

2020

Anthilia
Capital Partners
SGR

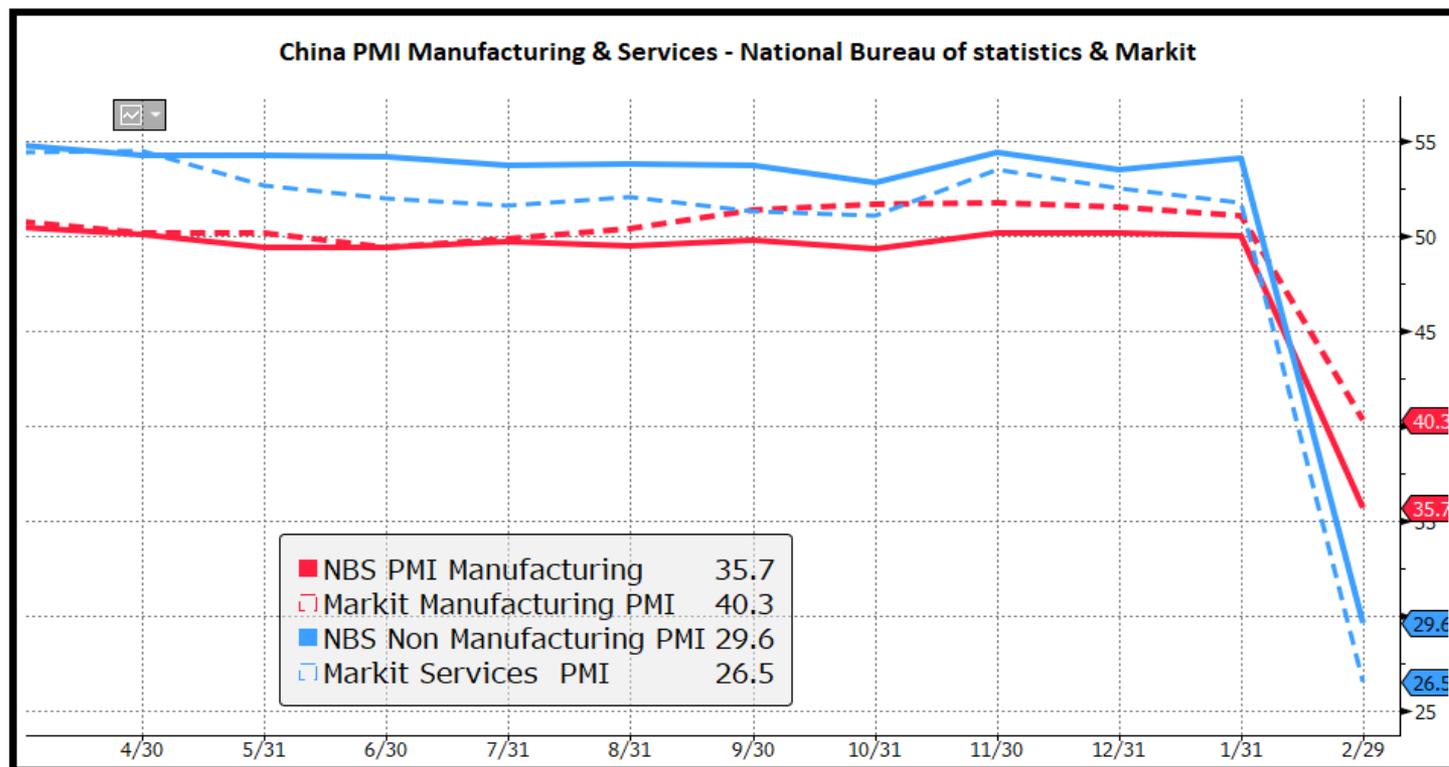
Analisi di scenario
Marzo 2020



Anthilia sgr
Capital Partners



Il Covid 19 avrà un impatto enorme sull'attività economica globale



- Le prime survey in uscita in Cina confermano che le stime circolate a Febbraio sull'impatto dell'epidemia e delle misure contenitive (esempio: IMF su Cina - revisione -0,4% a 5,2% anno su anno) erano assolutamente inadeguate a catturarne l'effettiva portata
- La contrazione dell'attività in Cina nel primo trimestre del 2020 sarà con ogni probabilità senza precedenti, e quella globale, nei primi 2 trimestri dell'anno seguirà un destino analogo
- Un eventuale ribalzo del ciclo nel secondo semestre può ridurre la contrazione sull'anno. Ma non è garantito.



