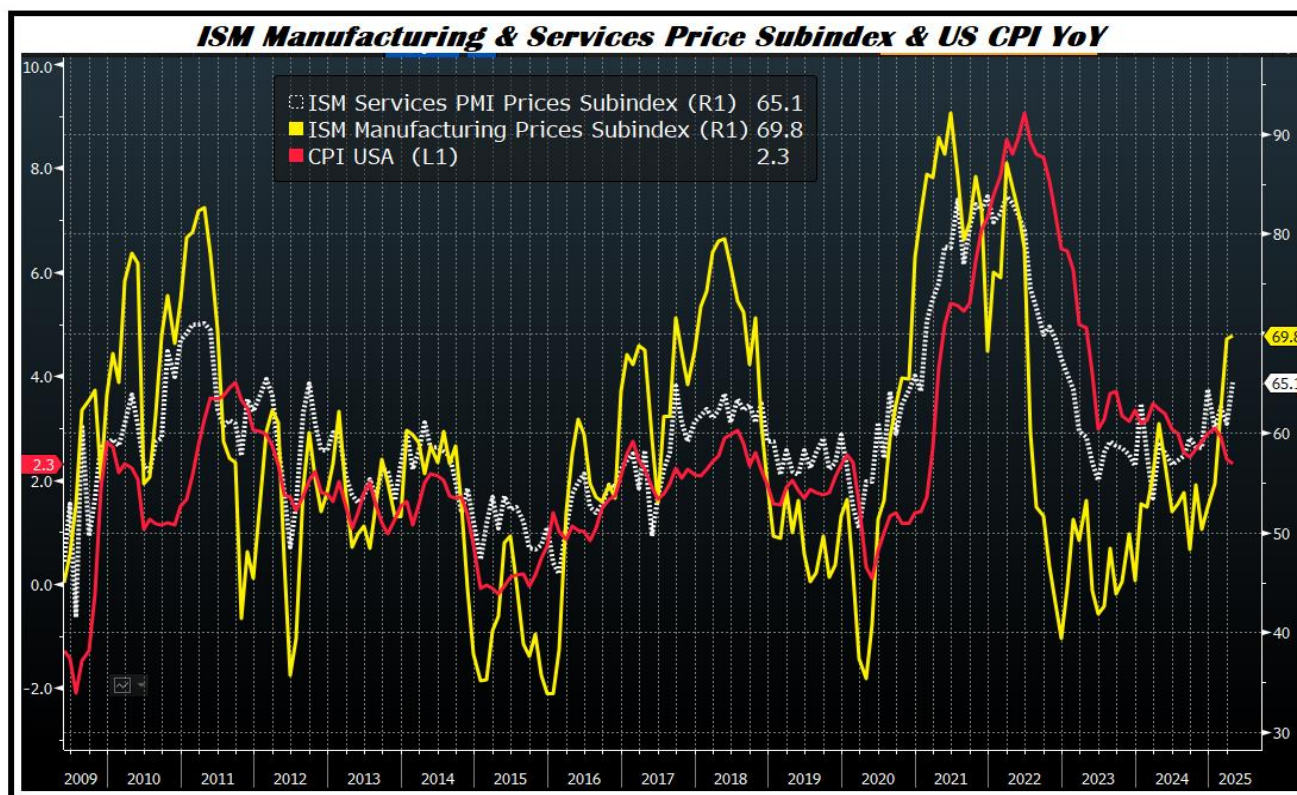


- La notizia dell'accordo USA – Cina ha prodotto **una brusca modifica del positioning** secondo il monitor di Deutsche Bank. Il dato aggregato è ora moderatamente underweight (29mo percentile).
- **A cambiare radicalmente posizione, i portafogli discrezionali**, passati ad un moderato overweight. Restano underweight, e a rischio squeeze, le strategie quantitative
- Uno sguardo alla percentuale dei volumi totali assorbita dal retail **suggerisce un elevato livello di euforia degli investitori privati**
- **Sui livelli attuali il positioning costituisce ancora un supporto per i corsi, ma di entità moderata.** Questo rende l'azionario USA più vulnerabile ad un deterioramento del newsflow macro





Inflazione USA: dati benigni, ma survey preoccupanti.



