2021

Anthilia
Capital Partners
SGR

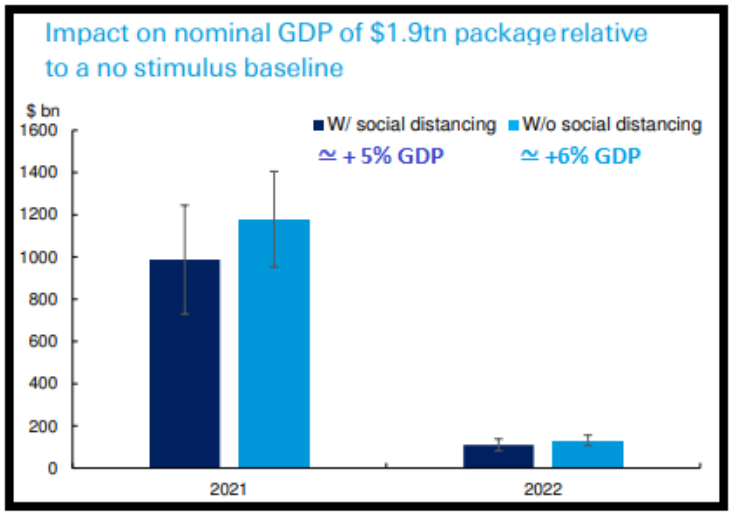
# Analisi di scenario
Febbraio 2021

Anthilia sgr
Capital Partners

## Quale impatto dal piano fiscale di Biden?

**Stimulus plan 9.5% GDP & fiscal multipliers with/without lockdowns - DB Estimate**

| Provision | Deficit Impact | W/o social distancing | W/ social distancing |
|---|---|---|---|
| $1,400 stimulus checks | $465 | .5-.6 | .4-.5 |
| Aid to state and local governments | $350 | .6-.8 | .5-.7 |
| Additional unemployment benefits | $350 | .8-.9 | .6-.8 |
| Vaccination funding | $160 | .6-.8 | .5-.7 |
| Fund school reopening and increase funding to schools and colleges | $170 | .6-.8 | .5-.7 |
| EITC expansion | $120 | .3-.9 | .2-.8 |
| Provide rental and small landlord support | $30 | .4-2.1 . | .2-1.8 |
| Provide support to childcare providers | $25 | .4-2.1 | .2-1.8 |
| Other policy changes | $200 | .4-1 | .2-1 |
| **Total Reported Cost** | **$1.9 trillion** | | |

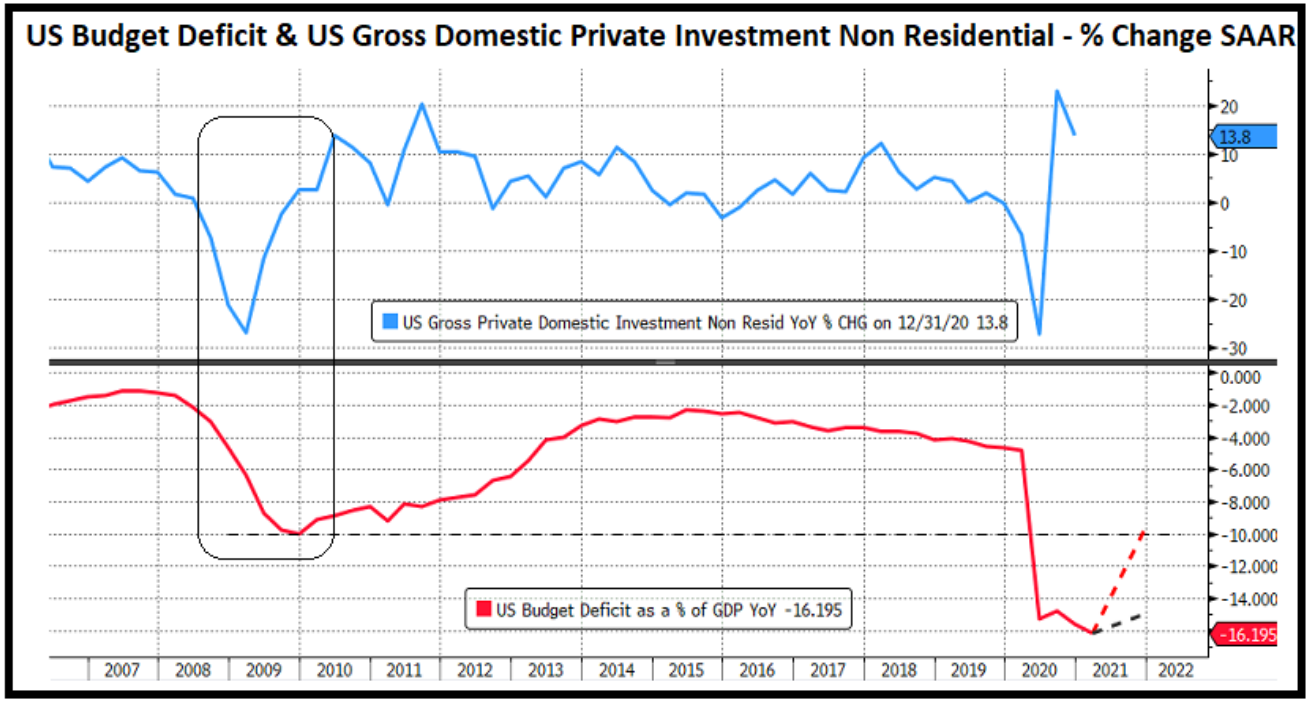



- Punto centrale del programma dei primi 100 giorni della presidenza Biden è **il piano fiscale da 1,9 trilioni di $, circa 9% del GDP**. L'impressione è che i Democratici siano determinati ad approvarlo entro un mese, con la **Budget Reconciliation**
- Nel piano sono contenute diverse misure dal rapido impatto, come gli **assegni ai cittadini**, l'estensione dei **sussidi**, e i fondi agli Stati e ai Governi locali, e per le scuole
- In considerazione del considerevole livello di eccesso di capacità nel sistema, ma anche della possibilità di residue misure di social distancing ipotizziamo un moltiplicatore di poco superiore a 0,5% e quindi **un impatto di 5 punti di GDP**
- La maggioranza al Senato è minima (50+1). Non è quindi escluso che per convincere i Senatori Dem più moderati il pacchetto debba essere moderatamente abbassato (1,-1,6 trln)



Fonte : Deutsche Bank

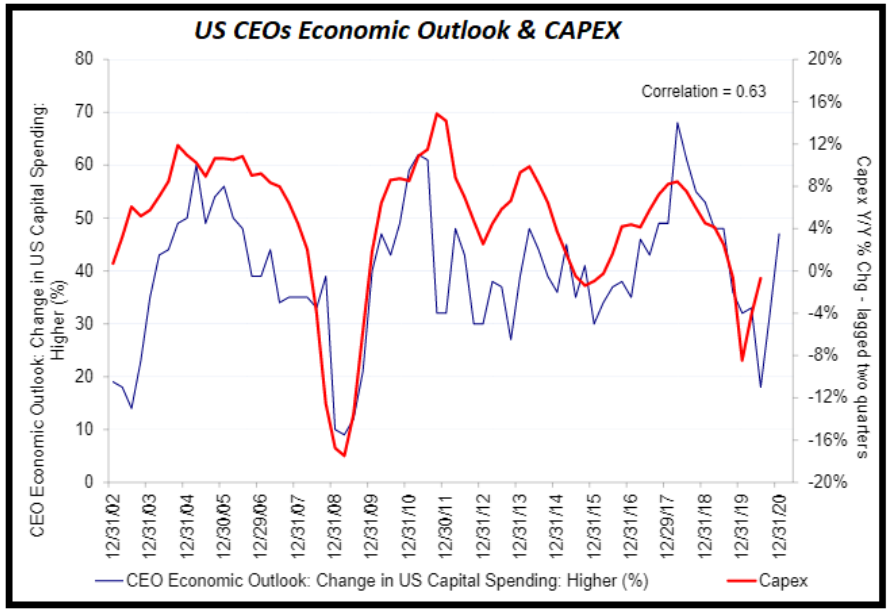
## Un violento rimbalzo della domanda nel 2021



