



2025

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Giugno 2025



Anthilia^{sgr}
Capital Partners



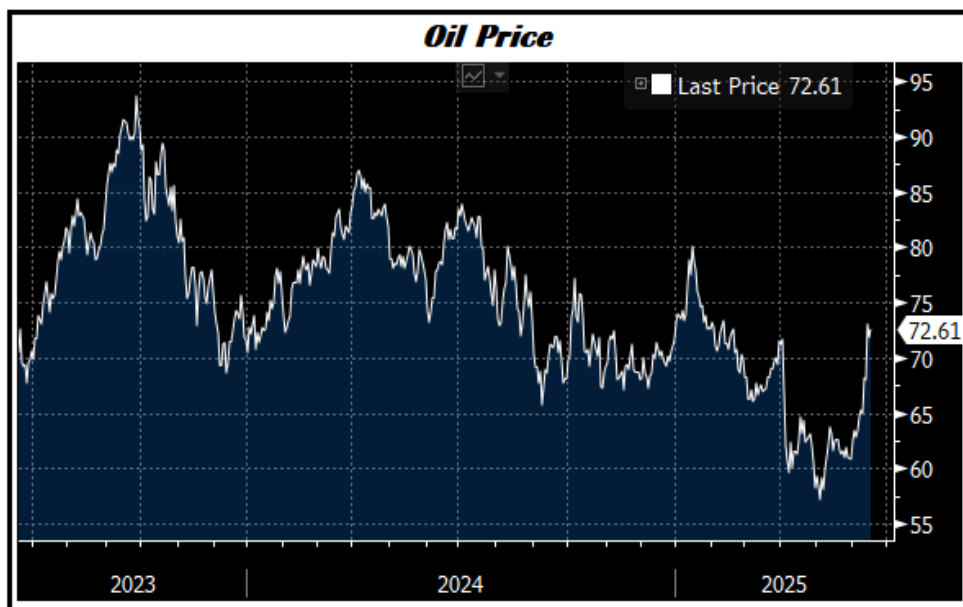
Quale scenario per la crisi Israele - Iran 1/2



- Giovedì 12 Giugno Israele ha rotto gli indugi e ha lanciato un attacco diretto sull'Iran, con lo **scopo dichiarato di mettere fine al programma di arricchimento dell'Uranio**, considerato una minaccia esistenziale per il paese. Presumibilmente, accanto a questo intento esplicito vi è quello di **tentare di rovesciare un regime radicale** che non ha mai nascosto l'intento di annientare Israele.
- Alla base della decisione, probabilmente la percezione dell'inefficienza dell'apparato militare dell'Iran, chiaramente esposto dalla scarsa efficacia della rappresaglia del primo Ottobre 2024, e ulteriormente fiaccato dall'attacco Israeliano del 26 ottobre.
- Dopo 4 giorni di raid aerei su obiettivi militari e nucleari, Israele sostiene di aver distrutto un terzo dei lanciamissili iraniani e di controllare lo spazio aereo iraniano. Modesti i risultati degli attacchi iraniani: secondo alcuni report l'Iran avrebbe già usato circa la metà della sua scorta di missili, riuscendo a mandarne a segno meno del 10%, con risultati modesti in termini di vittime e danni.
- I media occidentali hanno riportato che l'Iran sta cercando di fare *de-escalation* e hanno citato funzionari arabi secondo cui esponenti iraniani avrebbero affermato che Teheran è aperta a un ritorno ai negoziati, a condizione che gli Stati Uniti non partecipino all'attacco. Ma altre fonti hanno negato. Il Presidente iraniano Masoud Pezeshkian ha continuato a minacciare "severe" reazioni se gli Stati Uniti non freneranno Israele, e ha inoltre difeso separatamente il "diritto" dell'Iran all'energia nucleare e alla ricerca a scopi pacifici. Posizioni chiaramente inaccettabili per Israele e USA.
- Allo stato attuale, **non si vede perché Israele debba fermarsi prima di aver ottenuto il suo obiettivo esplicito, e magari anche quello finale**. L'Iran sembra alle corde, e desideroso di un cessate il fuoco che non conviene per nulla a Netanyahu, e presumibilmente nemmeno agli USA.



Quale scenario per la crisi Israele – Iran 2/2



- Dopo una fase di moderata tensione all'indomani della notizia dell'attacco, **i mercati sembrano progressivamente abbracciare uno scenario di sconfitta dell'Iran e definitiva eliminazione della minaccia nucleare.** Petrolio e oro hanno parzialmente ritracciato e l'azionario si è ripreso.
 - Salvo sorprese o ripensamenti la reazione degli asset ad una guerra conclamata tra Israele e Iran sembra alla fine alquanto contenuta.
 - Chiaramente, tra i principali veicoli di impatto di una crisi del genere sull'economia vi è **il prezzo del petrolio**, per l'impatto stagflattivo che può avere un mercato rialzo
 - In questo senso, Israele sembra aver scelto bene il periodo: **il petrolio è in trend discendente**, in virtù di un'offerta abbondante, dei dubbi sulla tenuta del ciclo e del chiaro gradimento dell'amministrazione USA per un prezzo basso.
- I principali scenari ipotizzabili per la fine di questa crisi sono, a nostro modo di vedere, 4:
 1. **Un accordo per un cessate il fuoco, con rinuncia dell'Iran al programma nucleare:** 20%. A questo punto sembra improbabile che Israele e gli USA possano accontentarsi di ciò. Meglio eliminare la minaccia iraniana per sempre.
 2. **Un successo totale di Israele, con sconfitta dell'Iran, distruzione del programma nucleare, semi annientamento delle forze militari e indebolimento del regime:** 30%. Gli USA potrebbero optare per un mantenimento di un Khamenei indebolito piuttosto che rischiare l'ignoto
 3. **Un rovesciamento del regime:** 35%. Israele e gli USA non si lasciano sfuggire l'occasione di eliminare la principale fonte di instabilità dell'area, dopo aver fortemente indebolito Hamas e Hezbollah. Una sorta di nuovo assetto in medio oriente.
 4. **Una resistenza oltre le attese dell'Iran:** 15%. Un regime alla disperazione potrebbe optare per giocarsi il tutto per tutto: blocco dello stretto di Hormuz, attacco agli impianti petroliferi dell'area. La crisi si prolungherebbe oltre le attese del mercato. Si tratta dell'unico outcome non market friendly.