Impossibile basarsi su uno scenario univoco 1/3

Table 2 – Epidemiological Assumptions for China

Scenario	Attack Rate for China	Case-fatality Rate for China	Mortality Rate for China
S01	1%	2.0%	0.02%
S02	10%	2.5%	0.25%
S03	30%	3.0%	0.90%
S04	10%	2.0%	0.20%
S05	20%	2.5%	0.50%
S06	30%	3.0%	0.90%
S07	10%	2.0%	0.20%

- Il CEPR ha prodotto uno studio* in cui ha cercato di valutare l'impatto dell'epidemia sotto diverse ipotesi, basandosi sull'esperienza fatta studiando la Sars e altre pandemie.
- Lo studio ha preso in considerazione 7 scenari diversi in termini di percentuale della popolazione contagiata, tasso di mortalità, e conseguente aumento della mortalità nel paese. Di questi, i primi 3 considerano un contenimento dell'infezione in Cina e gli ultimi 4 il caso di un uscita dalla Cina, cosa ormai acclarata. Il «7» implica la nascita di una moderata pandemia ricorrente.

* «The Global Macroeconomic Impacts of COVID-19: Seven Scenarios» by [Warwick J. McKibbin](#) & [Roshen Fernando](#)
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3547729



Impossibile basarsi su uno scenario univoco 2/3

Table 9 – Impact on populations under each scenario

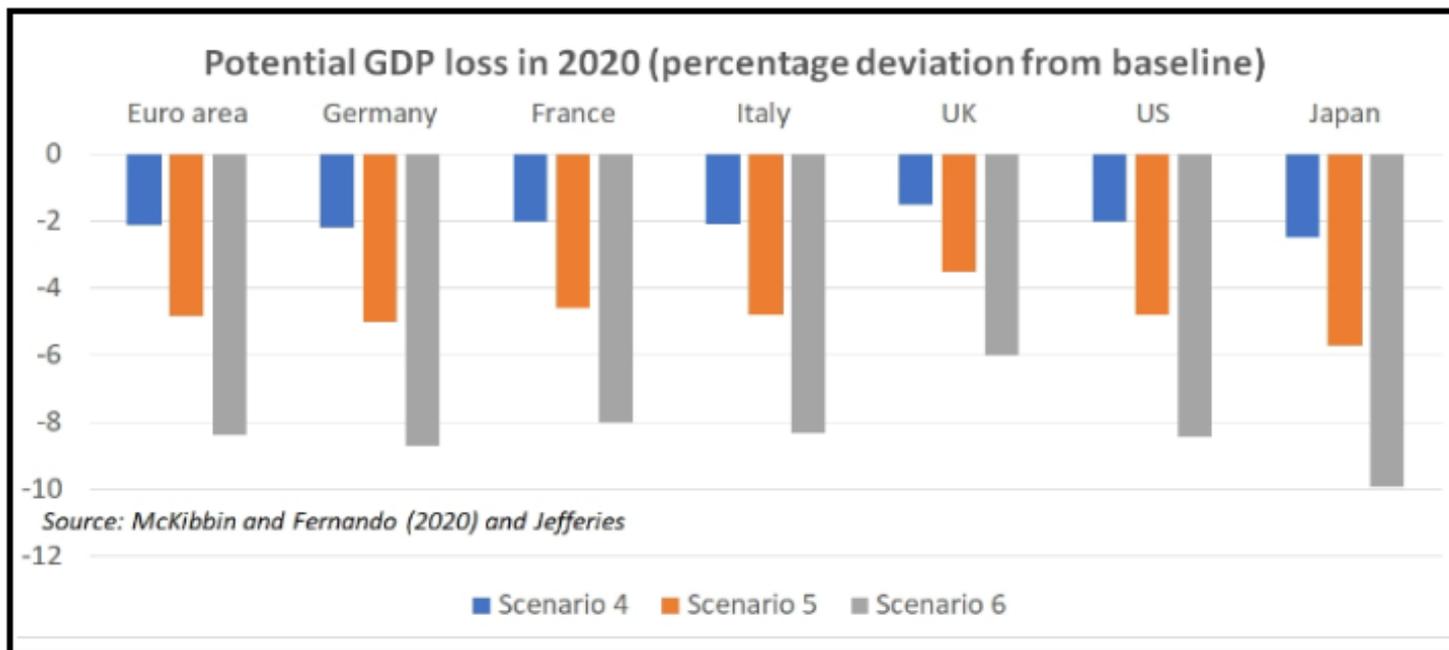
Country/Region	Population (Thousands)	Mortality in First Year (Thousands)						
		S01	S02	S03	S04	S05	S06	S07
China	1,397,029	279	3,493	12,573	2,794	6,985	12,573	2,794
France	64,457	-	-	-	60	149	268	60
Germany	81,708	-	-	-	79	198	357	79
India	1,309,054	-	-	-	3,693	9,232	16,617	3,693
Italy	59,504	-	-	-	59	147	265	59
Japan	127,975	-	-	-	127	317	570	127
Republic of Korea	50,594	-	-	-	61	151	272	61
United Kingdom	65,397	-	-	-	64	161	290	64
United States of America	319,929	-	-	-	236	589	1,060	236
World total	7,983,209	279	3,493	12,573	15,188	37,971	68,347	15,188