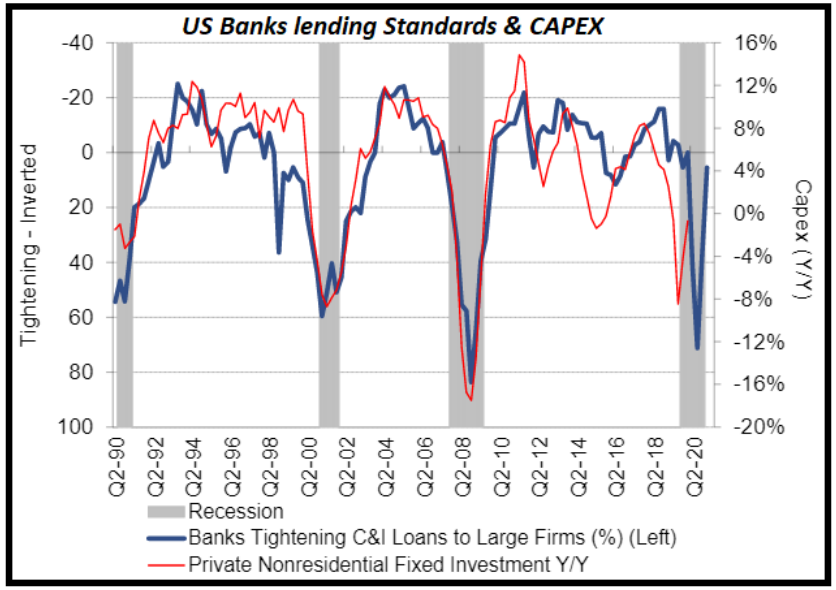

- Il livello di **deficit spending** realizzato negli ultimi 12 mesi **non ha eguali dal dopoguerra** in poi.
- Nell'ipotesi improbabile che il piano di stimolo in corso di approvazione resti l'unico per l'anno in corso, **il livello di deficit tornerà attorno a quanto erogato nel corso del 2009.**
- Ma se si tiene conto di quanto erogato in 12 mesi arriviamo al **25% del GDP tra il secondo trimestre del 2020 e il primo trimestre 2021**.

- In realtà l'amministrazione USA ha in programma ulteriore stimolo, tra cui un **piano di spesa in infrastrutture**. Questi programmi dovranno essere concordati coi Repubblicani, visto che la Budget Reconciliation può essere usata solo una volta all'anno. Un ipotesi generica prudenziale potrebbe essere **almeno di un altro 5% di GDP** per l'anno in corso. Ciò collocherebbe **lo stimolo erogato nell'anno solare sui livelli dell'anno 2020**.
- Se nel 2020 la spesa pubblica è andata a colmare il vuoto causato dal crollo degli investimenti privati, quest'anno **i potenziali 15 punti di stimolo andranno ad impattare su una situazione in cui l'economia è in ripresa**, e il livello di private CAPEX è in forte rimbalzo. L'impatto sulla domanda aggregata interna, e sui prezzi, potrebbe essere significativo.

# Lending standard supportivi nella seconda metà del 2021




- L'accelerazione degli investimenti privati sarà favorita, oltre che dal supporto dello stimolo fiscale, dal **significativo miglioramento delle condizioni del credito.**
- La **Fed Senior Loan officer Survey** di Gennaio, che rileva le condizioni di credito degli ultimi 3 mesi, ha mostrato un significativo **easing dei lending standards**
- Esiste una robusta relazione tra le condizioni di erogazione dei prestiti, e gli investimenti, con un ritardo di circa 3 trimestri. I dati attuali depongono quindi bene per la seconda parte del 2021

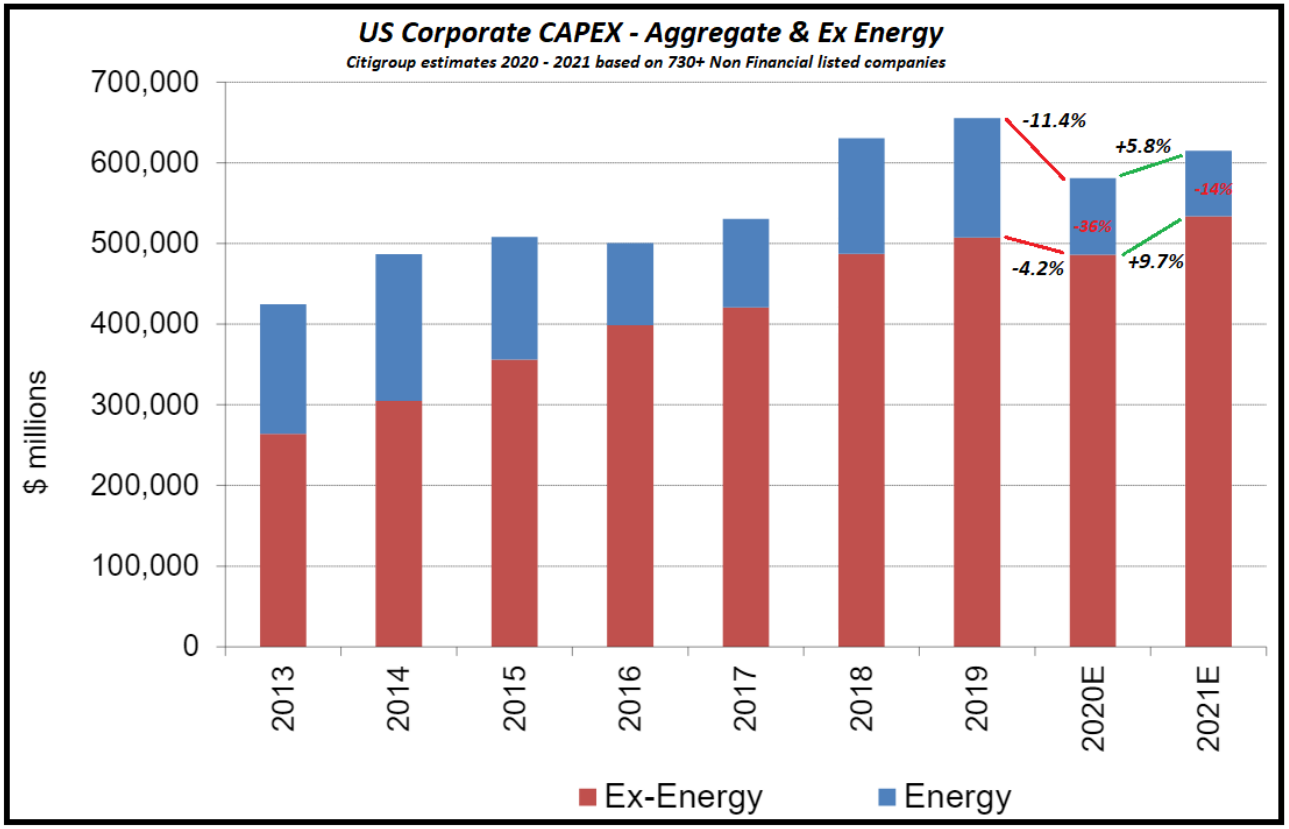



- I lending standards sono particolarmente rilevanti per la **piccola e media impresa**, che non ha accesso al mercato dei capitali.
- Anche **l'outlook aggregato dei CEO di Wall Street segnala un accelerazione del Capex in arrivo**. Questa serie mostra una buona correlazione con gli investimenti, con un semestre di ritardo.
- Come si nota dalle 2 figure, in questo caso il **rimbalzo degli investimenti** fissi non residenziali **sta già avvenendo**, grazie alla domanda creata dalla spesa pubblica. Nei prossimi trimestri dovremmo osservare un accelerazione.