Eventi geopolitici: L'impatto sull'azionario è quasi sempre temporaneo

S&P 500 Selloffs & Recoveries around geopolitical events

Event*	Event date	Time to bottom**	Time to recover**	Size of selloff (%)	Returns from trough (%)				
					1w	1m	3m	6m	12m
WW-II Germany annexes Czechoslovakia	15-Mar-39	22	108	-20.5	2.3	8.3	8.5	23.2	18.9
WW-II Germany attacks France	9-May-40	22	745	-25.8	11.0	10.9	17.1	18.0	9.2
WW-II Pearl Harbor	7-Dec-41	17	201	-10.8	8.6	6.5	-3.8	-1.1	15.3
N. Korea invades S. Korea	24-Jun-50	17	43	-12.9	4.8	11.2	19.2	29.2	31.4
Suez Crisis	29-Oct-56	17	131	-6.8	5.5	4.9	-1.4	6.2	-6.0
Berlin Wall built	13-Aug-61	25	18	-3.9	1.4	4.1	8.0	6.2	-14.6
Cuban missile crisis	14-Oct-62	7	9	-6.6	5.7	15.0	22.7	30.0	36.5
Assassination of President Kennedy	22-Nov-63	2	1	-2.8	5.2	6.7	11.5	16.0	23.9
Authorization of military operations in Vietnam	7-Aug-64	15	36	-3.2	1.3	1.7	4.8	7.3	5.8
Six Day Israel Arab war	5-Jun-67	20	40	-6.5	4.1	3.3	6.5	7.7	13.0
Assassination of Martin Luther King Jr	4-Apr-68	2	2	-0.6	3.5	5.8	8.2	11.2	7.9
Israel Arab war/Oil embargo	16-Oct-73	27	1475	-17.1	1.5	7.3	5.6	-2.0	-28.2
President Nixon impeachment proceedings	6-Feb-74	9	16	-6.6	1.8	9.1	0.9	-10.8	-13.3
Shah of Iran exiled	16-Jan-79	9	34	-4.6	1.8	1.3	1.9	8.7	19.7
Iranian hostage crisis	4-Nov-79	24	51	-10.2	3.5	7.7	16.4	7.3	29.3
Soviet invasion of Afghanistan	24-Dec-79	12	6	-3.8	4.4	9.4	-2.9	11.6	29.6
Invasion of Grenada	25-Oct-83	22	304	-6.3	2.2	2.1	-3.7	-0.8	4.3
Bombing of Libya	15-Apr-86	20	7	-4.9	3.7	5.7	6.2	5.0	23.5
First Gulf War	2-Aug-90	50	87	-15.9	3.5	6.2	6.7	27.8	29.1
President Clinton impeachment proceedings	19-Dec-98	6	5	-3.9	5.4	6.2	13.4	13.4	23.0
Kosovo bombing	24-Mar-99	4	9	-4.1	3.1	7.5	5.6	1.4	21.0
9/11 attacks	11-Sep-01	6	15	-11.6	7.8	11.1	18.5	19.4	-12.5
Iraq war	20-Mar-03	7	16	-5.3	3.7	8.0	15.8	20.0	32.8
Arab spring (Egypt)	25-Jan-11	2	3	-1.8	2.7	4.0	6.6	1.9	3.1
Intervention in Libya	19-Mar-11	18	29	-6.4	3.2	5.0	0.9	-3.3	11.7
Russian invasion of Crimea	1-Mar-14	6	13	-2.0	1.4	-0.6	5.2	7.8	11.5
Intervention in Syria	22-Sep-14	21	12	-7.4	4.7	9.5	8.4	13.0	9.1
Brexit vote	23-Jun-16	14	9	-5.6	5.1	8.3	8.0	13.4	20.9
Airstrike on Syrian airbase	7-Apr-17	32	16	-2.8	1.2	2.7	5.1	9.6	14.1
Russian invasion of Ukraine	25-Feb-22	20	16	-9.1	2.2	7.6	-1.3	-3.9	-4.3
Israel-Hamas War	7-Oct-23	13	8	-5.9	5.9	10.5	18.8	23.9	42.4
Israel-Iran Airstrike	1-Apr-24	16	19	-5.5	2.7	6.8	10.8	18.1	18.1
Median		17	16	-6.1	3.5	6.7	6.6	9.2	14.7
Average		16	109	-7.5	3.9	6.7	7.8	10.5	13.3

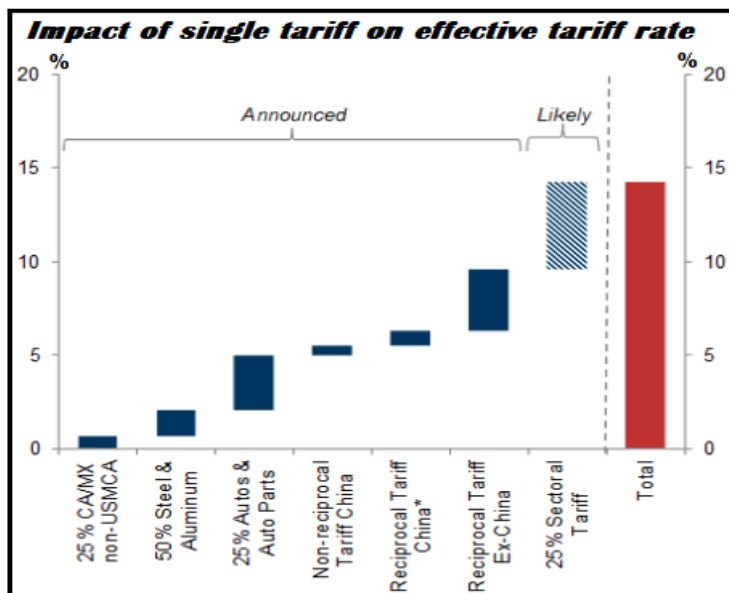
*shaded events occurred around recessions; **duration in trading days

- Le statistiche mostrano che la risposta media dell'azionario USA a eventi geopolitici è un calo del 6/7% nel corso di 3 settimane, e un recupero completo in un lasso di tempo analogo (la media indica tra 3 e 4 mesi a causa dei bear market).
- A ben vedere, casi in cui si sono verificate le performance peggiori e/o i tempi di recupero sono stati lunghi sono legati alla gravità dell'evento quanto al fatto che questo
 1. si sia verificato prima o nel corso di una recessione
 2. abbia avuto in altro modo impatto sugli utili aziendali (es 2022 inflazione e rialzi dei tassi)

- Questo concetto può essere esteso anche a eventi prettamente politici, economici, o fasi di volatilità (es 1987): In assenza di un forte impatto macro o sugli utili, sono destinati ad essere riassorbiti abbastanza in fretta.
- Usando una formulazione più generale, si può dire che **dopo la reazione all'evento, si riafferma il trend precedente, che non è necessariamente al rialzo.**



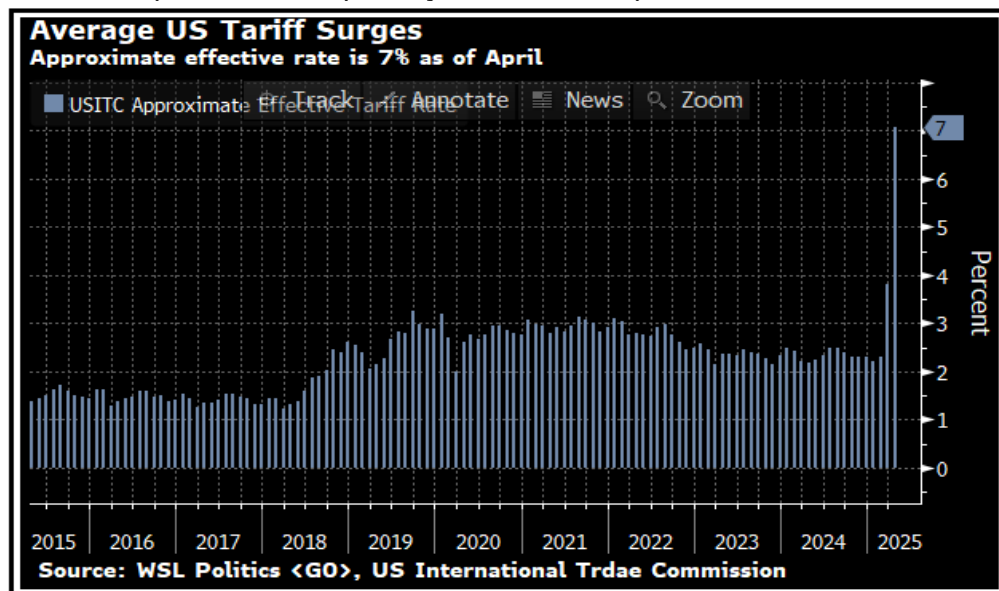
Assetto finale dei dazi: quadro sempre più opaco.