- Gli scenari vengono applicati ad un numero elevato di paesi, utilizzando diverse assunzioni di virulenza e mortalità a seconda del paese esaminato, secondo un indice di Vulnerabilità che tiene conto di densità, urbanizzazione, apertura al turismo e spesa sanitaria media.
- Le risultanze mostrano **15 milioni di morti nel mondo nel primo anno nello scenario più benigno, 38 in quello centrale e 68 in quello peggiore**

- Negli Stati Uniti lo scenario più moderato indica 236,000 vittime. La normale influenza ne causa 55.000 l'anno
- L'impatto dell'epidemia sul GDP di ogni paese viene valutato aggregando diversi contributi:
 - ❖ Lo shock all'offerta di lavoro derivante da mortalità, malattia e cure dei familiari
 - ❖ Lo shock al risk premium derivante dall'epidemia in ogni settore
 - ❖ Lo shock sui costi di produzione in ogni settore
 - ❖ Shock alla domanda di consumi
 - ❖ Shock alle finanze pubbliche



Impossibile basarsi su uno scenario univoco 3/3

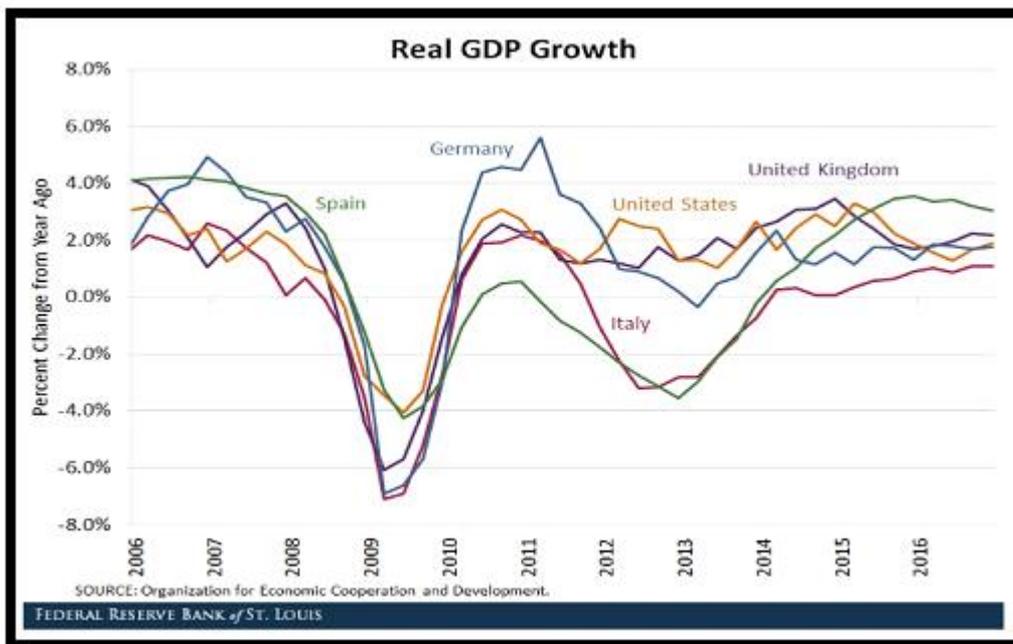


- La tabella a fianco mostra l'impatto, in punti percentuali, Sul GDP di alcuni paesi, per i 3 scenari pandemici considerati dal CEPR
- Lo scenario centrale implica una contrazione analoga a quella vista durante la grande recessione.

- La recessione del 2007-2009, come le 2 che la hanno preceduta è stata però causata dall'esplosione di uno squilibrio. In quel caso fu la bolla immobiliare, nel 2001 fu di investimento nel tech, e nel '90 nel commercial real estate. La durata della recessione è normalmente determinata in gran parte dal tempo richiesto per il riassorbimento dello squilibrio
- **In questo caso il calo dell'attività è causato da un fattore completamente esogeno, in grado di creare uno shock sia sul lato dell'offerta che della domanda**
- Questa caratteristica sembra indicare che la contrazione sarà particolarmente brusca, ma potrebbe essere di durata modesta, se il crash non avvia la correzione di uno squilibrio latente. Si tratta di un evenienza che non può essere esclusa a priori.