Fonte : Citigroup

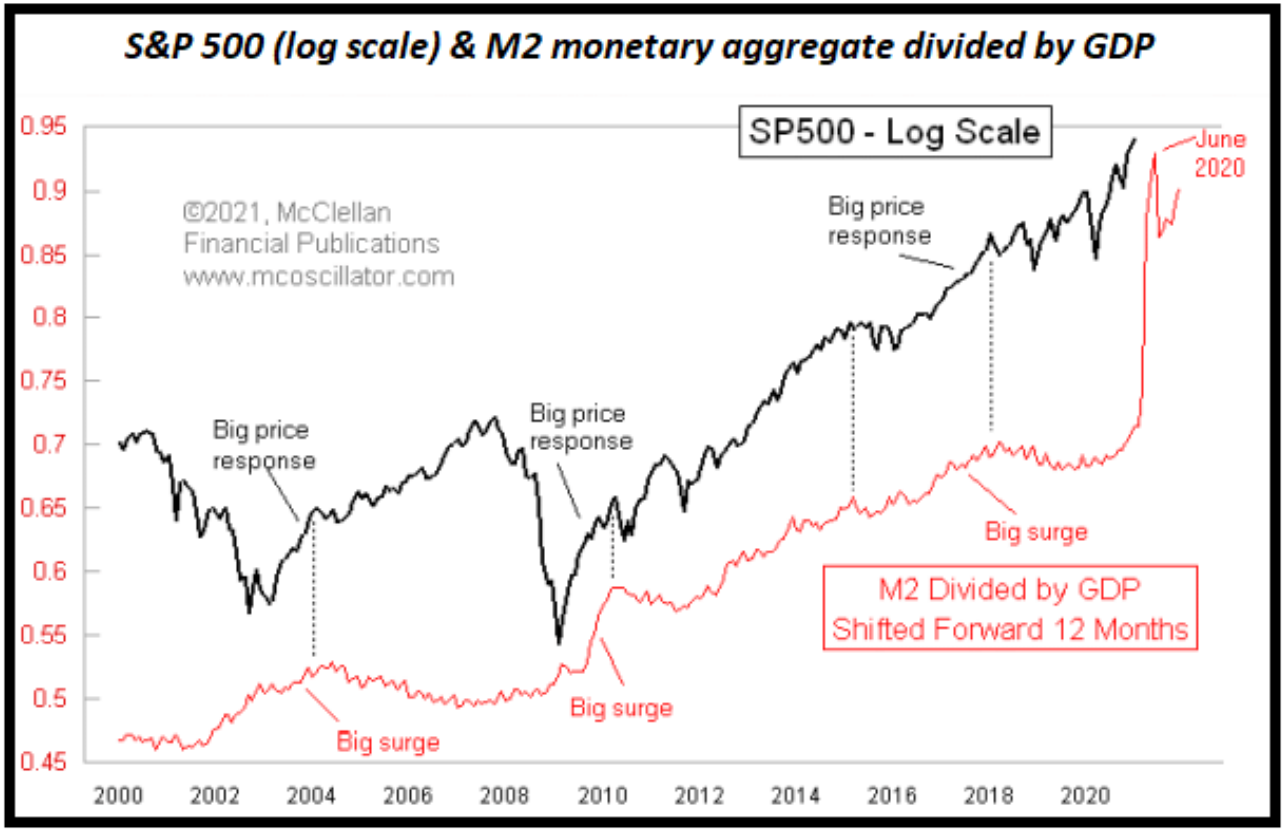
## Vi sono chiari indizi che le aziende stanno per aumentare la spesa




- A ulteriore riprova di quanto illustrato nelle slide precedenti, Citigroup aggiorna con cadenza trimestrale un **analisi delle intenzioni di investimento delle oltre 730 aziende** che segue
- Le risultanze dell'ultima earning season prospettano un **aumento del 9,7% del capital spending** dopo il calo del 11,4% osservato l'anno scorso.
- Ex energy, l'aumento prospettico è del 9,7% (+5% rispetto al 2019), a fronte di un calo del 4,2% nel 2020. Il settore energy dovrebbe vedere un ulteriore calo del 14% dopo quello del 36% nel 2021.

- Tra i settori che mostrano incrementi a doppia cifra delle intenzioni di investimento abbiamo Wireless (+70%, legato a 5G) Auto e Componenti, Hotel e Ristoranti, Leisure (≃ +40%), IT & Communication (+35%), Mining (+18%)
- In sostanza **numerosi indizi e fattori sembrano indicare che in US (e non solo) assisteremo ad una robusta accelerazione degli investimenti privati, che si affiancheranno ad una spesa pubblica che resterà molto robusta**. L'effetto sulla domanda potrebbe offrire un supporto eccezionale al ciclo e agli utili aziendali

## La liquidità offre supporto per almeno altri 6 mesi



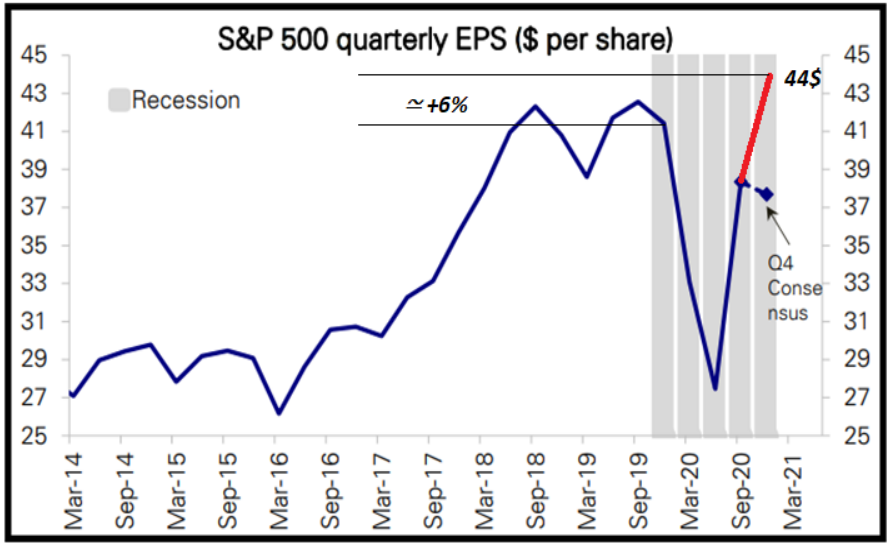

- Anche la **politica monetaria** dovrebbe continuare a fornire **un supporto eccezionale** a ciclo ed assets.
- Nell'ultimo discorso, **Powell** ha chiarito che l'eccesso di capacità produttiva nel sistema è tale da richiedere una politica monetaria espansiva a lungo [***"achieving and sustaining maximum employment will require more than supportive monetary policy."*** ].
- Eventuali temporanei superamenti del target da parte dell'inflazione non indurranno la Fed a modificare la stance.

- McClellan Financial pubblications ha evidenziato **una relazione tra il livello di M2** (corretta per il livello del GDP) e quello **dell'S&P 500** (NB: M2 è costituita da circolante, e altri mezzi di pagamento più depositi bancari a scadenza)
- Su questa base, l'azionario USA dovrebbe ottenere un robusto supporto dalla liquidità nel sistema almeno per i prossimi 6 mesi, essendo stato giugno 2020 il picco dell'iniezione.



