

---

# La recessione in Europa è stata estremamente lieve, ma negli USA il peggio deve ancora arrivare

---

Azioni europee | Agosto 2023

---



**Paul Doyle**  
Responsabile azionario large cap Europa

- **L'economia statunitense è fondamentale per l'Europa, ma mentre gli USA affrontano una recessione più profonda, la situazione nel Vecchio Continente appare più positiva**
- **L'Europa ha più risparmi in eccesso costituiti durante la pandemia rispetto agli USA, e anche la domanda inespressa è più elevata. Questo potrebbe spingere i consumatori a spendere più a lungo**
- **Il calo dei rendimenti obbligazionari statunitensi potrebbe essere visto come un bene (l'inflazione è stata sconfitta) o un male (la recessione è in arrivo). Quest'ultima opzione è più probabile**

L'aumento dei tassi di interesse ha fatto scendere l'inflazione. Speriamo tutti di essere vicini al punto di svolta in cui le banche centrali interromperanno i rialzi e inizieranno a tagliare i tassi. Molti osservatori sostengono che solo quando l'inflazione si avvicinerà all'obiettivo del 2% sarà possibile effettuare un cambio di rotta. Tuttavia, la media a 3 anni dell'inflazione negli USA e in Europa si attesta ancora al 5% e forse anche al 7% nel Regno Unito. Affinché l'inflazione cali al 2% in modo più duraturo, deve prima scendere ancora più in basso e stabilizzarsi all'1%, raggiungendo probabilmente un livello persino inferiore nel Regno Unito, visto l'andamento recente. È qui che le autorità politiche hanno fallito negli anni '70. Solo durante la profonda recessione dei primi anni '80 l'inflazione è scesa al di sotto del suo tasso storico decennale. Tra le tre aree geografiche, il Regno Unito necessita della recessione più profonda per tornare all'obiettivo d'inflazione. Negli ultimi tre anni ha già esaurito il "margine" decennale del 20% per l'inflazione.

## **Valutazione degli USA**

La Federal Reserve statunitense mira a raggiungere la stabilità dei prezzi, ovvero un'inflazione

del 2%. Per conseguire questo obiettivo deve indurre la deflazione. Il mercato se ne rende conto, il che spiega il rafforzamento del dollaro e l'indebolimento delle azioni in Asia e in Europa, nonché il calo delle valute vulnerabili di Turchia, Sudafrica e Argentina. La divisa cinese ha perso terreno perché il paese sta cercando di esportare la deflazione in tutto il mondo.

Gli USA utilizzano dati viziati per calcolare l'inflazione. L'indice dei prezzi al consumo (CPI) e il deflatore della spesa per consumi personali (PCE) contengono ampi elementi relativi agli affitti: 33% nel caso del CPI, di cui 25 punti che rappresentano gli affitti relativi alle abitazioni occupate dai proprietari. L'inflazione dei servizi stando al CPI, esclusi i costi immobiliari, è pari allo 0,4%. Tuttavia, la componente degli affitti relativi alle abitazioni occupate dai proprietari è aumentata dell'8%, facendo salire il CPI complessivo di maggio al 4%. I costi degli affitti e degli alloggi sono insensibili agli aumenti dei tassi, tranne che su periodi di tempo più lunghi, e l'indagine viene aggiornata ogni sei mesi, smussando i dati risultanti.

Negli USA i tassi reali dell'inflazione complessiva, escludendo la componente degli affitti, si attestano al 4% e non all'1%. Se si utilizzassero i dati attuali per l'inflazione degli affitti, anziché quelli vecchi di sei mesi, il CPI statunitense sarebbe più vicino allo 0% e i tassi reali al 5%, i più alti da quando Volcker era presidente della Fed nei primi anni '80.

Tutte e tre le componenti della misura dell'inflazione preferita dalla Fed (beni, alloggi e servizi alloggi esclusi) sono in calo. I prezzi dei beni superano dell'8% quelli dei servizi rispetto al periodo pre-pandemia. Gli affitti attuali precedono l'inflazione degli immobili residenziali di sei-dodici mesi, quindi è probabile che quest'ultima scenderà a partire da ora. I salari sono la parte più consistente dell'inflazione dei servizi alloggi esclusi. L'espansione media degli utili è scesa dall'8% al 5%. Il tasso di dimissioni, un buon indicatore della crescita dei salari, si colloca ai livelli pre-pandemici.

Il divario tra domanda e offerta di lavoro si è ampliato all'indomani della pandemia: la domanda ha superato l'offerta del 3,7% nel 2022. L'unico modo per reclutare lavoratori era quello di sottrarli alle altre imprese, a costi più elevati. La combinazione degli aumenti dei tassi d'interesse e dell'inasprimento fiscale ha contribuito a ridurre l'inflazione. Il numero di aziende che prevedono di aumentare i prezzi è sceso a livelli che non si vedevano dal 2019.

Di solito quando la domanda di lavoro diminuisce ma l'offerta aumenta, sale anche la disoccupazione. Tuttavia, con la piena occupazione, il calo della domanda causa una crescita più lenta dei salari e una riduzione dei posti di lavoro disponibili, piuttosto che la disoccupazione. Via via che l'inflazione si avvicina all'obiettivo della Fed, la recessione diventa più probabile. Con il calo della domanda di lavoro al di sotto della curva dell'offerta, ulteriori ribassi comporteranno un calo della produzione e un aumento della disoccupazione. Tutto ciò potrebbe verificarsi solo tra alcuni mesi, a seconda di cosa accadrà ai risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia. Negli USA avevano raggiunto un picco del 12% del reddito disponibile, pari a circa 2.200 miliardi di dollari e attualmente si attestano al 4% ossia 500 miliardi di dollari<sup>1</sup>. Sebbene siano ancora positivi, hanno annullato tre quarti dell'eccesso ed entro ottobre saranno pari a zero. Mentre ciò accade e il quadro fiscale si fa più aspro dopo l'estensione del tetto del debito, l'economia diventerà sensibile ai tassi di interesse reali elevati e il mercato del lavoro crollerà.