- Gli ultimi dati inflattivi in US hanno sorpreso al ribasso, e mostrano ancora pochi segnali di un impatto dei dazi (qualche aumento sui prodotto elettronici). Ciò detto, bisogna tenere a mente che, **perché i prezzi salgano, serve che i beni e i semilavorati gravati dai dazi giungano sugli scaffali e nelle fabbriche**. Questo dovrebbe avvenire dal mese di maggio in avanti, con ulteriori ritardi possibili a causa dello smaltimento delle scorte accumulate per anticipare l'entrata in vigore delle tariffe.
- **I sottoindici dei prezzi degli ISM**, che in passato hanno anticipato i rialzi del CPI, **dipingono un quadro abbastanza preoccupante**,

21/5/2025

Fonte : Bloomberg



Rendimenti US: terranno le resistenze?



- Il mercato obbligazionario USA ha prestato poca attenzione ai dati di CPI e PPI in rallentamento e migliori delle attese. A spingere al rialzo i rendimenti sono stati principalmente 2 temi
 1. **Il timore che un marcato aumento del deficit** legato al piano fiscale di Trump trovi un parterre di investitori internazionali meno disposti a finanziarlo, per vari motivi (geopolitica, Dollaro, sentore di una monetizzazione da parte della Fed)
 2. **Attesa per l'impatto dei dazi sul CPI** tra la fine del secondo e il terzo trimestre del 2025
- A fronte di questi 2 potenziali focolai di debolezza, **i livelli attuali risultano invece «fair»** in caso di un incremento dei prezzi moderato, e un deficit che resti in linea con quello attuale o salga poco. E **offrono protezione** in caso di un marcato rallentamento del ciclo.



Fed: «wait and see approach»

Fed Funds expectations						
Region: United States »			Instrument: Fed Funds Futures »			
Target Rate	4.50		Pricing Date	05/20/2025		
Effective Rate	4.33		Cur. Imp. O/N Rate		4.331	
Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.	
06/18/2025	-0.086	-8.6%	-0.021	4.310	0.250	
07/30/2025	-0.354	-26.9%	-0.089	4.243	0.250	
09/17/2025	-0.946	-59.2%	-0.237	4.094	0.250	
10/29/2025	-1.494	-54.8%	-0.374	3.958	0.250	
12/10/2025	-2.198	-70.4%	-0.550	3.782	0.250	
01/28/2026	-2.614	-41.6%	-0.654	3.677	0.250	
03/18/2026	-3.065	-45.1%	-0.766	3.565	0.250	
04/29/2026	-3.324	-25.9%	-0.831	3.500	0.250	
06/17/2026	-3.650	-32.6%	-0.912	3.419	0.250	
07/29/2026	-3.834	-18.4%	-0.959	3.373	0.250	
09/16/2026	-4.064	-23.0%	-1.016	3.315	0.250	
10/28/2026	-4.134	-7.0%	-1.034	3.297	0.250	
12/09/2026	-4.005	+12.9%	-1.001	3.330	0.250	
01/27/2027	-3.924	+8.1%	-0.981	3.350	0.250	