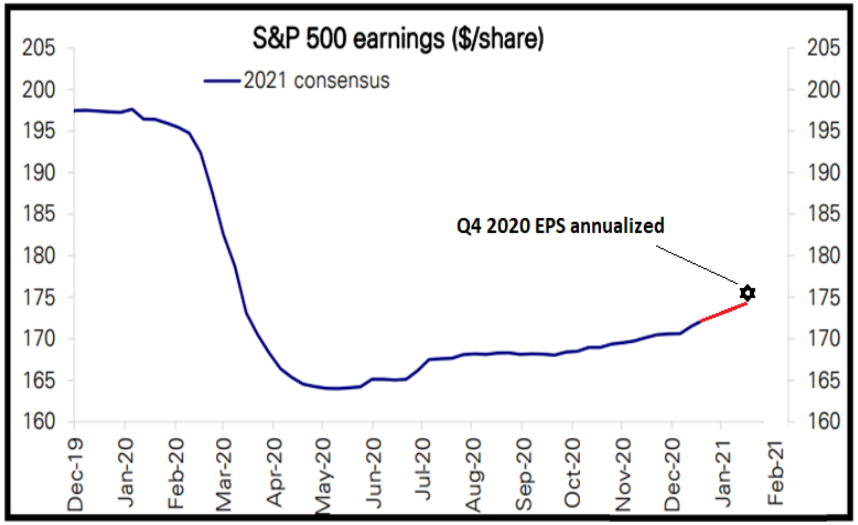
Fonte: McClellan Financial Pubblications

# A Wall Street attesa un'altra stagione di sonori «beat»




- Con oltre 2/3 delle **aziende del S&P 50**0 che ha già pubblicato i risultati del quarto trimestre 2020, **quasi l'80% ha battuto le stime di EPS, con una sorpresa media rispetto alle attese di oltre il 18%**
- La **crescita** rispetto al terzo trimestre si attesta attorno al **15%** (vs un consenso che proiettava un calo marginale). Quella rispetto a Q4 2019 è di circa il 6%.
- In altre parole, **il crollo degli utili dovuto all'epidemia di Covid è già stato recuperato**, e gli EPS dell' S&P 500 hanno già segnato nuovi massimi

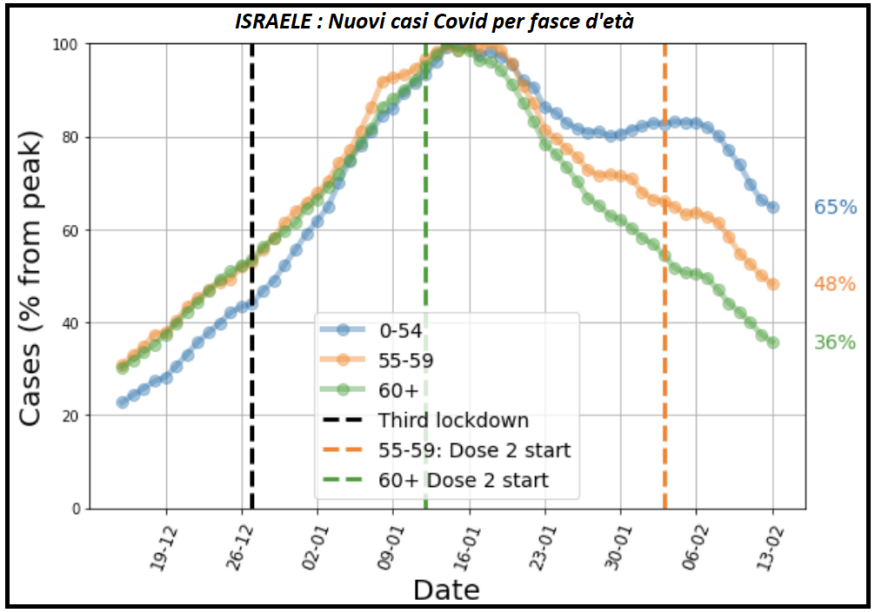
- Il consenso per gli utili del 2021 si colloca in area 175$: in pratica appena sotto il livello degli utili del uarto trimestre 2020. In sostanza proietta utili stabili in corso d'anno.
- Si tratta di **un consenso troppo conservativo**, in considerazione
  1. Della **parziale riapertura** dell'economia
  2. Della **ripartenza degli investimenti** privati
  3. Del supporto riveniente dallo **stimolo fiscale e monetario**
- Un aumento del 10% del consenso sull' EPS per il 2021 (192$) porta il **Forward PE dell'S&P 500 a 20,5** sui livelli attuali (3.930 punti)