2020 recession: maggiore rapidità, minore reattività



- Questo è uno **shock di offerta** (attraverso i blocchi alle global supply chains) e **di domanda** (attraverso l'impatto su consumi e investimenti).
- Le principali conseguenze di questo meccanismo inverso *possono essere* :
 - ❖ **Maggiore rapidità nello sviluppo della crisi**, perché la popolazione di imprese e consumatori tocca prima con mano l'impatto su attività e sentiment rispetto allo sviluppo di una crisi finanziaria
 - ❖ **Minore sensibilità dell'economia a stimoli monetari**, perché la crisi non è causata da un inasprimento delle condizioni finanziarie, o quanto meno non è la prima causa. E questo a prescindere dal fatto che gli arsenali delle CB sono meno forniti che in passato (tassi a zero e QE già in funzione)

Aspetti positivi rispetto a 12 anni fa:

- Il sistema bancario è assai meglio capitalizzato e regolato
- Il rischio sistemico appare più basso. Esistono schemi che impediscono che una delle principali fonti di rifinanziamento del sistema bancario, ovvero il wholesale funding, scompaia come avvenne col freeze dei repo markets
- Anche a livello di Eurozone, esistono numerosi schemi volti a evitare la riproposizione di uno scenario come quello del 2011 (OMT, ESM, QE) e molti dei tabù di quel periodo sono stati superati.

Aspetti negativi:

- Gli spazi dal punto di vista fiscale sono ovunque più ridotti, e in molti casi i livelli di indebitamento del settore pubblico sono rimasti simili a quelli post crisi o, peggio, hanno continuato a crescere
- Non si può escludere che fossimo già diretti verso una recessione (nel 2019 vi è stata l'inversione delle curve dei tassi)



Quanto può perdere l'azionario?

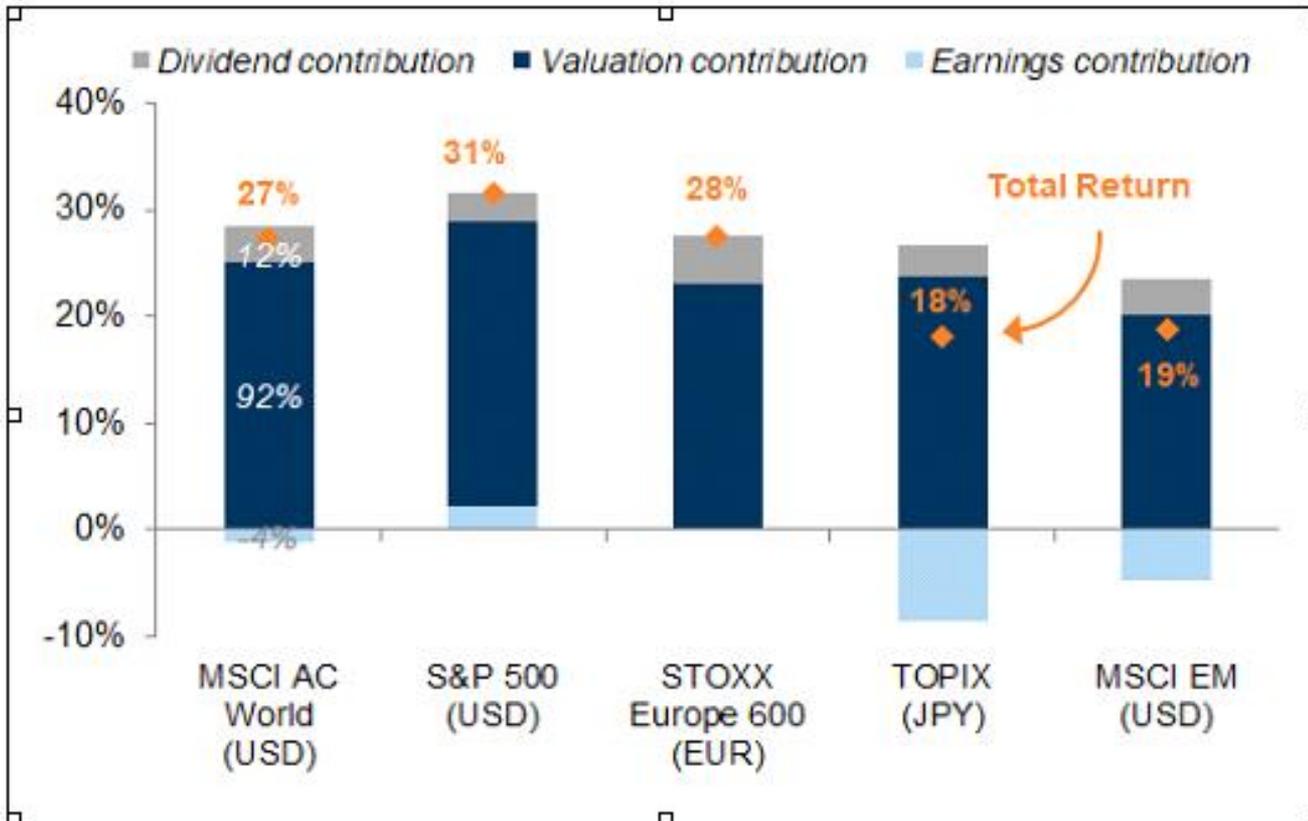


- Gli ultimi 2 bear market del 2001-3 e del 2007-9 possono offrire una road map per capire l'entità dello storno che sarà casato da questa.
- In entrambi i casi abbiamo avuto perdite significative dal top al bottom (49% e 57%).
- Nel primo caso la recessione è stata modesta, ma al crash ha contribuito l'enorme sopravvalutazione raggiunta dall'azionario.
- Nel secondo caso l'entità è stata determinata dalla profondità della crisi, e dei rischi sistemici ad essa connessi