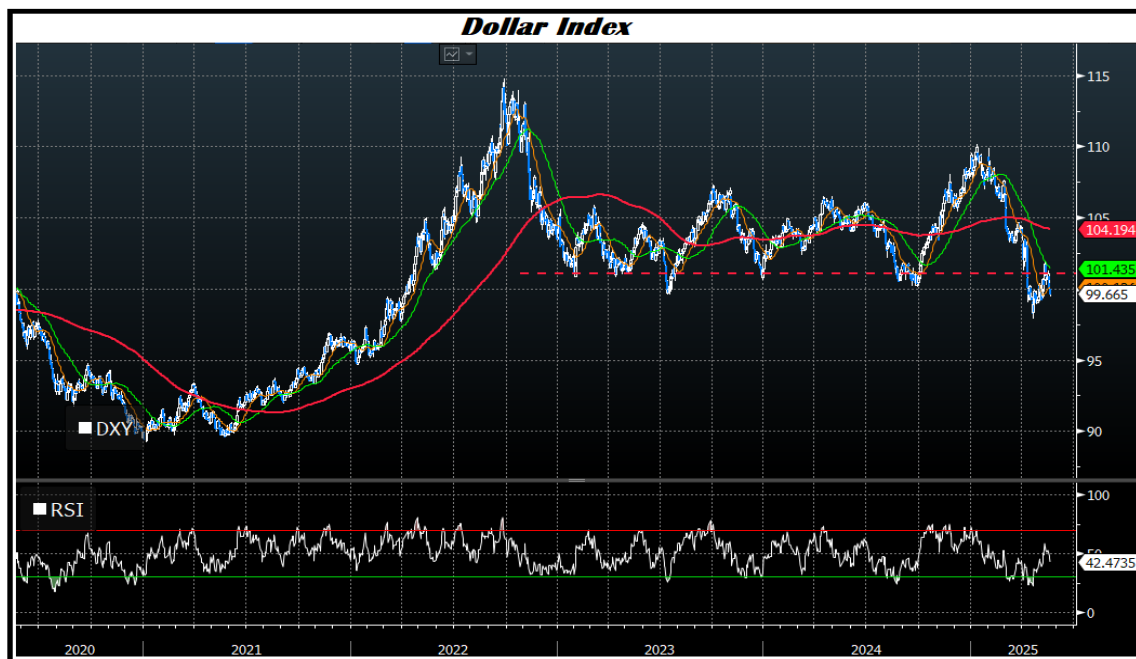
- A fronte di questo quadro la risposta unanime dei membri è che è **necessario aspettare che la situazione si chiarisca, prima di muoversi**.
- Si tratta di un approccio difficile da contestare, nell'attuale scenario. Però, considerando anche il ritardo con cui i dati macro informano sullo stato dell'economia, e le distorsioni che affliggono le serie in questa fase, **un approccio reattivo** (contrapposto ad uno *proattivo*) **rischia di giungere in ritardo a correggere i danni fatti al ciclo da dazi e incertezza**.
- In generale, **conflitto tra obiettivi e opacità del quadro rendono la politica monetaria meno efficace nel perseguire i suoi obiettivi**. E il **pricing del mercato** potrebbe rivelarsi **ottimistico**, in caso di un impatto inflattivo dei dazi

- I tassi a breve USA continuano a mantenere una discreta fiducia in **una prosecuzione della fase di easing**. La Fed Funds Strip sconta un taglio da 25 bps entro il FOMC di settembre quasi con certezza, e comodamente un altro taglio da 25 bps entro il FOMC di dicembre
- I membri Fed, per contro, continuano a ripetere che il quadro è estremamente incerto**, che l'impatto delle politiche dell'amministrazione Trump è imprevedibile e che c'è **un elevato rischio di trovarsi in un conflitto tra i 2 obiettivi FED**, ovvero in una situazione in cui il quadro sui prezzi richiede una politica monetaria più restrittiva e quello sull'occupazione invece una più espansiva.

***BOSTIC**: I WORRY A LOT ABOUT THE **INFLATION SIDE OF OUR MANDATE**
***BOSTIC**: HAVE TO **WAIT 3-6 MONTHS** TO SEE HOW UNCERTAINTY SETTLES
***WILLIAMS**: **WILL TAKE TIME BEYOND JUNE, JULY FOR CLEARER OUTLOOK**
***JEFFERSON**: APPROPRIATE TO **WAIT AND SEE** HOW POLICIES EVOLVE
***FED'S KASHKARI**: IT'S **WAIT-AND-SEE UNTIL WE GET MORE INFORMATION**
***HAMMACK**: **TREMENDOUS UNCERTAINTY** WEIGHS ON ECO ACTIVITY: AXIOS
***HAMMACK**: POLICIES TO COME COULD **OFFSET** TRADE POLICY EFFECT: AXIOS
***MUSALEM**: RANGE OF ECO POLICY OUTCOMES WIDE, **UNCERTAINTY HIGH**
***FED'S DALY**: 'DO THINK WE HAVE **A LOT OF TIME**' TO DECIDE NEXT MOVES
***FED'S DALY**: THE **NET EFFECT OF TRUMP ADMINISTRATION** TRADE, IMMIGRATION, OTHER **POLICES REMAINS UNKNOWN**



Dollaro: rischio asimmetrico?