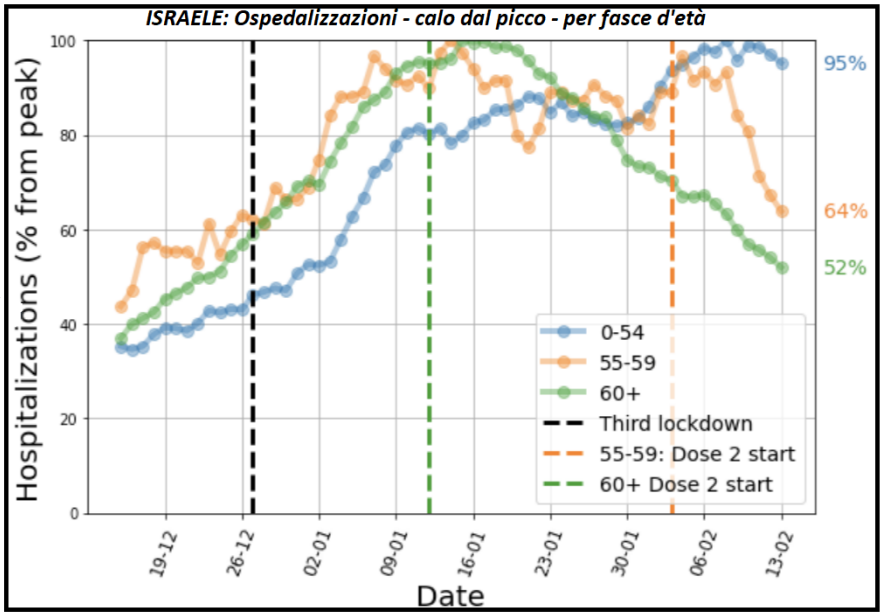

Fonte : Deutsche Bank

# Vaccini: il punto sull'impatto

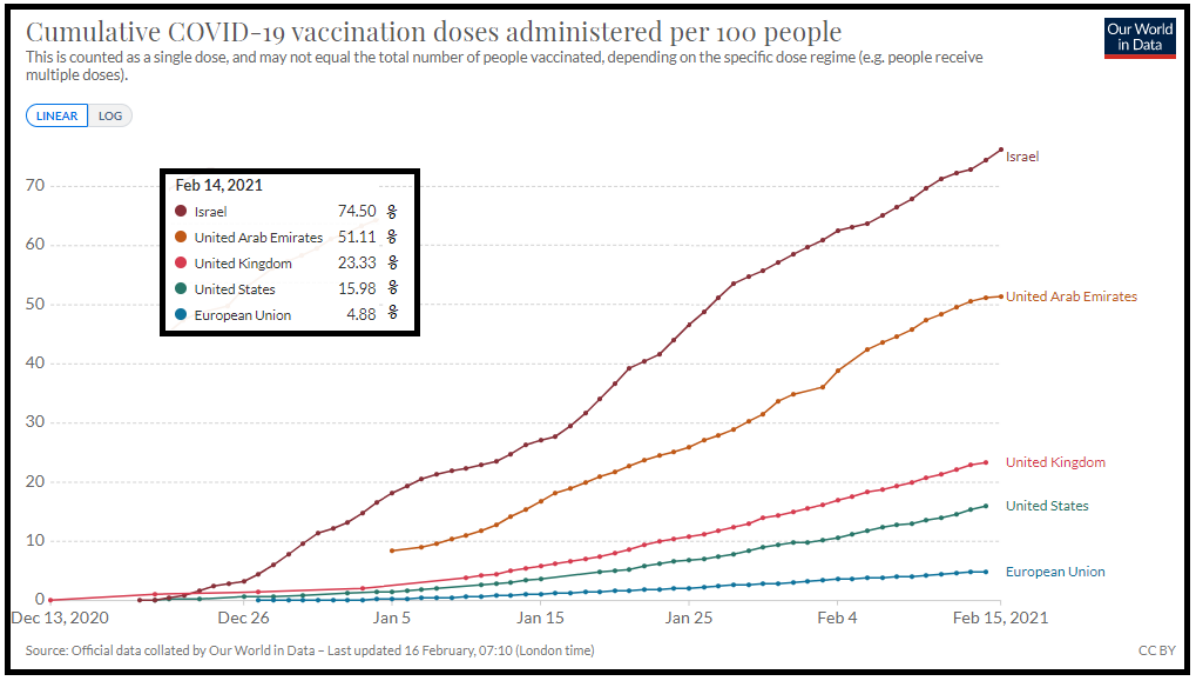



- Le **nuove varianti** peggiorano in quadro in 2 modi:
  1. La loro **maggiore contagiosità alza la soglia per l'immunità di gregge**
  2. L'**efficacia** dei vaccini risulta **inferiore** per alcune di esse (i.e. la variante sudafricana)
- Ciò detto, l'analisi dei dati mostra che **la protezione offerta dai principali vaccini resta sopra la soglia del 50/60%,** e che l'**efficacia** nel prevenire casi di sintomatologia severa e ospedalizzazioni **non risulta significativamente intaccata** nelle mutazioni individuate

- L'esperienza di Israele mostra che l'impatto dei vaccini compare da una a due settimane dopo il completamento della prima dose di vaccino. Dopo un mese **i casi e ospedalizzazioni sono dimezzati.**
- I dati relativi ad ampi campioni mostrano che a 1 settimana dalla somministrazione della seconda dose i casi ammontano a meno dello 0,1% e sintomatologie severe e morti hanno numeri trascurabili (523,000 individui, 544 infetti, 4 casi severi e zero morti nel trial di Maccabi Health Services



# Immunizzazione: qual è lo stato dell'arte?



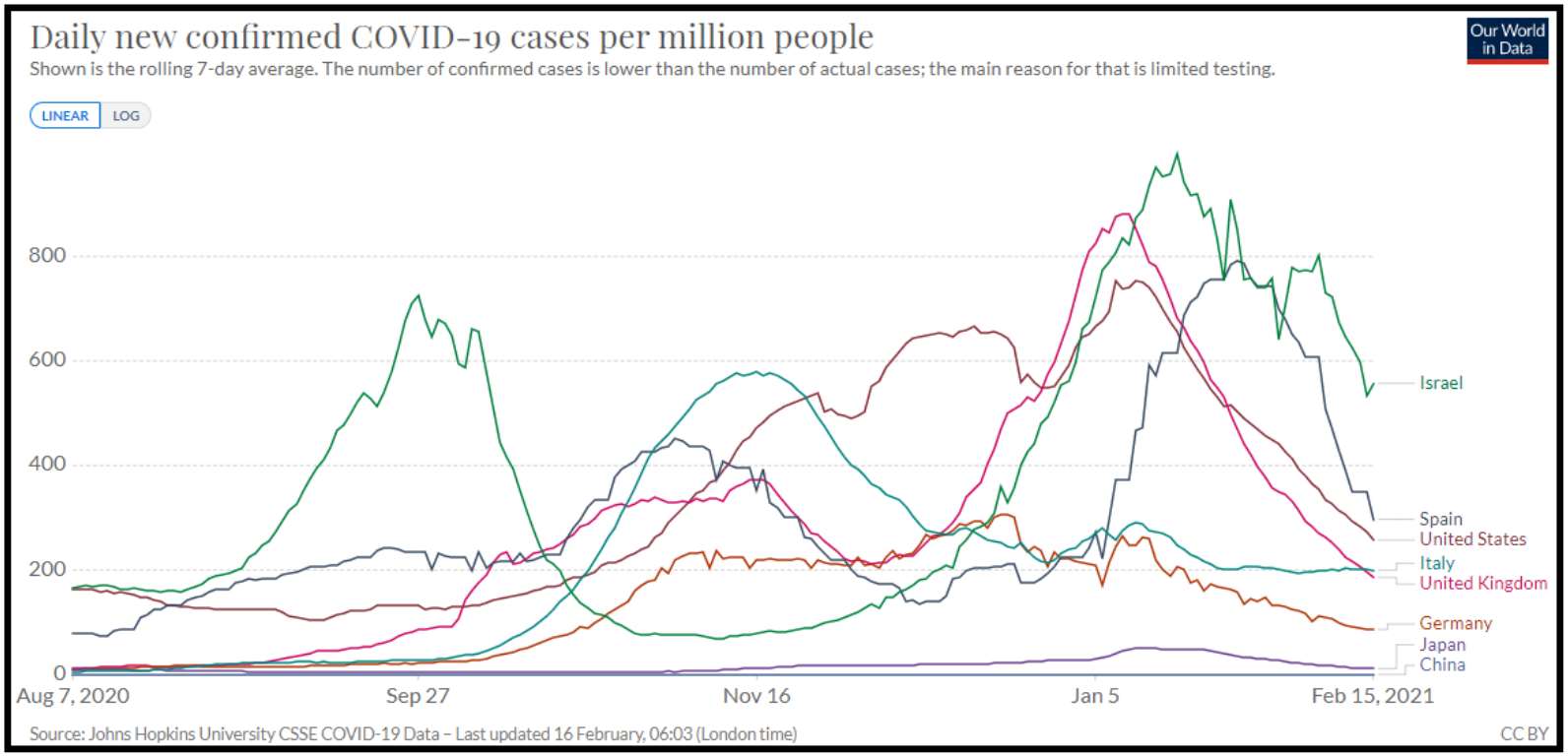

- E' indubbio che le principali aziende produttrici hanno trovato **difficoltà a fornire il numero di vaccini contrattualmente promesso**. Ciò ha penalizzato in particolare l' Eurozona, che era stata più conservativa nel garantirsi approvvigionamenti
- L'effetto collo di bottiglia nella distribuzione però sta venendo progressivamente attenuato dalla **crescita del numero di case che ha ottenuto un prodotto approvato**: a Pfizer, Moderna e Astra Zeneca si stanno aggiungendo J&J, Gamaleya, Novavax ed altri.

- Un calcolo approssimativo colloca una **sufficiente immunizzazione delle categorie più vulnerabili** della popolazione (operatori sanitari e individui oltre i 65 anni) **attorno al 25% del totale**. Una soglia praticamente raggiunta in UK e a breve alla portata negli USA. Per quanto riguarda l'Eurozone, questo traguardo è forse possibile per fine aprile. Le consegne dovrebbero accelerare da marzo in poi da parte di Pfizer e Astra Zeneca, e J&J e Moderna inizieranno a consegnare in aprile.
- L'immunità di gregge, per contro, è un traguardo che per i principali blocchi non può essere ipotizzato prima della tarda estate (Autunno inoltrato per l'EU). Peraltro, l'impressione è che **l'immunizzazione delle categorie più fragili sia nella maggior parte dei paesi considerata una condizione sufficiente per allentare significativamente i lockdown**. In UK la traiettoria di attenuazione delle misure di contenimento verrà illustrata lunedì 22 Febbraio