- Ipotizzando un movimento analogo, si ottiene un target per l'S&P 500 di 1.700 punti circa. In questo caso il rischio sistemico potrebbe essere più contenuto rispetto al 2008, ma sono presenti elementi di sopravvalutazione, anche se non estremi quanto quelli osservati nel 2001
- Per quanto riguarda i mercati europei, il calo sia nel 2001 che nel 2008 è stato superiore al 50% e ha forse senso attendersi qualcosa di simile, alla luce delle maggiori fragilità, minor margine e maggior lentezza del processo decisionale



Le valutazioni, un tallone d'Achille per l'Equity

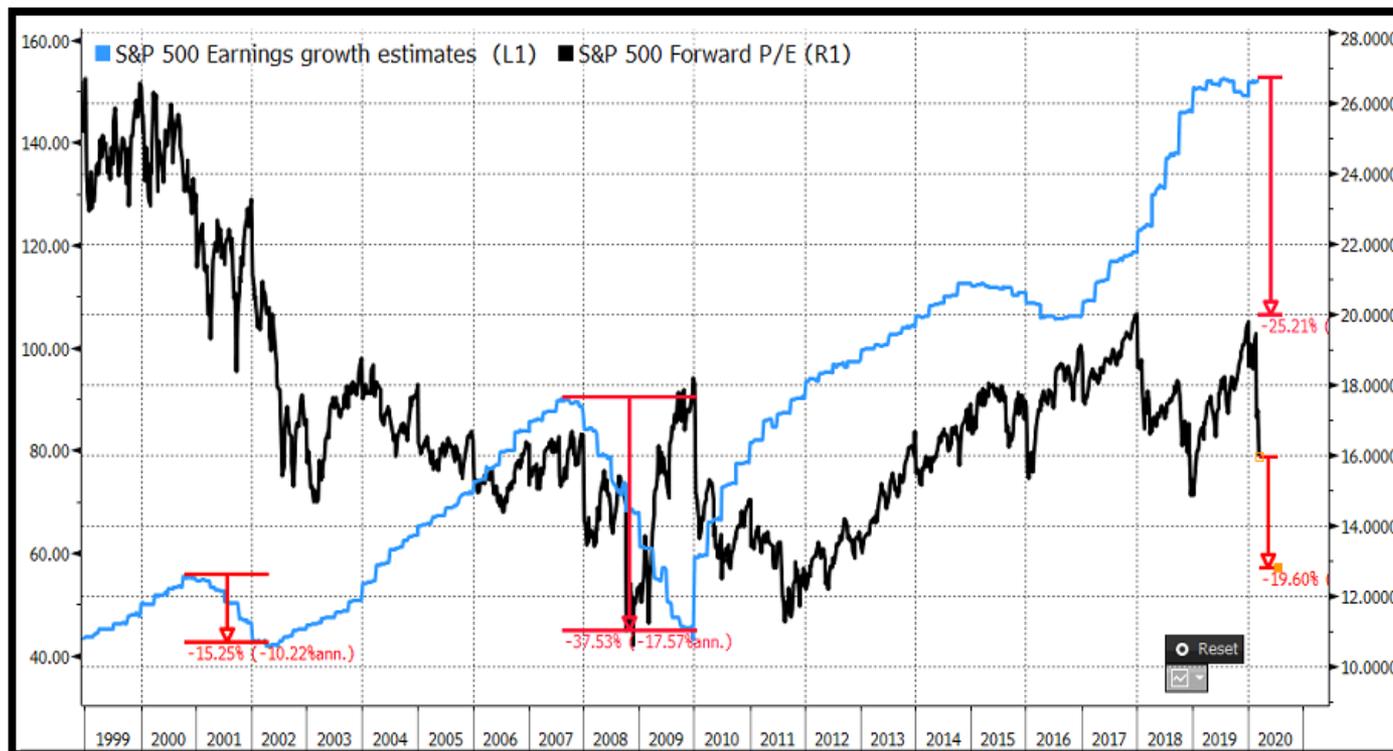


- Quest'incidente arriva in un momento in cui l'azionario USA e globale era prezzato per uno scenario estremamente positivo.
- L'anno scorso l'intero rally (tra il 20 e il 30%) è stato più o meno ovunque causato da multiple expansion, mentre gli utili hanno attraversato una fase di stagnazione.
- Questo rerating era giustificato da attese di una ripresa dell'earning growth nel 2020 del 10%. Una cosa che non vedremo assolutamente

- Avremo, per contro, una significativa contrazione dei profitti, possibilmente aggravata dal crash del petrolio, che insieme alla forza del Dollaro contribuì a creare lo stallo dell'earning growth 2014 -2016, e l'esplosione degli spread dell'High Yield.