- **Ma questo atteggiamento ondivago è andato a detrimento del potere contrattuale di Trump:** Finora solo UK e, in parte, la Cina hanno firmato accordi quadro con gli USA
- Peraltro una stima dei dazi in vigore al momento, più una di quelli potenzialmente in arrivo, colloca l'aliquota media sull'import USA attorno al 14-15%, un livello comunque significativo e storicamente senza precedenti dagli anni 40 in poi.
- E comunque già ad aprile l'aliquota media avrebbe toccato il 7%, secondo una stima della United States International Trade Commission

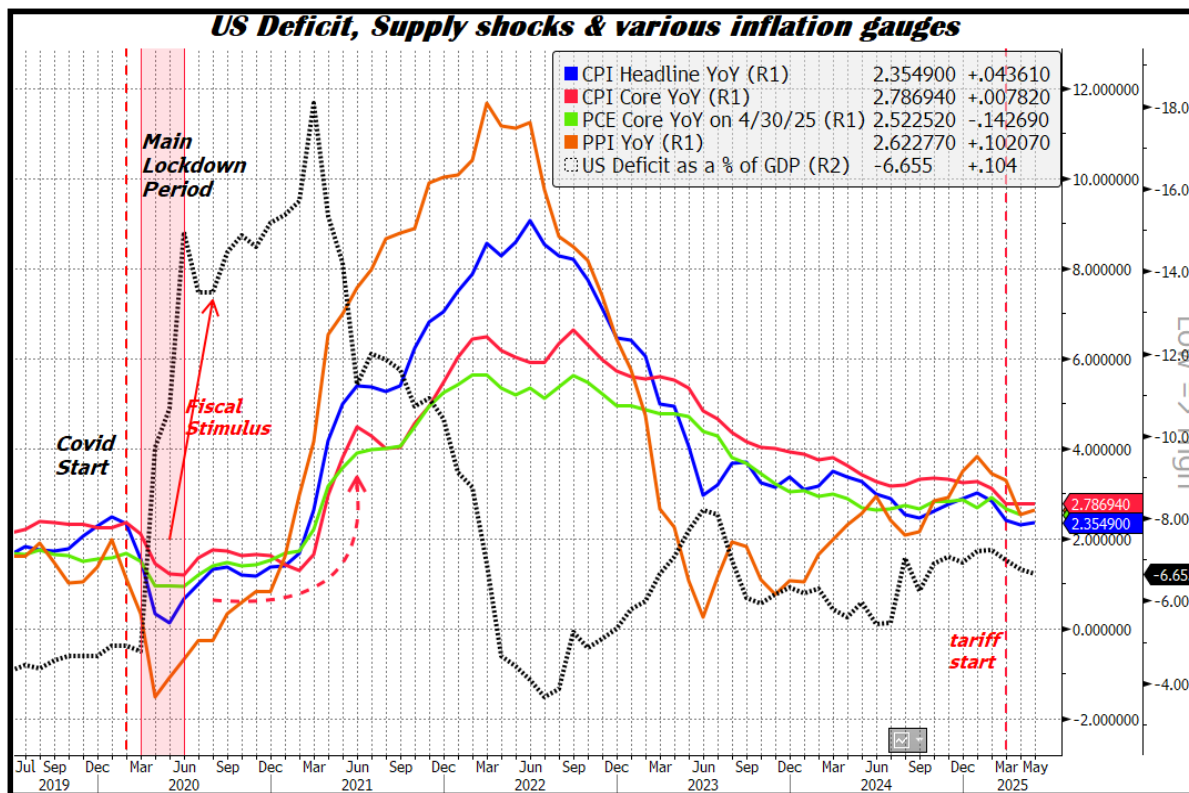
18/6/2025

- Negli ultimi 2 mesi il quadro sui dazi è progressivamente migliorato, grazie al **costante rinvio di tutti i provvedimenti più rilevanti**. Questo ha avuto un impatto decisamente positivo sul sentiment di mercato.
- Ciò detto, **il quadro al momento è quanto mai confuso**. E' difficile valutare l'entità di quello provvisorio attualmente in vigore: che dazi sta pagando attualmente la Cina, in base al nuovo *accordo*?
- Prospetticamente, il 9 luglio, giorno in cui dovrebbe scattare il ripristino dei dazi reciproci (e al 50% per l'EU) dista ormai poche settimane.
- A complicare le cose c'è poi il tema delle cause legali conto i dazi.
- **Il mercato trae sollievo dalla convinzione che qualunque provvedimento di impatto elevato verrà rinviato come successo finora** (TACO – Trump always Chickens out)





Il quadro inflattivo resta benigno... per ora.



- In generale, l'inflazione è un fenomeno cosiddetto *lagging*. Passa del tempo tra la comparsa delle cause di un aumento dell'inflazione, e l'effettiva salita della stessa.
- Recentemente abbiamo avuto un esempio spettacolare di questa regola: la pandemia di Covid ha iniziato a bloccare le catene di approvvigionamento nel primo trimestre del 2020, e l'esplosione dello stimolo fiscale è avvenuta tra la fine del primo trimestre e il secondo. Ma l'inflazione ha accelerato definitivamente oltre 6 mesi dopo. Al ritardo avrà certamente contribuito la recessione lampo causata dal Covid e dai lockdown

- Gli ultimi report sull'inflazione sono stati benigni: il tasso a 3 mesi annualizzato del CPI core è calato all'1,7% sotto il target Fed.
- Andando nel dettaglio, per il momento l'impatto dei dazi anche a Maggio appare modesto: rialzi nelle categorie, beni ricreativi, arredamento per la casa, parti e attrezzature per auto, ma non ancora nelle auto nuove, o nel vestiario.
- Questo impatto è stato bilanciato dai cali nei servizi turistici e tariffe aeree, settori la cui domanda è stata impattata negativamente dalle politiche di Trump.
- Vale la pena di notare nel periodo di rilevazione di questi dati il grosso della merce venduta proveniva da scorte e come tale non poteva essere impattata dai dazi



Fed: nessun motivo di cambiare la stance «wait and see»