Fonte : Our World in Data

## Numero dei casi: sotto controllo, in attesa di vaccini e primavera

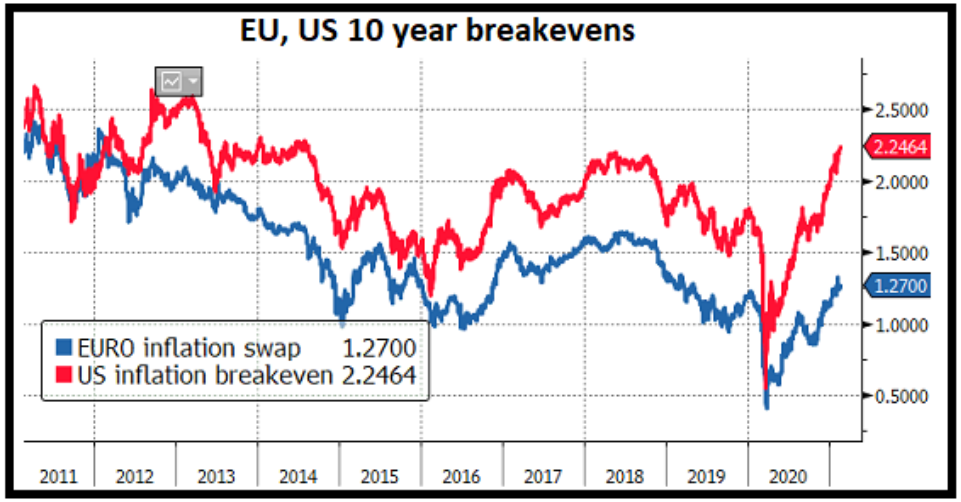



- In attesa che ovunque i vaccini mettano sotto controllo l'infezione, le misure di contenimento adottate negli ultimi mesi hanno portato **traiettorie in discesa nei principali paesi industrializzati** (anche se in Italia recentemente il comportamento è un po' più ambiguo)
- La presenza delle **varianti** è un fattore che continuerà a tenere sotto pressione in particolare l'industria dei trasporti internazionali. Infatti i principali paesi continueranno a esercitare **robusti controlli alle frontiere**, per limitare l'ingresso dei nuovi ceppi



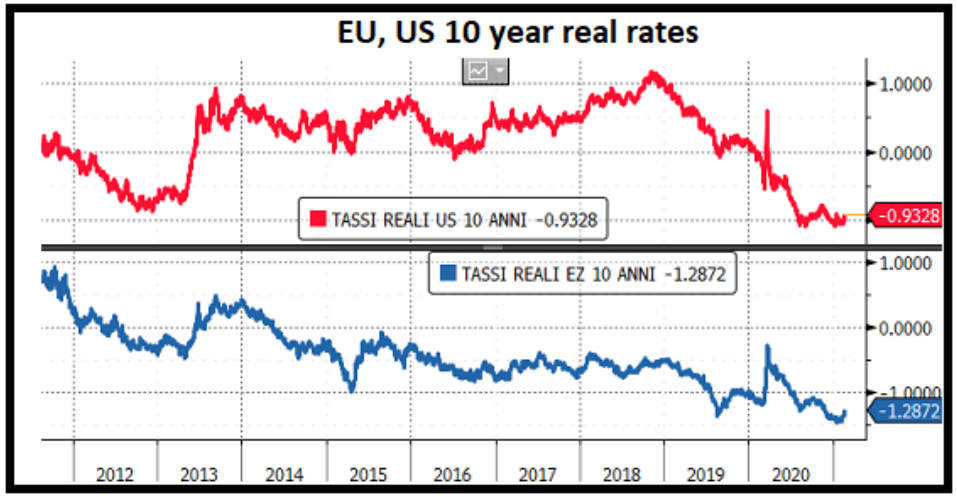
Fonte : Our World in Data

# Tassi: salita, ma graduale.




- Le attese di normalizzazione delle economie e di impatto delle politiche fiscali e monetarie stanno esercitando **pressioni al rialzo sui tassi**, che hanno raggiunto in molti casi i massimi di periodo
- Il movimento è guidato dalle **attese di inflazione**, che in US sono arrivate ai massimi dal 2013. Per contro, i **tassi reali** si sono appena mossi dai livelli minimi raggiunti in seguito alle aggressive politiche monetarie messe in atto dalle Banche Centrali.
- Con la normalizzazione delle economie **una moderata salita dei tassi reali è da attendersi**

- Le **banche centrali**, FED in testa, vorranno **evitare un eccessivo e brusco inasprimento delle condizioni finanziarie**. QE e guidances saranno gli strumenti utilizzati per ancorare le parti brevi delle curve
- Un **graduale rialzo dei tassi**, guidato dalle aspettative di inflazione, **non è necessariamente una cattiva notizia** per l'azionario e in generale gli asset reali.
- Inoltre, vi sono settori, come quello bancario, che accoglieranno con favore un irripidimento delle curve dei tassi

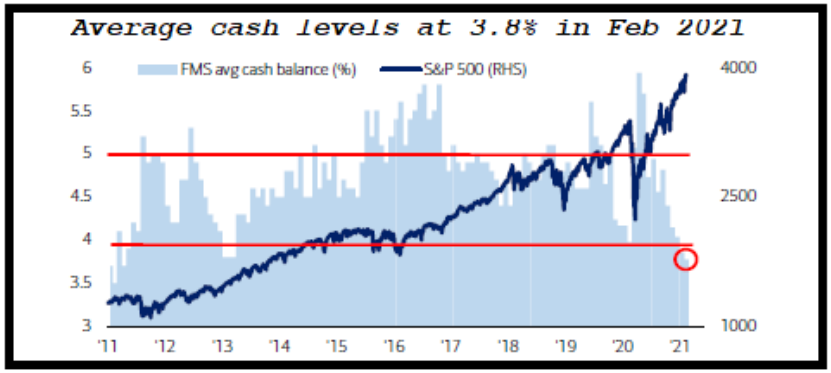




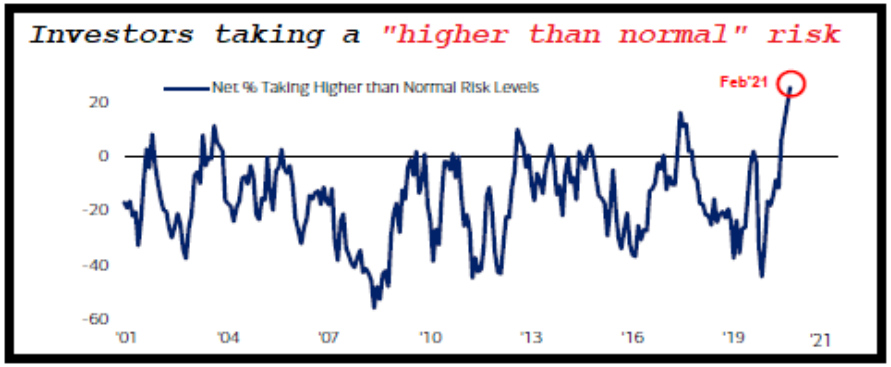

Fonte : Weizmann Institute

# Un bull market nell'ottimismo degli investitori

- Sentiment e positioning estramente positivi rendono i mercati inclini a recuperi molto graduali e vulnerabili a brusche correzioni (vedi febbraio 2018).
- Peraltro, come mostra il 2013, da soli non necessariamente costituiscono una condizione sufficiente per generare ritorni mediocri.