Le contrazioni di utili e multipli saranno significative.

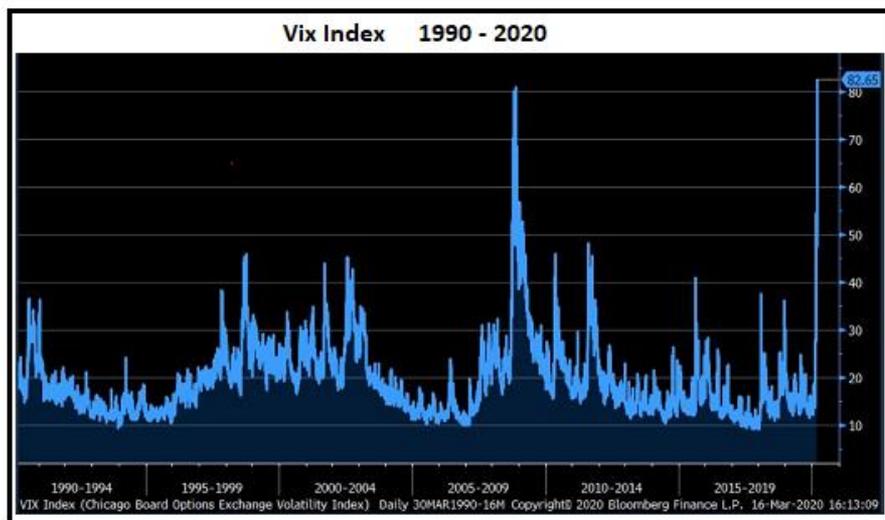


- Che numero attribuire ad una contrazione degli utili con lo scenario macro sopra delineato?
- Nella bolla tech corressero del 15% e nella GFC del 37%.
- Considerando che questa crisi dovrebbe dimostrarsi più breve della GFC, ma valutando anche il potenziale contributo della price war sul settore oil, un -20/25% sembra una stima coerente. Alla fine, si tratterebbe di un mero ritracciamento del balzo post riforma fiscale.

- Uno sguardo ai multipli di mercato ci mostra che, nelle ultime 2 recessioni, l'S&P ha subito un significativo derating. Nel 2001-03 passò da 26 a 15, mentre nella GFC è sceso sotto 12.
- Tenuto conto di ciò, e del calo stimato degli utili, possiamo ipotizzare **un approdo in area 13 x FWD PE, per un calo di circa il 20% dai livelli attuali** Aggregando decrescita utili e derating, otteniamo un calo più o meno analogo a quanto indicato alla slide 6



Panico senza precedenti sul mercato



- ❖ Nell'ambito delle strategie quantitative, il peso di equity è così basso che una discesa del 3% causerebbe 1 bln di vendite, vs i 15 bln di settimane fa
- ❖ Lunedì 16 Marzo l'S&P ha marcato la terza peggior seduta della sua storia. Nessuno dei 3.062 titoli quotati al NYSE ha fatto i massimi a 1 anno, mentre oltre la metà ha fatto i minimi. Ciò si è verificato solo altre 4 volte da inizio serie negli anni 30
- ❖ La rarità di questi fenomeni rende il campione esiguo, ma in generale si tratta di **caratteristiche che demarcano i bottom di breve.**

Varie statistiche mostrano che il livello di stress raggiunto dai mercati non ha precedenti nell'era moderna:

- ❖ La discesa dell'S&P 500 (-29,5% dal 19 Febbraio) è la più rapida della storia
- ❖ Il Vix ha superato i massimi raggiunti durante la grande Recessione del 2008
- ❖ Gli swings di mercato avutisi negli ultimi 15 giorni si sono osservati in precedenza solo nella Grande Depressione e nella Crisi 2007-09
- ❖ Il posizionamento stimato dei portafogli aggregati degli investitori è ai minimi da 10 anni (quando queste statistiche hanno iniziato a rendersi disponibili