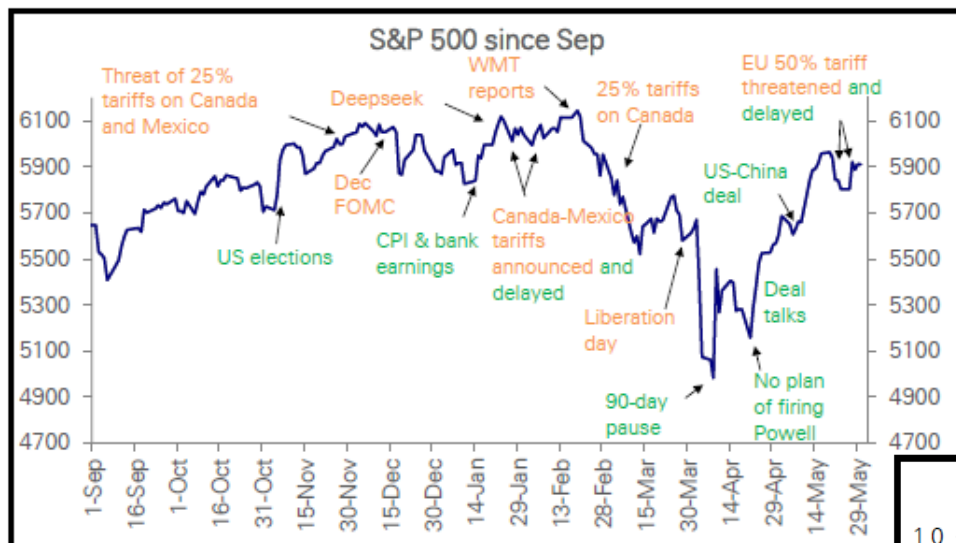
Fed Funds path expectations (by Fed Funds Strip)						
Region: United States »			Instrument: Fed Funds Futures »			
Target Rate	4.50		Pricing Date	06/17/2025		
Effective Rate	4.33		Cur. Imp. O/N Rate	4.329		
Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.	
06/18/2025	-0.002	-0.2%	+0.000	4.328	0.250	
07/30/2025	-0.126	-12.4%	-0.031	4.298	0.250	
09/17/2025	-0.687	-56.1%	-0.172	4.157	0.250	
10/29/2025	-1.186	-49.9%	-0.296	4.033	0.250	
12/10/2025	-1.834	-64.9%	-0.459	3.870	0.250	
01/28/2026	-2.166	-33.1%	-0.541	3.788	0.250	
03/18/2026	-2.649	-48.4%	-0.662	3.667	0.250	
04/29/2026	-2.936	-28.6%	-0.734	3.595	0.250	
06/17/2026	-3.401	-46.6%	-0.850	3.479	0.250	
07/29/2026	-3.716	-31.4%	-0.929	3.400	0.250	
09/16/2026	-4.015	-29.9%	-1.004	3.325	0.250	
10/28/2026	-4.146	-13.1%	-1.036	3.293	0.250	
12/09/2026	-4.344	-19.8%	-1.086	3.243	0.250	
01/27/2027	-4.296	+4.8%	-1.074	3.255	0.250	

- I treasuries non si sono fatti influenzare troppo dagli ultimi report di inflazione benigni. I rendimenti hanno corretto un po' dai livelli elevati di fine maggio, ma restano nella parte alta del range degli ultimi 4 mesi.
- Aspettative di un annacquamento del Big Beautiful Bill in discussione alla House hanno avuto un ruolo in questa correzione.
- **La Fed potrebbe** adottare un atteggiamento analogo a fronte del quadro inflattivo, **ovvero mantenere inalterata la stance** che li vede aspettare ulteriori informazioni riguardo i suoi 2 obiettivi per decidere come muoversi.

- La curva monetaria USA continua a scontare un intorno di 2 tagli da 25 bps entro fine anno, e 4 tagli abbondanti entro fine 2026, con un terminal rate di 3,25% circa. **La dispersione di scenari attorno a questo percorso però è elevata.** Un aumento dell'inflazione potrebbe impedire al FOMC di muoversi nei prossimi mesi. Viceversa un rallentamento macro potrebbe portare a curva a prezzare un numero maggiore di tagli e comportare significativi cali dei rendimenti.
- Gli indicatori anticipatori continuano a indicare un aumento dei prezzi nei prossimi mesi, mentre le attese dei consumatori restano elevate ma si sono ridimensionate.

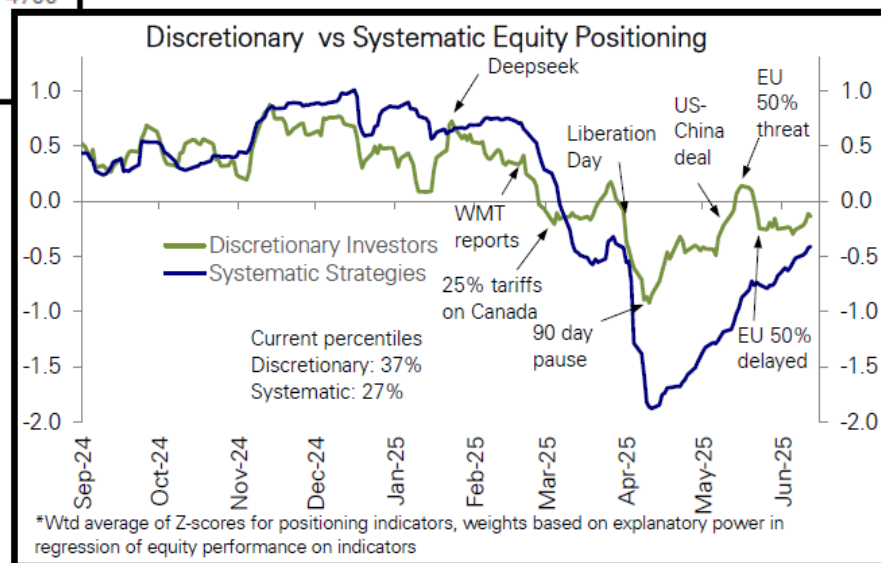


Il positioning ha reagito al miglioramento del quadro sul trade e al rally equity



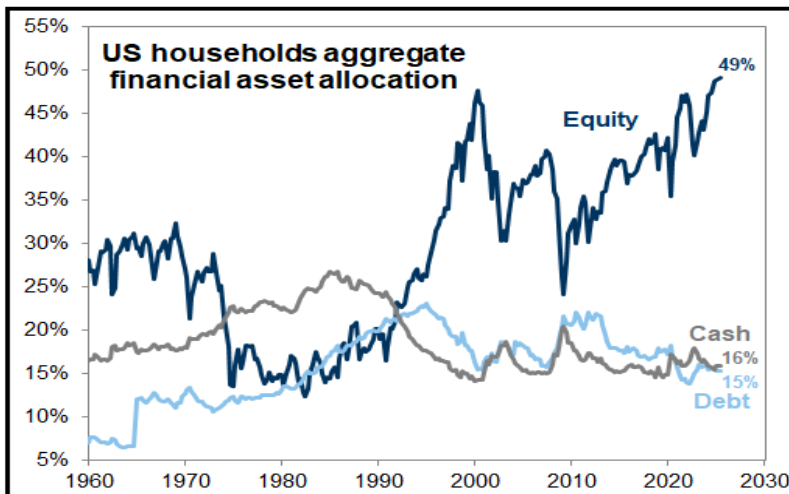
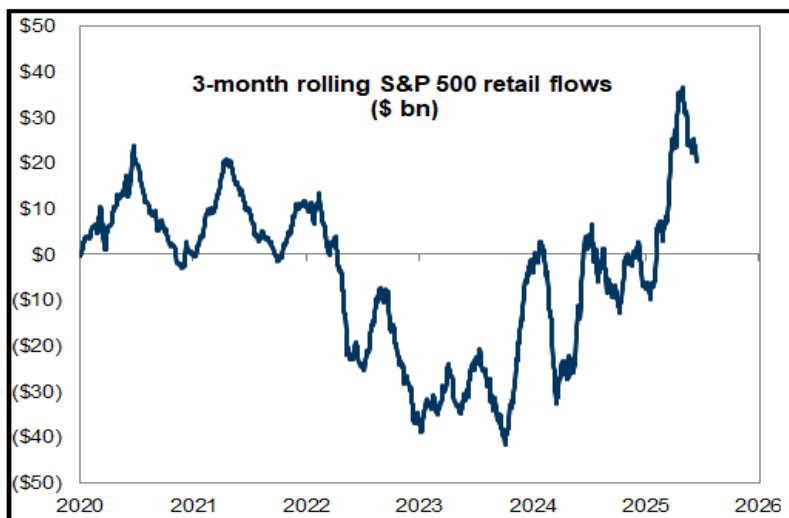
- Prospetticamente, **incombe la data del 9 di Luglio**, entro la quale, in assenza di accordi, **i dazi dovrebbero ritornare a salire**.
- Per il momento, il carniere di Trump in termini di deal resta abbastanza vuoto, UK a parte e considerando anche la tregua armata con la Cina. In oltre 2 mesi nessuno degli accordi considerati «facili» (India, Giappone, Corea) è entrato, mentre con l'EU i contatti sono sporadici e i progressi scarsi, come ammettono entrambe le parti.
- Sembra sensato attendersi quindi **una prosecuzione dello stop and go osservato negli ultimi mesi**, con brevi fasi di tensione seguite da periodi di sollievo. Un andazzo a cui il mercato si è assuefatto. Ma un impatto sul ciclo in estate non è da escludere.