- Il repricing del Dollaro occorso negli ultimi 3 mesi sembra riflettere una molteplicità di fattori:
 - Il deterioramento delle aspettative di crescita seguito agli annunci in termini di politica commerciale
 - Timori di una crisi delle finanze pubbliche legata all'intenzione dell'amministrazione Trump di aumentare lo stimolo fiscale finanziandolo con il deficit
 - L'uscita progressiva da parte degli investitori internazionali dagli asset USA, per motivi di matrice geopolitica o di valutazione relativa (end of US exceptionalism)

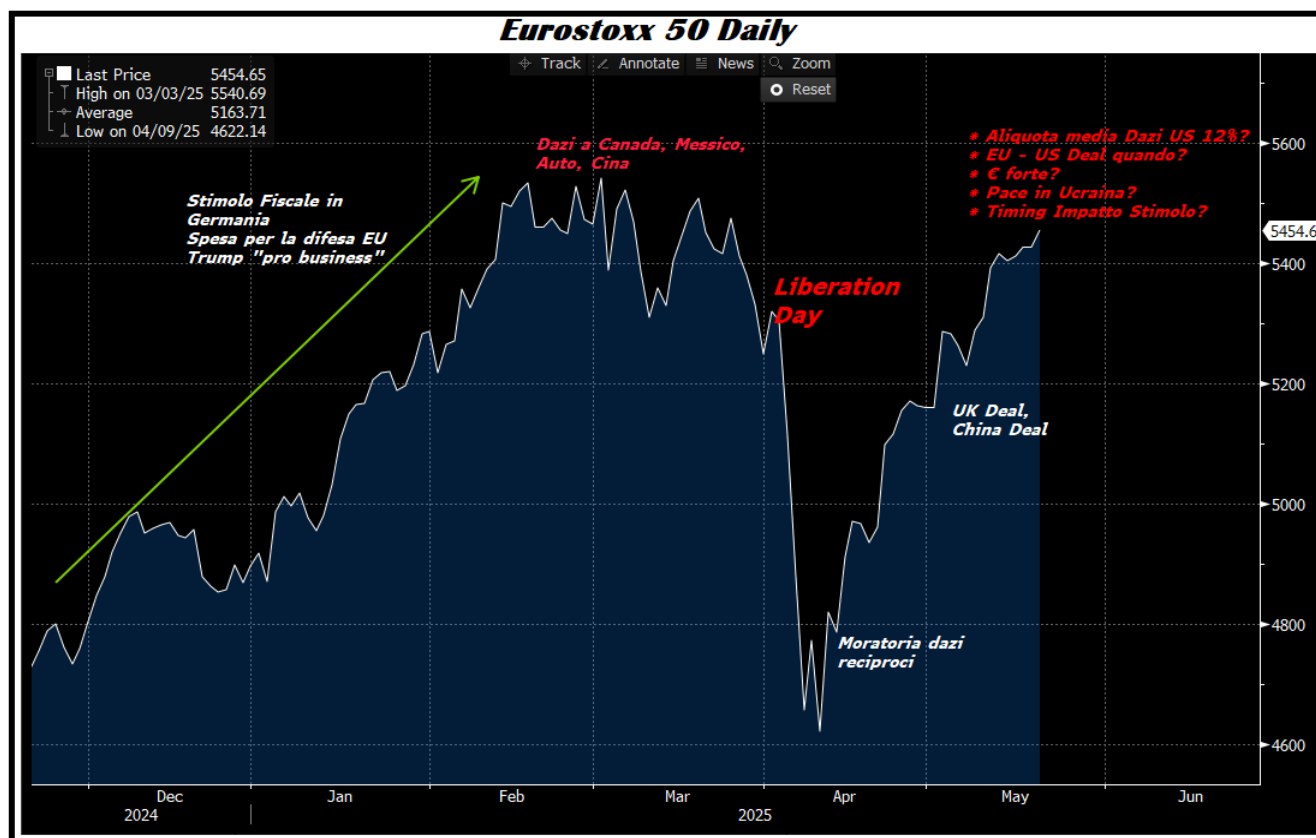
- Attualmente il Biglietto verde affronta 2 rischi distinti:

1. In caso di uno stimolo fiscale percepito come eccessivo, il **mercato dei treasury potrebbe finire sotto pressione** e, nella peggiore delle ipotesi, costringere la Fed e il Tesoro a supportarlo, iniettando Dollari su un mercato già debole.
2. Viceversa, un **mercato rallentamento del ciclo** sarebbe negativo per il Dollaro, sia che fosse di natura stagflattiva, oppure deflattiva, con conseguente aggressivo easing da parte della Fed

- Uno **scenario di soft landing per l'economia USA** per contro potrebbe avere implicazioni **moderatamente positive** per il Dollaro, tenuto conto che l'Amministrazione non vuole un cambio troppo forte, e che un progressivo riequilibrio dei flussi di investimento tra USA e resto del mondo resta probabile.
- Una posizione difensiva sul Dollaro costituisce un buon hedge contro i 2 tail risk illustrati sopra, ovvero una recessione o una crisi fiscale



L'Azionario Eurozone sconta uno scenario un po' troppo roseo?



- Infatti, come già osservato, l'assetto attuale in termini di dazi mostra un'aliquota media in doppia cifra, ai massimi dagli anni 40. Per l'EU i dazi reciproci sono in moratoria, e un deal con gli USA non sembra alle porte. L'€ si è significativamente rafforzato, il che costituisce un ostacolo aggiuntivo a export e utili. L'attesa pace in Ucraina sembra allontanarsi. E il grosso dell'impatto dello stimolo fiscale in Germania arriverà nel 2026.
- Su queste basi, l'azionario Eurozone sembra scontare, nel breve, uno scenario un po' troppo ottimista.

- L'azionario Eurozone ha recuperato interamente il crash seguito agli annunci dei dazi (Liberation Day), con molti indici che hanno segnato significativi nuovi massimi assoluti o relativi
- Gli arretramenti di Trump in materia di dazi sono materiali. Ma non si può parlare di un ripristino totale del quadro di inizio anno, caratterizzato da euforia per lo stimolo fiscale in arrivo e la caratteristica «pro Business» dell'amministrazione USA



In sintesi

- Manteniamo a **neutral l'azionario US**. Nonostante la moratoria sui dazi reciproci, l'accordo quadro USA–UK e l'accordo–moratoria con la Cina, l'assetto provvisorio in essere sui dazi vede ancora un'aliquota media a 2 cifre sull'import Usa. Un simile impianto costituisce un freno per l'economia USA di entità superiore, sulla carta, rispetto al potenziale stimolo riveniente dal nuovo pacchetto fiscale, i cui effetti si vedranno, eventualmente, non prima del quarto trimestre dell'anno. Il possibile impatto dei dazi sull'inflazione può impedire alla Fed di erogare easing monetario in quantità sufficiente a bilanciare il residuo impatto sul ciclo. A supporto dei corsi restano l'indebolimento della divisa, e il quadro tecnico favorevole, anche se il positioning sull'azionario USA è in corso di riequilibrio. La situazione resta estremamente fluida e imprevedibile, da cui la stance neutrale, in attesa che il quadro si chiarisca maggiormente.
- Portiamo tatticamente a **underweight l'azionario europeo**. Strategicamente, manteniamo una preferenza per l'azionario continentale rispetto a quello USA, in quanto crediamo che i deflussi da Wall Street in direzione dell'Europa continueranno nei prossimi trimestri. Nel breve ci pare che, in forza della recente performance, sui livelli attuali, le piazze europee scontino uno scenario abbastanza roseo, considerando che un accordo commerciale con gli USA non sembra in vista, l'€ si è apprezzato in maniera significativa, cosa che potrebbe pesare sugli utili nel secondo trimestre, lo stimolo fiscale deciso sarà realizzato lentamente, e le aspettative di cessate il fuoco in Ucraina non si stanno materializzando. Con valutazioni analoghe, portiamo tatticamente a **underweight l'azionario italiano**.
- Lasciamo a **neutral l'azionario UK**. La Gran Bretagna è stata il primo paese ad ottenere un accordo quadro con gli USA, in virtù della posizione commerciale neutra, ed del suo status di primo alleato. L'economia UK sta mostrando una crescita leggermente superiore alle attese.
- Lasciamo a **neutral l'azionario giapponese**. L'escalation sulla trade war è andata ad impattare su una borsa locale già messa in difficoltà dalla stance restrittiva della Bank of Japan (unica tra le banche centrali del G10). I livelli però sono più attraenti rispetto all'azionario EU. Manteniamo al momento allocazione neutrale per i medesimi motivi illustrati per azionario USA.
- Lasciamo a **overweight l'azionario cinese**. L'accordo moratoria ottenuto con gli USA a Ginevra mostra che Pechino conserva un discreto potere contrattuale nei confronti degli USA, ma questo non mette la parola fine allo scontro. Le Autorità cinesi sono però determinate a far sì che l'economia raggiunga il target di crescita per l'anno, ed erogheranno a questo scopo stimolo fiscale e monetario a sufficienza. Il settore tecnologico cinese resta attraente in termini di dinamicità e multipli, e dovrebbe fungere da traino per gli indici generali. Riteniamo che i flussi in uscita dal tech Usa verso quello cinese continueranno.