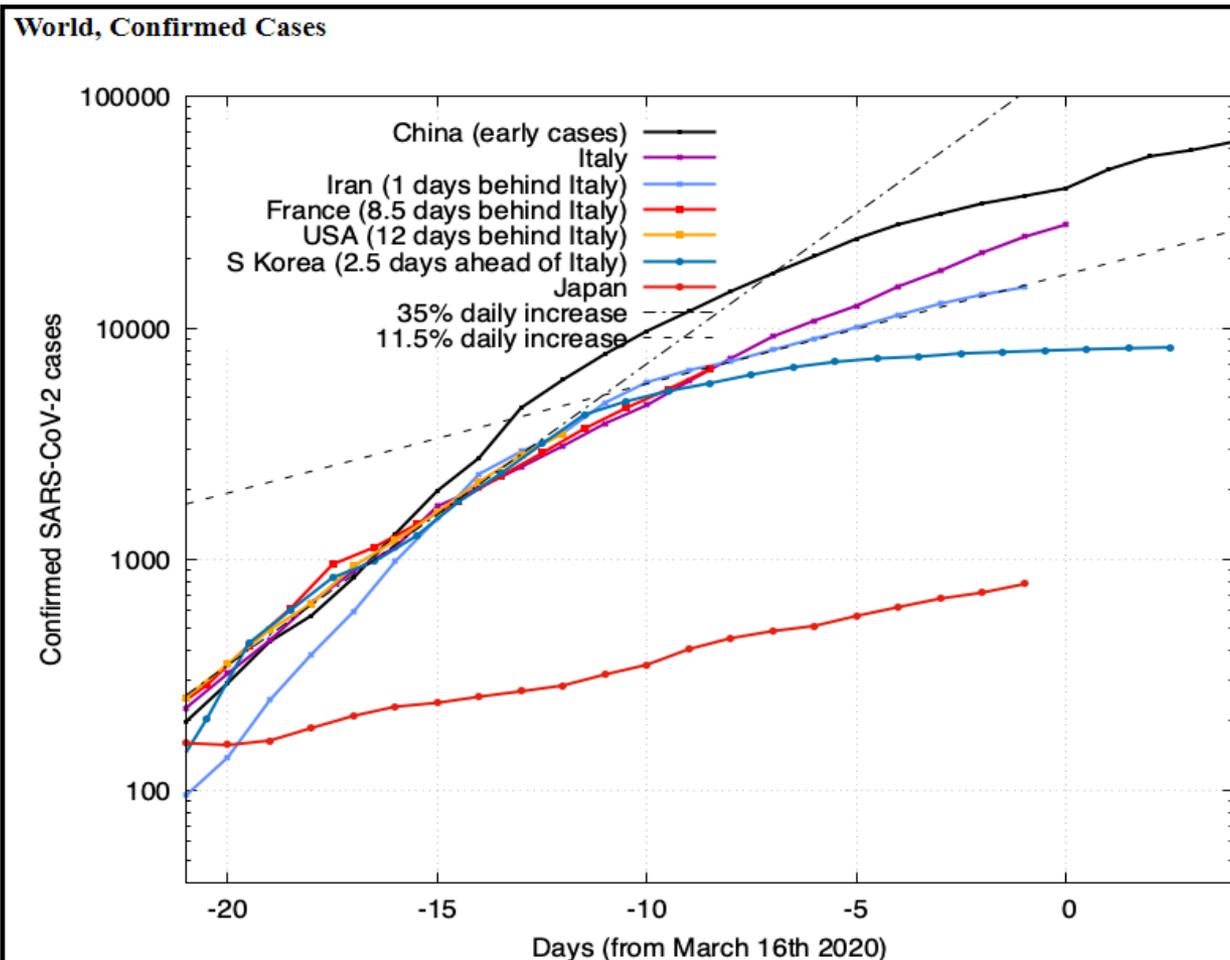
Di che tipo di Bear Market si tratta?

US Bear Markets History 1800 - 2010								
S&P 500 - Bear Market					Time to recover back to previous level		Volatility	
Type	Start	End	Length (m)	Decline (%)	Nominal (m)	Real (m)	Peak to trough	Trough to recovery
S	May-1835	Mar-1842	82	-56	259	-	13	17
C	Aug-1847	Nov-1848	15	-23	42	-	8	9
C	Dec-1852	Oct-1857	58	-65	67	-	19	25
C	Mar-1858	Jul-1859	16	-23	11	-	21	15
C	Oct-1860	Jul-1861	9	-32	15	-	31	17
C	Apr-1864	Apr-1865	12	-26	48	-	14	8
S	Feb-1873	Jun-1877	52	-47	32	11	11	11
C	Jun-1881	Jan-1885	43	-36	191	17	9	11
C	May-1887	Aug-1893	75	-31	65	49	10	12
C	Sep-1902	Oct-1903	13	-29	17	22	9	10
E	Sep-1906	Nov-1907	14	-38	21	250	15	11
C	Dec-1909	Dec-1914	60	-29	121	159	9	12
C	Nov-1916	Dec-1917	13	-33	85	116	12	12
C	Jul-1919	Aug-1921	25	-32	39	14	15	10
S	Sep-1929	Jun-1932	33	-85	266	284	30	20
S	Mar-1937	Apr-1942	62	-59	49	151	20	10
C	May-1946	Mar-1948	21	-28	27	73	14	12
E	Aug-1956	Oct-1957	15	-22	11	13	9	9
E	Dec-1961	Jun-1962	6	-28	14	18	15	9
E	Feb-1966	Oct-1966	8	-22	7	24	10	8
C	Nov-1968	May-1970	18	-36	21	270	9	10
S	Jan-1973	Oct-1974	21	-48	69	154	15	11
C	Nov-1980	Aug-1982	20	-27	3	8	12	20
E	Aug-1987	Dec-1987	3.3	-34	20	49	45	13
C	Jul-1990	Oct-1990	3	-20	4	6	17	14
S	Mar-2000	Oct-2002	30	-49	56	148	19	11
S	Oct-2007	Mar-2009	17	-57	49	55	32	16
Average			28	-38	60	90	16	13
Median			18	-32	39	49	14	11
Average Structural			42	-57	111	134	20	14
Average Cyclical			27	-31	50	73	14	13
Average Event Driven			9	-29	15	71	19	10