- Nell'ultimo mese un news flow più misto sul fronte trade, e l'impatto di altri catalyst (i.e. Iran) ha reso la performance azionaria US e globale un po' più ondivaga, ma **Wall Street resta nei pressi dei massimi** di periodo.
- Gli investitori continuano a trovare conforto dalla **generale attenuazione della stance sul trade**, e dalla percezione che l'Amministrazione USA sia sensibile alle pressioni del mercato. Non a caso **il positioning ha continuato a normalizzarsi**, con gli investitori discrezionali che si mantengono nei pressi della neutralità e le strategie quantitative che hanno continuato a incrementare, anche se restano sottopese

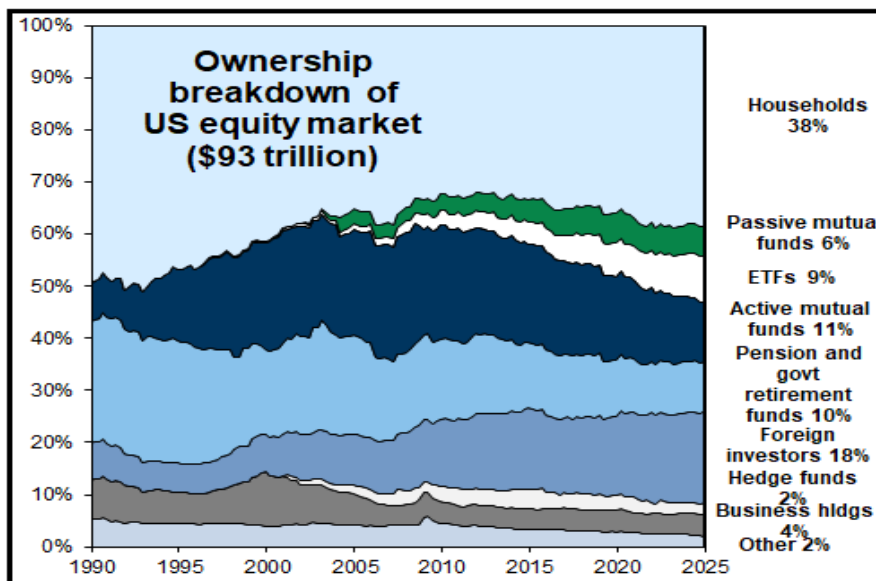




L'euforia del retail è un supporto di breve, ma una preoccupazione a medio termine

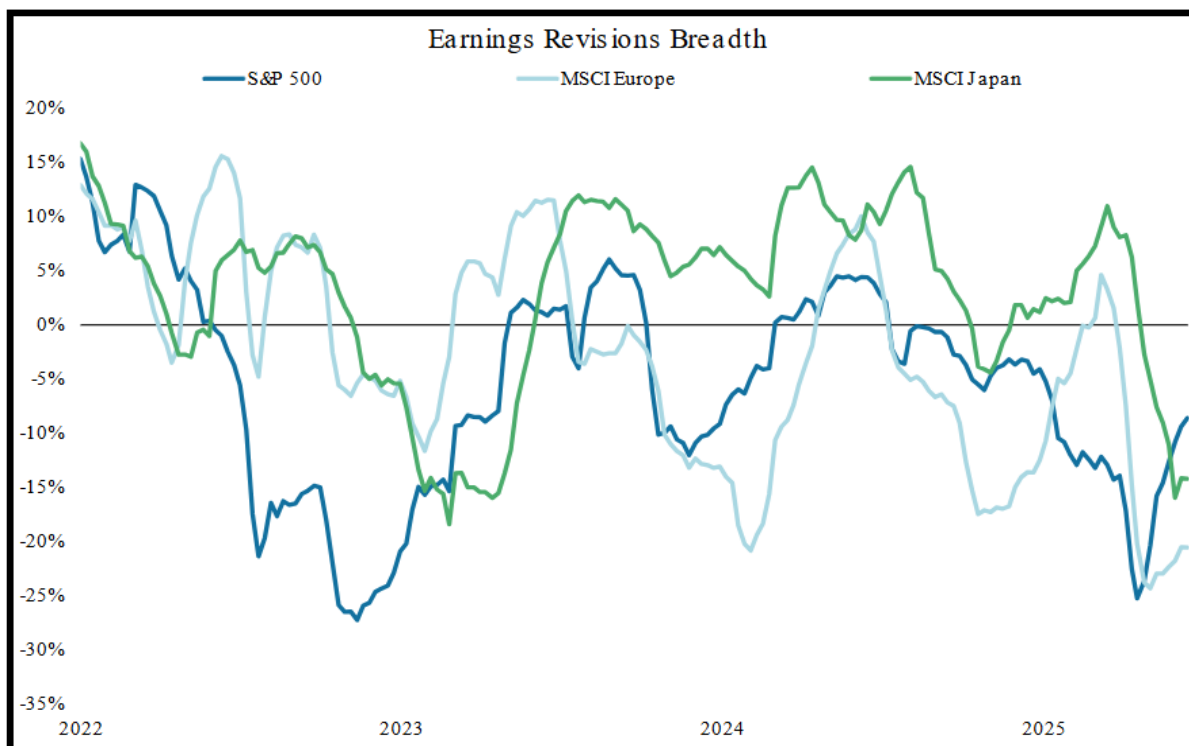


- Il *retail investor* continua ad essere un driver fondamentale del recupero dell'azionario USA.
- Gli households sono, in termini di percentuale dell'azionario USA posseduta, il primo gruppo, con un 38% del totale. Inevitabilmente il loro comportamento assume parecchia rilevanza per la direzione del mercato, e un marcato cambio di sentiment potrebbe avere, coeteris paribus un impatto significativo sui corsi
- L'azionario nel portafoglio dei household USA ha superato, come quota, i livelli del 2000.
- Gli investitori esteri costituiscono il secondo gruppo, con un 18% del totale. A giudicare dai flussi osservati, un deterioramento del mood per questo comparto è già in corso





L'easing sul trade ha impattato anche sulle earnings revisions..... USA.