In sintesi

- Lasciamo a **neutral l'azionario Emergenti**. Vale il discorso fatto per la maggior parte degli altri mercati azionari. Attendiamo un chiarimento della situazione
- Portiamo a **Neutral l'obbligazionario US**. Riteniamo che tra maggio e giugno gli effetti dei dazi faranno la loro comparsa sui prezzi USA. La Fed Funds Strip sconta 2 tagli da 50 bps entro fine 2025, un discreto ammontare, vista l'incertezza sul fronte prezzi. L'effetto negativo sulla crescita dei dazi dovrebbe porre comunque un freno ai rialzi dei rendimenti della parte medio lunga della curva. L'entrata nel vivo, nei prossimi mesi, del processo di approvazione del pacchetto fiscale potrebbe però mantenere sul chi vive il mercato dei tassi. Nel caso il varo di uno stimolo fiscale eccessivo creasse i presupposti per una forte volatilità sul mercato dei Treasuries, riteniamo che la Fed fornirà liquidità o interverrà con un programma di acquisti, come ha fatto in passato, e come ha agito la bank of England in occasione della crisi del Governo Truss. Lasciamo a **overweight i treasuries inflation linked**. Con rendimenti reali superiori al 2% e i breakeven ancora su livelli non eccessivamente alti, il comparto costituisce un ottimo hedge contro un eventuale scenario stagflattivo causato dall'impatto di dazi su crescita e inflazione USA.
- Lasciamo 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. Riteniamo che l'impatto sull'economia dei dazi USA imporrà all'ECB una stance ancora più accomodante nei prossimi mesi. L'aumento del deficit tedesco avverrà gradualmente e interesserà solo marginalmente il 2025. Lasciamo a **overweight i bond periferici**. Il massiccio easing fiscale in arrivo in Germania, oltre a supportare la crescita nell'Eurozona, va a ridurre, a margine, il differenziale di merito di credito tra il Bund e gli emittenti periferici. Per questo motivo riteniamo che, in assenza di un marcato rallentamento macroeconomico/recessione uno spread stabilmente superiore a 100 punti base non sia più giustificato. Lasciamo a **overweight gli inflation link Eurozone**. Vediamo valore nei tassi reali, alla luce dei rischi sul quadro macro.
- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario governativo UK**. Vediamo valore sui livelli di rendimento attuali, che sono i più alti tra i paesi del G10.