- Negli ultimi 2 secoli, a Wall Street si sono registrati **27 Bear market**, intesi come cali superiori al 20% (dati di Goldman Sachs). **La durata media è stata di 28 mesi e il calo medio del 38%.**
- Seguendo la classificazione di GS, quelli Event Driven (appena 5 su 27) impiegano in media 9 mesi da top a bottom e cedono il 29%. Quelli ciclici (la maggioranza, 15) in media durano 27 mesi e cedono il 31%.
- Il Bear market più breve, il 1990, è durato 3 mesi. **La statistica quindi non offre alcuno supporto all'idea che quest'episodio sia finito, dopo appena un mese**
- Questo, caso, per genesi, sembra un **Eventi Driven, ma con delle componenti di ciclicità** (il ciclo globale era maturo) e la presenza di **alcuni sbilanci** (leva) che potrebbero aggravarne il decorso
- Ciò detto, gli eccessi osservati i giorni scorsi potrebbero indicare **la conclusione di una prima fase del Bear market** lasciando posto ad un po' di sollievo.



L'Italia è il benchmark dei paesi occidentali



- Ai primi di Marzo, con la chiusura delle scuole e le limitazioni agli assembramenti, sono iniziate nel Nord Italia le prime misure di «social distancing». Le misure più stringenti sono cominciate 8/10 giorni fa.
- Nei prossimi 5 giorni si dovrebbero cominciare a vedere gli effetti sul numero di nuovi casi, anche se la variabilità nella conduzione dei test costituisce una wild card.
- Poiché i principali paesi EU hanno progressivamente seguito il metodo «italiano» i primi segnali in questo senso potranno dare un'indicazione per il continente ed eventualmente permettere ipotesi su un allentamento delle misure.

Riuscirà il Covid-19 a uccidere il Moral Hazard ?



- Come accennato in precedenza, la natura dello shock che colpisce il ciclo è tale da ridurre l'efficacia delle politiche monetarie per combatterlo.
- E ciò a prescindere dal fatto che gli arsenali delle banche Centrali si presentano sguarniti all'appuntamento
- Ciò non solleva gli istituti di emissione dall'obbligo di rendere più accomodanti possibile le condizioni finanziarie, allo scopo offrire un elevato grado di supporto all'economia e favorire un rapido recupero.
- Ma vi sono altri aspetti che rendono fondamentale l'azione di Powell, Lagarde e degli altri banchieri centrali

- L'epidemia, e le misure di contenimento producono uno shock sia dal lato della domanda che dell'offerta, con conseguente brusco calo (in alcuni casi interruzione temporanea) delle entrate per le aziende, in grado di causare stress finanziario, defaults e disoccupazione.
- La risposta a questo tipo di shock deve essere **necessariamente fiscale**. Sostanzialmente, è necessario che **gli Stati si facciano carico di un ammontare sufficiente di queste perdite di reddito, da evitare i fallimenti e il circolo vizioso che ne nascerebbe**, permettendo a aziende e consumatori di superare la crisi.
- Per ottenere questo, gli Stati dovranno aumentare la spesa pubblica in maniera considerevole. Come si vede in questi giorni, la gravità della crisi sta inducendo i Governi a modificare, dove necessario, le norme fiscali (in EU si parla di sospendere il patto di stabilità, in US di un budget fiscale di oltre 5% del GDP).
- Compito delle Banche Centrali è di:
 - ❖ Facilitare il finanziamento di questi budget, predisponendo piani di acquisto di asset che ne sostengano i corsi
 - ❖ Produrre schemi di finanziamento che, con la collaborazione del sistema bancario, permettano alle aziende di superare il periodo di assenza di fatturato indenni
- Al momento la Fed sembra aver intrapreso questa strada con più decisione rispetto all'ECB

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.