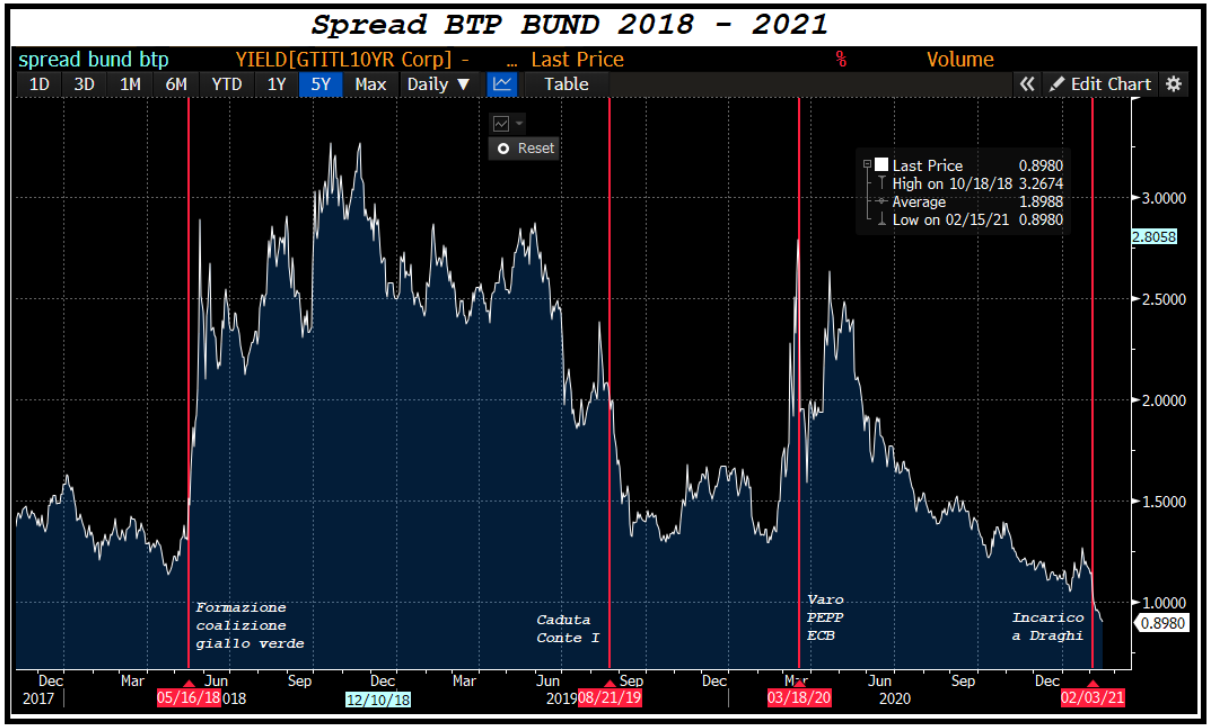



- L'aspetto più problematico del **quadro positivo** illustrato finora è che questo è **assai ben rappresentato** nel morale e nei portafogli degli investitori.
- La Survey dei Find managers di Bank of America segnala che oltre il 90% degli intervistati si aspetta un economia più forte nel 2021, oltre un 20% netto ha in portafoglio più rischi del solito e i livelli di cash sono ai minimi del decennio.
- L'84% netto si aspetta profitti in crescita nei prossimi 12 mesi




- La conclusione è che **se una correzione può avvenire in qualsiasi momento, e per qualsivoglia motivo, è difficile che in una fase di economia ed utili in accelerazione si osservi un significativo de-rating dei multipli.**
- Per questo motivo le prospettive per i risk assets restano positive per i prossimi trimestri, a meno di un serio imprevisto sul fronte epidemia

## Italia: Draghi «leader of last resort»



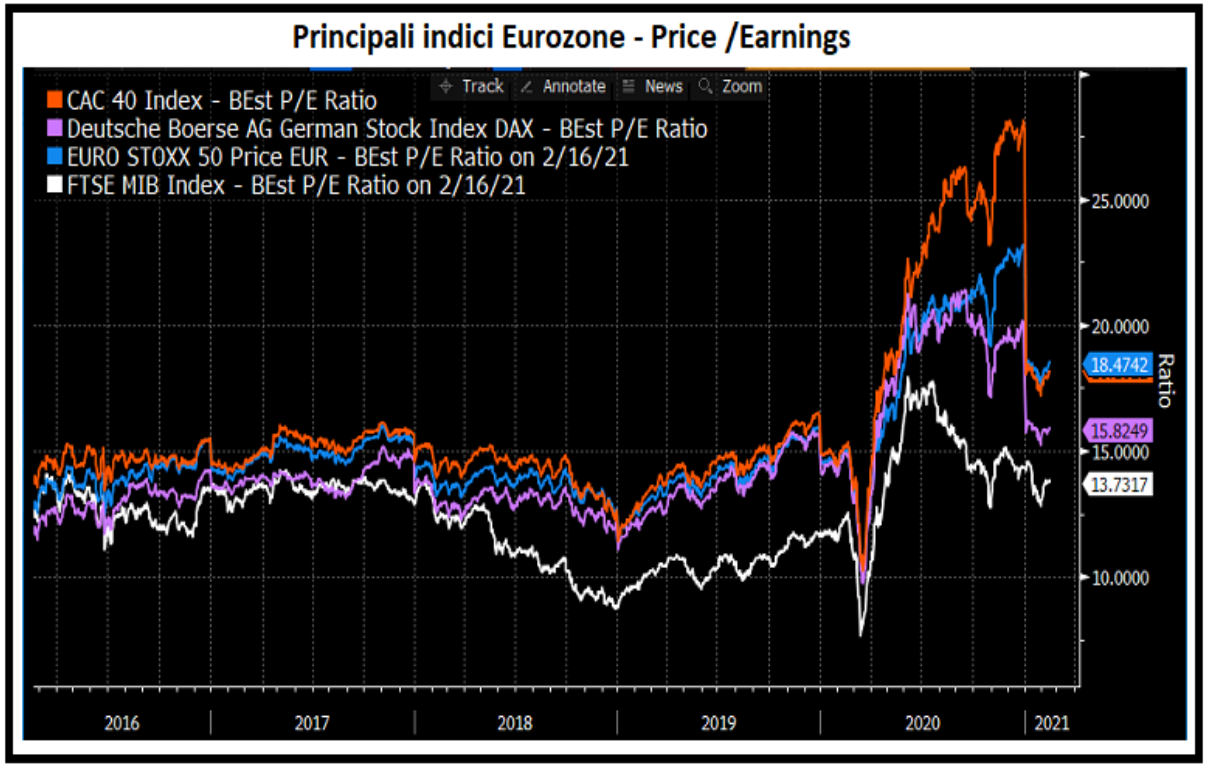

- La comparsa di Draghi sulla scena politica italiana sembra completare la **metamorfosi** di una Legislatura che era iniziata con toni decisamente anti establishment e anti Euro, e ottiene invece **un livello di credibilità senza precedenti** nel recente passato, come illustrato dal grafico dello spread.
- Il Governo nascente gode di una **maggioranza ampia** (75/80% dei voti) e incondizionata. Ne consegue che apparentemente nessun partito è in grado, da solo, di mettere sotto ricatto gli altri
- Tutte le forze politiche della coalizione sono ampiamente rappresentate nell'esecutivo e quindi corresponsabili dell'outcome, nel bene e nel male

- Per quanto inatteso, l'arrivo di Draghi risulta quanto mai opportuno per:
  1. **Gestire l'erogazione dei vaccini** e l'uscita (si spera) dell'Italia dall'epidemia
  2. **Compilare un piano di spesa dei fondi del Budget EU** che sia coerente con le condizioni del Recovery Fund **e ottenerne l'erogazione**, e successivamente impostarne l'utilizzo delle risorse
  3. Avviare un **piano di riforme** che aumenti il potenziale di crescita del paese, e garantisca la sostenibilità del debito
- Oltre a ciò, l'Ex Presidente ECB, come Premier della terza economia dell'Eurozona, può far sentire la sua voce su questioni come la riforma del patto di stabilità, gli aiuti di stato, le norme bancarie etc.
- Anche il dialogo tra l'EU e la Banca Centrale Europea può trarre enorme giovamento dal suo ingresso tra i Capi di Stato.