In sintesi

- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario emergenti in valuta locale**. L'attenuazione della stance USA sui dazi ha messo i presupposti per un recupero del comparto, che si è in gran parte materializzato. Peraltro, ulteriori apprezzamenti potrebbero essere vanificati da un calo del Dollaro, che costituisce la divisa di riferimento per gli emerging in valuta locale. Attendiamo che si chiarisca il quadro prima di intervenire. Lasciamo a **overweight quello in valuta forte**.
- Lasciamo a **underweight il debito corporate US Investment Grade**. Riteniamo che il comparto sconti in maniera insufficiente i rischi per il quadro macro USA e i bilanci delle aziende americane derivanti dall'imposizione di dazi rilevanti. 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 continueremo ad assistere 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. Analogamente lasciamo a **underweight l'High Yield europeo** ritenendo che il comparto non sconti adeguatamente il deterioramento dei fondamentali in atto.
- Riguardo il credito finanziario, lasciamo a **neutral** i subordinati **Additional Tier 1, i Tier 2** e i **senior**. In risposta alla deregulation di Trump, l'EU sta predisponendo una taskforce, con l'obiettivo di studiare una semplificazione della regolamentazione bancaria che sia *capital neutral*, ma faciliti l'erogazione di credito alle aziende. In questo contesto, e anche alla luce dei risultati del primo trimestre, manteniamo un approccio moderatamente costruttivo su tutta la *capital structure* e monitoriamo attentamente in comparti alla ricerca di opportunità di investimento con un profilo di rendimento adeguato al rischio dello strumento sottostante.
- Portiamo a **underweight il Dollaro**. In questa fase incerta il biglietto verde affronta 2 rischi distinti. In caso di uno stimolo fiscale eccessivo, il mercato dei treasury potrebbe finire sotto pressione e nella peggiore delle ipotesi costringere la Fed e il Tesoro a supportarlo, iniettando Dollari su un mercato già debole. Viceversa, se lo stimolo fiscale si rivelasse insufficiente a supportare un ciclo maturo e gravato dai dazi il Dollaro potrebbe patire un rapido easing della Fed. Una posizione difensiva sulla valuta USA costituisce un buon hedge contro questi 2 *tail risk*.
- Lasciamo a **overweight la Sterlina contro €**. Sui livelli attuali il Pound non sembra scontare a sufficienza la posizione migliore in cui si trova UK in termini di rapporti commerciali con gli USA, e la maggior resilienza della sua economia.



In sintesi

- Lasciamo 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 continuare a ottenere supporto da ulteriori fiammate di risk aversion. Lasciamo a **overweight il Franco svizzero**. Riteniamo che il Franco continui a costituire un buon hedge contro un impatto superiore alle attese delle politiche di Trump sull' economia europea, o altri possibili focolai 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. Al momento il deterioramento del quadro macro globale sta pesando sulla domanda, mentre l'offerta, resta abbondante, e sussiste un crescente rischio che l'Arabia Saudita cambi definitivamente tattica, privilegiando la necessità di puntellare la quota di mercato a quella di preservare i livelli di prezzo.
- Lasciamo a **neutral quelle industriali**, in quanto riteniamo che il deterioramento del quadro macro globale costituirà un freno per i corsi.
- Lasciamo a **overweight le commodity agricole** ritenendole sottovalutate sui livelli attuali. Inoltre, potrebbero avvantaggiarsi di un definirsi di un accordo commerciale USA – Cina, che sicuramente prevederà incrementi di acquisti.
- Lasciamo a **overweight i metalli preziosi**. L'aumento dell'incertezza e delle frizioni geopolitiche e commerciali sta continuando ad alimentare la domanda. A medio termine la domanda da parte delle Banche Centrali e quella proveniente dall'Asia continueranno a supportare i corsi. 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

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

Valute vs Euro

USD	▼	downgrade
GBP	▲	
CHF	▲	
JPY	▲	

Materie prime

Energetiche	▼	
Industriali	■	
Agricole	▲	
Metalli preziosi	▲	

Obbligazionario governativo

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

Obbligazionario corporate

US investment grade	▼	
US high yield	▼	
Area € investment grade	▼	
Area € high yield	▼	
Area € finanziari Senior	■	
Area € finanziari Subord. T2	■	
Area € finanziari Subord. AT1	■	



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.