- Il miglioramento del quadro sul trade ha prodotto un **robusto rimbalzo delle attese di earnings growth** dell'S&P 500, con l'earning revisions breadth (percentuale netta delle aziende che rivedono al rialzo gli utili sul totale) che è passata da -25% di metà aprile al -9% della scorsa settimana. La tentazione di attribuire questo movimento interamente al sentiment è attenuata dalla circostanza che **ne in Europa ne in Giappone si è notato un movimento simile**, nonostante rimbalzi analoghi negli indici. Abbiamo avuto al massimo delle stabilizzazioni.
- Parte di questa divergenza può essere fatta risalire al movimento del cambio: le fasi di debolezza del biglietto verde si riflettono positivamente sugli EPS a Wall Street. Detto questo, bisogna notare che **a differenza degli altri principali mercati, il rimbalzo dei corsi in US si riflette, almeno sulla carta, su un quadro di attese di tenuta degli utili.**



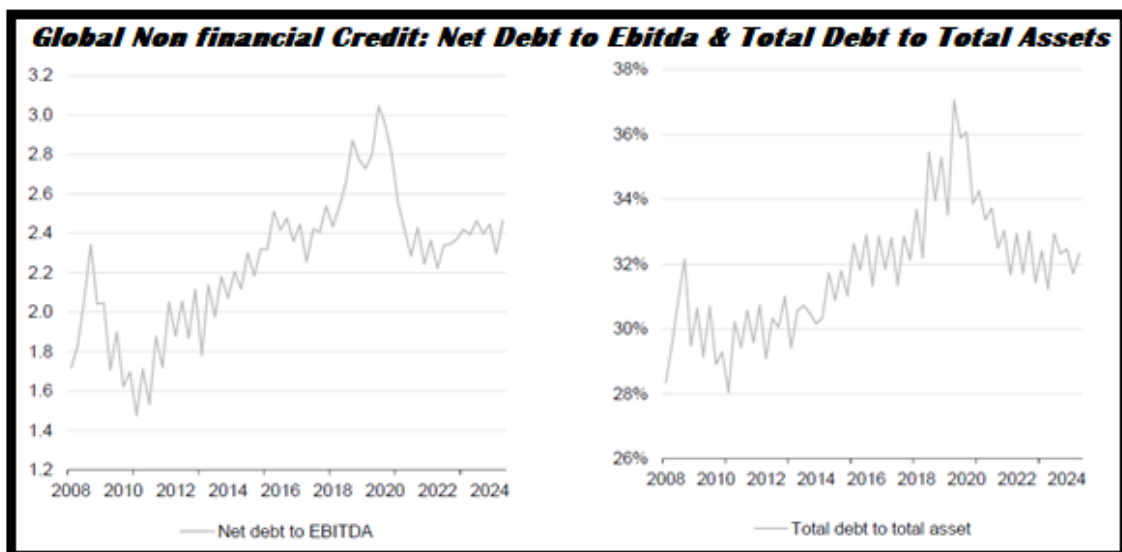
A medio termine la direzione degli utili è l'unico fattore che conta



- Come noto, negli ultimi 30 anni, le fasi di bear market e o di correzione marcata di Wall Street hanno sempre coinciso con fasi di contrazione, o di stallo, dell'earning growth.
- Ne consegue che la possibilità che la fase correttiva iniziata a febbraio evolva in un bear market a la 2000, 2007, 2020, 2022 o in una protratta fase correttiva come 2015-16, 2018 dipende dalla circostanza che l'earning growth si arresti nei prossimi mesi, o si inverta, a causa eventualmente di una fase di stagflazione o una recessione. Al momento segnali macroeconomici e indicazioni delle aziende sono coerenti con un rallentamento, non con uno stallo degli utili.



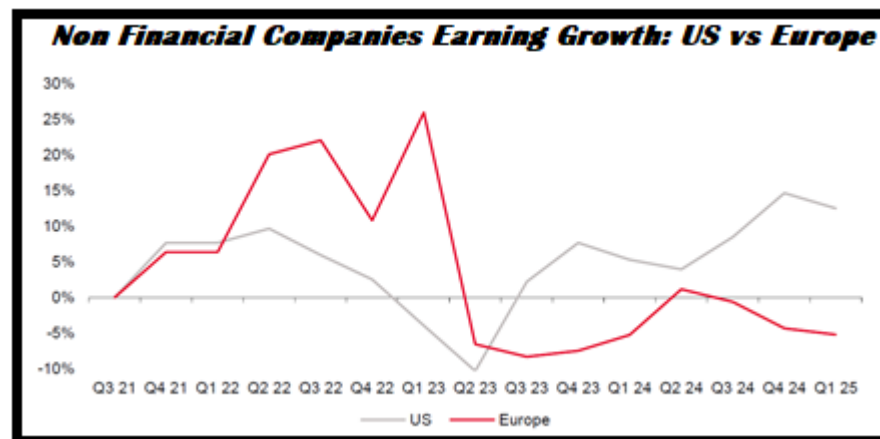
Credito Corporate: Fondamentali ancora resilienti ma...



- Post Covid, si è evidenziato un **calo repentino della leva finanziaria nel credito corporate globale**.
- I risultati del primo trimestre 2025 hanno **confermato il trend degli ultimi 3 anni** con un livello di leva finanziaria **stabile**.
- Le prospettive di crescita rimangono incerte ma, con le banche centrali in una protratta fase di easing, una recessione globale al momento non è da considerarsi uno scenario centrale

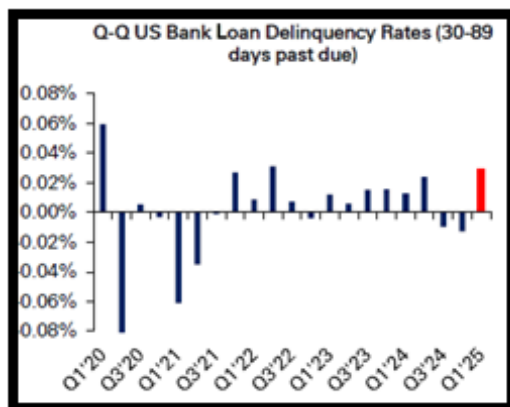
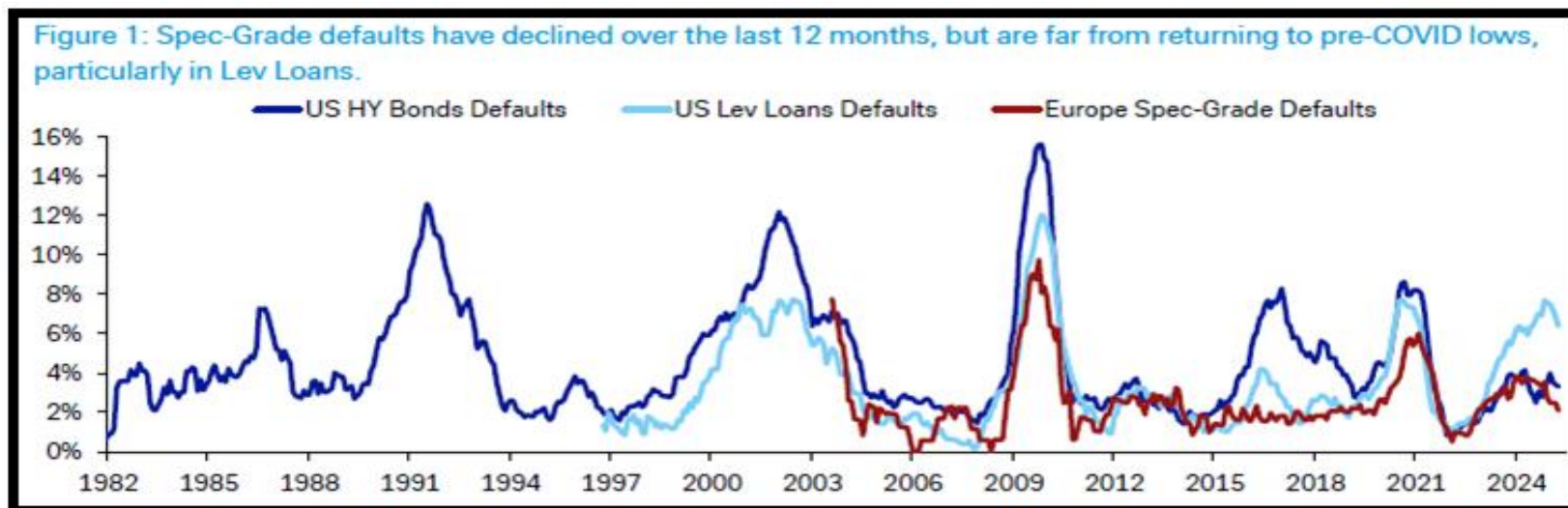
- La crescita degli Earnings in Europa (vedi grafico a lato) è stata negativa nell'ultimo periodo e questo quadro potrebbe protrarsi nei prossimi trimestri
- Ma il clima di generale incertezza prodotto dalla trade war e dal quadro geopolitico induce le aziende a politiche di investimento caute ed oculate.