Fonte : Bloomberg

## Asset italiani: repricing ancora incompleto.




- L'avvento di Draghi è stato salutato con soddisfazione dagli asset italiani, con buon recupero dell'azionario e un significativo restringimento dello spread.
- Ciò detto, a 30-35 Bps dallo spread medio di Spagna e Portogallo, l'impressione è che **la carta italiana possa ancora stringere di almeno15/20 bps** prima di potersi considerare correttamente prezzata
- Per quanto riguarda **l'azionario, un effetto Draghi sembra ancora in gran parte da acquisire:**
    - Il nuovo Premier offre ampie garanzie di stabilità ed efficienza dell'azione del Governo.
    - L'esecutivo si trova a gestire somme importanti (oltre 200 bln di cui 80 di sussidi)

- La situazione macroeonomica, politica ed epidemiologica italiana ha probabilmente tenuto gli investitori esteri lontani da Piazza Affari. La svolta politica e sopracitate ricadute economiche dovrebbero **attirare interesse** su un mercato che sinora è rimasto ai margini dell'universo investibile, e da oltre 3 anni mostra dei **multipli stabilmente più bassi** dei competitors.
- In generale, è un discorso che si può estendere **all'azionario europeo**. Una survey del FT su 700 investitori ha evidenziato che solo il 3% considera l'azionario dell'Europa continentale come il più promettente del 2021.
- Eppure, con l'esposizione ai ciclici, a capital goods e alle Banche, gli indici europei sono ben posizionati per avvantaggiarsi della normalizzazione



Fonte : Citigroup

## In sintesi

- Portiamo a **overweight l'azionario US.** Riteniamo che l'economia americana otterrà un forte supporto dalla ripresa degli investimenti privati, in concomitanza con la prosecuzione di uno stimolo fiscale anche troppo robusto, e dall'impatto immediato. Il consenso sugli utili dei prossimi trimestri è ancora troppo basso. Sentiment e positioning restano però un freno nel breve. Portiamo a **overweight l'azionario europeo e italiano** ritenendo che l'erogazione dei vaccini abbia margini di miglioramento nei prossimi 2 mesi, e che la prevalenza di ciclici, capital goods, banche e lusso renda appetibili i listini continentali in una fase di normalizzazione. L'arrivo dei fondi del Budget EU, e la crescente tendenza all'integrazione sono ulteriori motivi di interesse per in mercato finora sottopesato dagli investitori globali.
- Manteniamo a **overweight l'azionario UK.** Riteniamo che l'approccio del Governo alla vaccinazione potrebbe consentire una riapertura dell'economia in anticipo rispetto agli altri paesi industrializzati. Preferiamo il FTSE 250 Small Caps, meno impattato da eventuali apprezzamenti della Sterlina post soluzione Brexit. . Portiamo a **neutral l'azionario giapponese.** Riteniamo che, nel breve, il repricing occorso sia sufficiente, e notiamo che l'economia locale sta dando segnali meno confortanti di altre aree. Manteniamo a **overweight l'azionario cinese :** l'economia locale ha rapidamente recuperato un livello di attività molto vicino a quello pre-Covid, e la ripresa ciclica globale potrebbe supportare parecchio l'export. Portiamo a **neutral l'azionario Emergenti** con l'idea che il repricing occorso sia significativo, e il positioning assai esteso. Inoltre il rialzo dei rendimenti USA ed una stabilizzazione del $ possano arrestare temporaneamente i flussi in ingresso.
- Portiamo a **underweight l'obbligazionario US**. Riteniamo improbabili violente salite dei rendimenti, ma crediamo che nel corso dell'anno possa instaurarsi un moderato trend rialzista. Lasciamo a **overweight i treasuries inflation linked**, con l'idea che l'asset class continuerà a prezzare l'impatto, sull'inflazione di medio periodo, della normalizzazione portata dai vaccini, e di una Fed estremamente accomodante. Lasciamo a **overweight gli inflation link Eurozone**, ritenendo che in un quadro di normalizzazione i breakeven possano tornare sui livelli del 2018. Portiamo a **underweight l'obbligazionario governativo core Eurozone**, con l'idea che in questa fase i ritorni offerti siano penalizzanti, e un modesto rialzo dei rendimenti sia probabile. Portiamo a **overweight i bond periferici** per riflettere il miglioramento del quadro politico italiano sul BTP. Lasciamo a **neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte, e portiamo a **neutral** quello in **valuta locale,** con l'idea che l'apprezzamento delle divise emergenti possa osservare una pausa

## In sintesi

- Portiamo a **underweight il debito corporate US Investment Grade**. Riteniamo vi sia poco valore ai livelli attuali, e vediamo rischi nel positioning elevato tenuto sull'asset class da varie categorie di investitori. Gli spreads sono così ridotti da non compensare per un rialzo dei rendimenti dei treasuries. Lasciamo a **underweight quello High Yield** con l'idea che il credito speculativo USA in corso d'anno possa iniziare a prezzare un deterioramento dei fondamentali, e un calo del supporto della Fed . Riguardo al **credito europeo**, manteniamo a **neutral** quello **Investment Grade,** ritenendo che possa ottenere supporto dal QE ECB, particolarmente vocato ai corporate bonds. Per il medesimo motivo manteniamo a **neutral** l'**High Yield europeo**.
- Lasciamo a **overweight i subordinati finanziari europei**. L'EBA (European Banking Authority) ha varato molte misure complementari a favore delle banche. Larga parte di questi provvedimenti è a carattere temporaneo, ma sono anche allo studio soluzioni per contrastare l'inevitabile aumento delle sofferenze nei bilanci bancari. Crediamo che gli spreads possano beneficiare di questi sviluppi. Riteniamo che sui livelli attuali i **finanziari senior area €** siano correttamente valutati, ragion per cui li lasciamo a **neutral**
- Riguardo i cambi, Lasciamo a **neutral l'€/$.** L'accelerazione dell'economia USA e un moderato rialzo dei rendimenti possono andare a compensare l'effetto depressivo del deficit fiscale e di quello commerciale. Portiamo a **neutral lo Yen**, ritenendo che in questa fase, alla luce della performance dell'economia locale, i motivi di apprezzamento si siano attenuati. Manteniamo a **neutral la Sterlina** ritenendo che in seguito all'accordo sulla Brexit il posizionamento possa essere riequilibrato. Lasciamo a **neutral il Franco svizzero** con l'idea che in questa fase la sua funzione di hedge contro la risk aversion si sia esaurita.
- Riguardo le Commodities, lasciamo a **underweight quelle energetiche,** ritenendo che i livelli siano elevati e il movimento iperesteso. Portiamo **a overweight quelle industriali** ritenendo che possano beneficiare della ripresa globale in atto e della reflazione, ma manteniamo a **neutral quelle agricole** ritenendole correttamente valutate sui livelli attuali. Manteniamo a a **neutrali metalli preziosi**, ritenendo che il calo generale del livello di incertezza possa far venir meno un po' di supporto nella prima parte del 2021. Vediamo però ancora valore nei Goldminers, a meno di significativi cali dell'oro.

# Giudizi sintetici

## Azionario

| | | |
|---|---|---|
| US | ▲ | upgrade |
| Area euro | ▲ | upgrade |
| Italia | ▲ | upgrade |
| UK | ▲ | |
| Giappone | ■ | downgrade |
| Cina | ▲ | |
| Emergenti | ■ | downgrade |

## Valute

| | | |
|---|---|---|
| EUR/USD | ■ | |
| EUR/GBP | ■ | |
| EUR/CHF | ■ | |
| USD/JPY | ■ | upgrade |

## Materie prime

| | | |
|---|---|---|
| Energetiche | ▼ | |
| Industriali | ▲ | upgrade |
| Agricole | ■ | |
| Metalli preziosi | ■ | |

## Obbligazionario governativo

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

## Obbligazionario corporate

| | | |
|---|---|---|
| US investment grade | ▼ | downgrade |
| US high yield | ▼ | |
| Area euro investment grade | ■ | |
| Area Euro high yield | ■ | |
| Area euro finanziari Senior | ■ | |
| Area euro finanziari Subord. | ▲ | |

▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight

# Note

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.