Riteniamo che nei prossimi mesi la crescita degli utili possa tornare moderatamente positiva, offrendo supporto agli spread del credito





... i tassi di default in relativa discesa nascondono potenziali rischi.



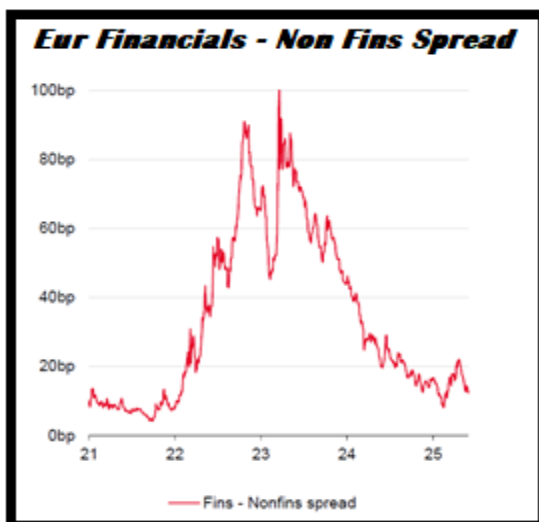
- Come evidenziato nel grafico sopra, **il tasso di default di US HY, US Leverage Loans e HY Europe è sceso negli ultimi 12 mesi** ma alcuni fattori (sotto elencati) indicano che si potrebbe evidenziare, in particolare negli Stati Uniti, un rialzo nel 2026:

1. Rialzo di leva finanziaria e interest coverage dei Corporate non Finanziari
2. Rialzo di delinquencies/NPL (vedi grafico a fianco)
3. Standard creditizi bancari più restrittivi
4. Real Rates
5. Maturity walls

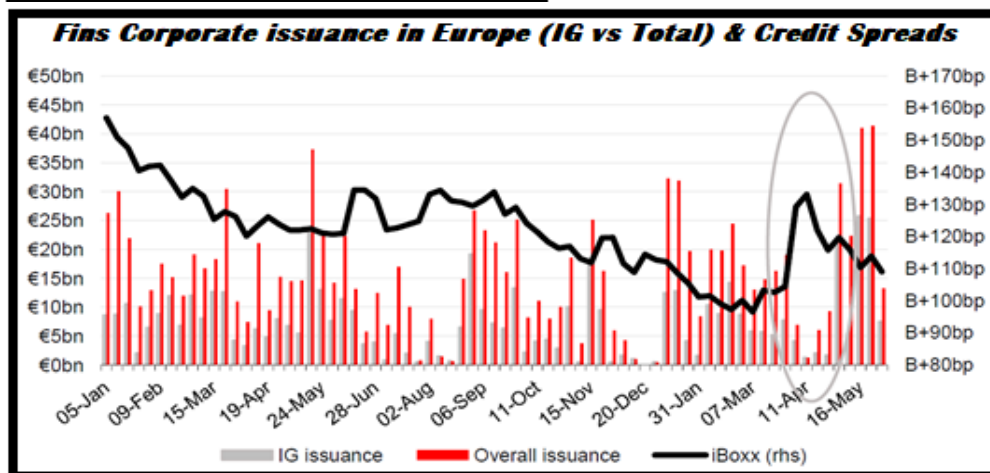
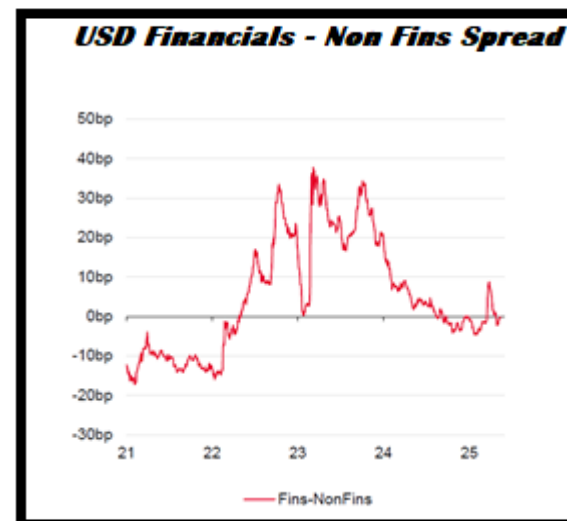
➡ Negli **Stati Uniti**, il tasso di default potrebbe dal livello attuale del 4.7% potrebbe arrivare a un range del 5%-5.5%. Invece, **in Europa** potrebbe salire dal 2.1% al 2.3% a fine 2025 per stabilizzare su quel livello nel corso del 2026.



E invece i Financials hanno sempre spazio per sovraperformare ?



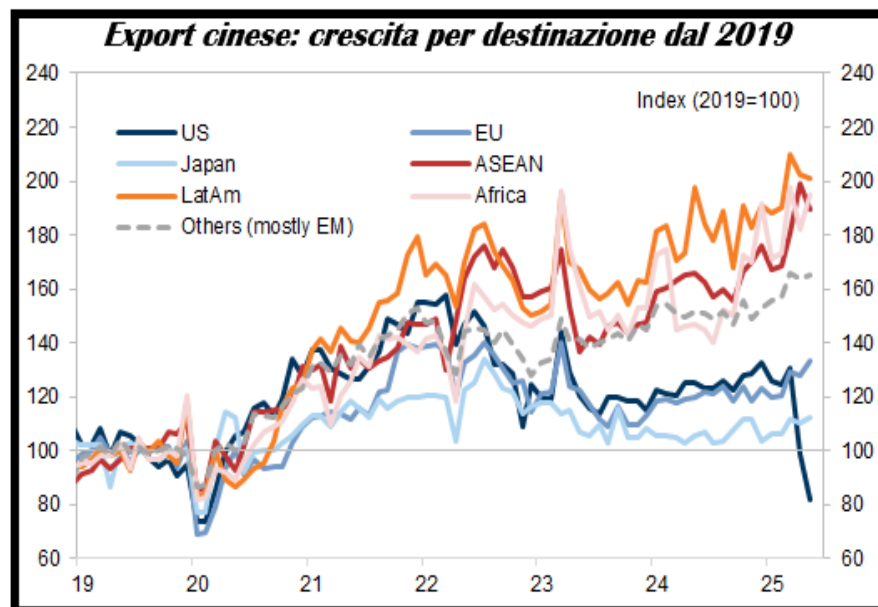
- La volatilità degli spread nel comparto del credito finanziario è moderatamente aumentata in occasione del «Liberation Day», in linea con quanto osservato in altri settori , anche direttamente impattati (i.e auto).
- I fondamentali del settore finanziario restano piuttosto solidi, anche a fronte dell'affermarsi, in particolare in US di una tendenza alla Deregulation.
- Peraltro, in Europa il mercato continua a mostrare uno sconto tra Corporate Finanziari e non Finanziari



- L'appetito per il mercato del Credito sembra in questo momento inarrestabile.
- Il **mercato primario**, dopo la pausa indotta dal «Liberation Day» è ripartito con volumi molto importanti e, nonostante ciò, gli spread del mercato secondario (come si vede sul grafico) hanno continuato a stringere.
- **Credit Yields sono sempre attraenti** anche se guardati in un orizzonte temporaneo più lungo compreso 2015-2020 dove i rendimenti erano sensibilmente più bassi.

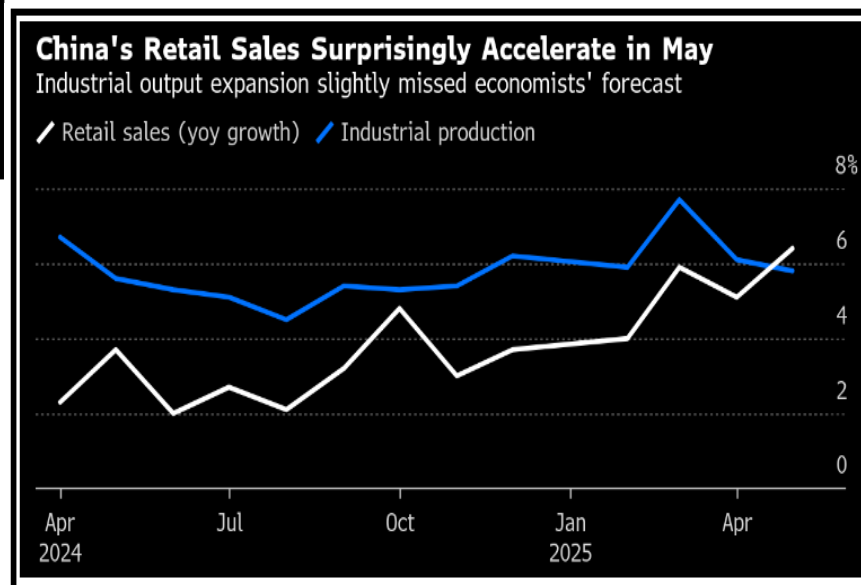


Cina: l'export fatica sotto i dazi, ma i consumi interni danno qualche segnale



- Le retail sale cinesi a maggio hanno invece sorpreso in positivo, superando per la prima volta la crescita della produzione industriale (su base annua) da parecchio tempo a questa parte. A trainare le vendite il comparto dei beni, con balzi per elettrodomestici e cominication equipment.
- Parte di questa sorpresa positiva è presumibilmente dovuta all'anticipazione del Festival 618, che ha spostato domanda da Giugno a maggio.
- Al di là del festival, il consumo di beni in Cina ha beneficiato del programma di vouchers per le permuta, lanciato a marzo per 300 bln Yuan. Presumibilmente questo tipo di stimolo continuerà nella seconda metà del 2025.

- L'export cinese è calato moderatamente su base mensile a maggio, nonostante il ridimensionamento dei dazi USA a inizio mese.
- Nel dettaglio, si nota una significativa divergenza. Le' export verso gli USA è calato di un ulteriore 17% a maggio, dopo il -20% ad aprile. Ciò mostra che, **anche su livelli più bassi i dazi costituiscono un freno** per l'export, e un fattore di rialzo dei prezzi, altrimenti l'impatto non si noterebbe. L'export verso UE, Giappone e Africa è invece aumentato. L'effetto sostituzione va ad attenuare l'impatto dei dazi USA sull'export cinese, ma rende difficile un accordo tra Cina e gli altri trading partners.





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, il recupero delle aspettative di earnings, e il quadro tecnico favorevole, anche se il positioning sull'azionario USA è in corso di riequilibrio. Un eventuale debacle dell'Iran nello scontro con Israele costituisce uno sviluppo moderatamente positivo per il sentiment, in virtù di un'attenuazione del rischio geopolitico nell'area e un impatto negativo sul prezzo del petrolio. La situazione resta estremamente fluida e imprevedibile, da cui la stance neutrale, in attesa che il quadro si chiarisca maggiormente.
- Lasciamo a **underweight l'azionario europeo**. Nel breve ci pare che, in forza della recente performance, e nonostante la correzione delle ultime settimane, sui livelli attuali, le piazze europee scontino uno scenario ancora 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. Recentemente la Bank of Japan ha iniziato a segnalare una possibile attenuazione della stance moderatamente restrittiva in atto, nel caso il quadro macro lo richieda. 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, e ribadito a Londra, 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
- Lasciamo a **Neutral l'obbligazionario US**. Riteniamo che nel corso dell'estate gli effetti dei dazi faranno la loro comparsa sui prezzi USA. La Fed Funds Strip sconta praticamente 2 tagli da 50 bps entro fine 2025, un discreto ammontare, vista l'incertezza sul fronte inflazione. 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 a 10 anni 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**. Riteniamo che l'impatto sull'economia dei dazi USA produrrà un moderato rallentamento della crescita, in grado di mantenere l'ECB su un' easing stance 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.
- 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**.



In sintesi

- 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 un contesto dove predomina l'incertezza e dove potrebbero manifestarsi alcuni fattori di rischio aggiuntivi come inflazione o rischi geopolitici, preferiamo mantenere una stance neutrale su tutte le sotto asset class della struttura di capitale. Non mancano occasioni, tra i Corporate Finanziari, ma dopo il movimento di tightening avvenuto nell'ultimo mese occorre attenersi ad un rigoroso processo di selezione, alla ricerca di titoli di emittenti caratterizzati da robustezza patrimoniale e diversificazione del business.
- Lasciamo a **underweight il Dollaro**. Attualmente il positioning sul Biglietto Verde si è fatto molto difensivo, cosa che potrebbe produrre, nel breve, un rimbalzo. Ma in questa fase incerta preferiamo evitare movimenti troppo tattici sulle divise. Il Dollaro 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. Un rialzo protratto in questa situazione sembra improbabile, mentre 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

- Portiamo a **neutral lo Yen contro €**. La Bank of Japan è l'unica banca centrale tra quelle del G10 a portare avanti una tightening bias, ma ora questa stance sembra in via di attenuazione, a causa di timori per la tenuta del ciclo.
- 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**. Gli sviluppi in Medio oriente, con l'attacco di Israele all'Iran che sembra andare verso un successo pieno, ed eventualmente perfino ad un rovesciamento del regime degli Ayatollah costituiscono un potenziale fattore negativo per il petrolio. Il quadro generale resta quello di moderato deterioramento del quadro macro globale, con impatto 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 globali 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		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	■ downgrade	US high yield	▼
Materie prime		Area € investment grade	▼
Energetiche	▼	Area € high yield	▼
Industriali	■	Area € finanziari Senior	■
Agricole	▲	Area € finanziari Subord. T2	■
Metalli preziosi	▲	Area € finanziari Subord. AT1	■

▲ = 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.