---

<sup>1</sup> Federal Reserve, The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings, 8 maggio 2023

I gruppi a più alto reddito dispongono di risparmi in eccesso rispetto al periodo pre-pandemia, che tuttavia non sono corretti per l'inflazione. L'aumento dei tassi di risparmio colpirà la spesa dei consumatori anche prima del deterioramento del mercato del lavoro. Dato che ultimamente i risparmi in eccesso sono stati spesi in servizi e non in beni come durante la pandemia, ciò colpirà la componente dei servizi, ad alta intensità di manodopera.

L'iniezione fiscale pari al 4% del PIL effettuata dagli USA nell'ultimo anno ha aggravato i problemi di un'economia in surriscaldamento, con un'inflazione eccessiva e senza una vera e propria disoccupazione. Ora che il tetto del debito è stato innalzato, il deficit si ridurrà, proprio quando gli studenti dovranno ricominciare a rimborsare i prestiti. Ciò trasformerà l'impulso fiscale da positivo a negativo. Adesso che la questione del tetto del debito è stata risolta, gli USA ricostruiranno il Conto generale del Tesoro (TGA), esauritosi alla vigilia del voto. Ciò ha neutralizzato tutto il quantitative tightening (QT) del primo semestre. Ora il TGA sarà ricostruito nella misura di 500-700 miliardi di dollari, proprio mentre il QT "scoperto" prosegue al ritmo di 250 miliardi di dollari a trimestre.

A questo si aggiunge il rallentamento dei prestiti bancari, che nel 2022 erano cresciuti di poco meno del 20%, ma che ora sono appena all'1%. A seguito delle azioni della Fed e del Tesoro le riserve in eccesso delle banche si esauriranno. Le banche si trovano di fronte a scelte poco appetibili: esaurire la liquidità e sperare in un salvataggio (cosa che non è riuscita alle banche regionali); aumentare i tassi di deposito (danneggiando i margini d'interesse netti); oppure ridurre i prestiti, passando a Treasury con ponderazioni di rischio inferiori. L'ultima opzione non ridurrà i bilanci bensì il rischio e non ridurrà l'offerta di moneta ma il moltiplicatore monetario, inasprando le condizioni creditizie. Ciò riduce la propensione al rischio, aggravando la contrazione della liquidità, come nell'estate del 2000 e a novembre 2007.

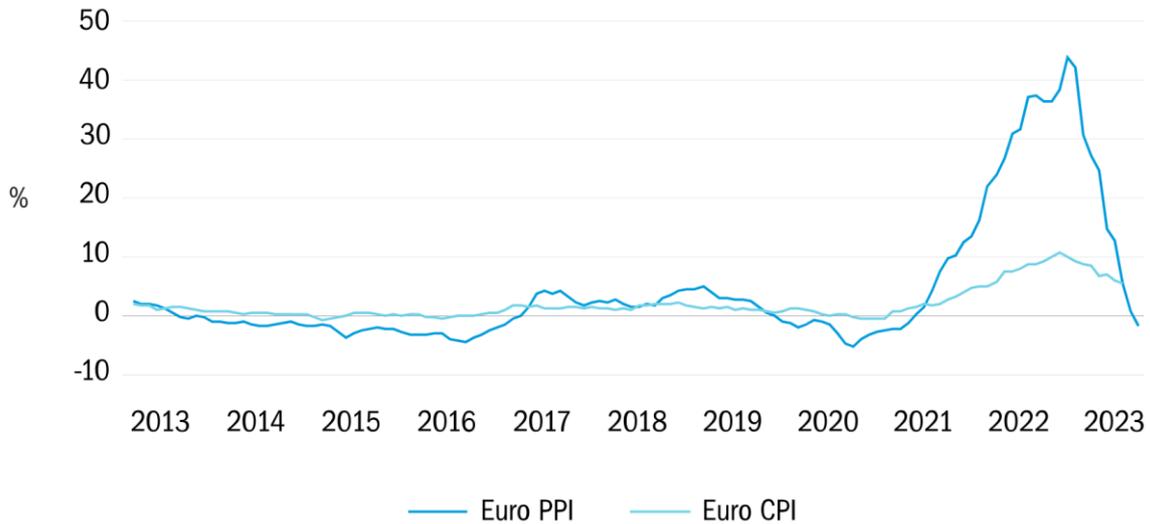
L'industria manifatturiera statunitense rimane debole: a maggio l'indice ISM manifatturiero è sceso a 46,9, e la componente dei nuovi ordini a 42,6. Si è verificata una riduzione delle scorte, ma le spese in conto capitale potrebbero aver raggiunto il minimo e l'onshoring imprimerà slancio alla spesa per investimenti del settore manifatturiero, in particolare nel comparto tecnologico.

La politica monetaria è restrittiva e il divario tra posti di lavoro e manodopera è diminuito di 1,6 punti dal 2022. Sebbene la ricostituzione delle scorte favorisca la domanda, gli effetti ritardati dell'inasprimento ne ridurranno l'impatto. La crescita del credito reagisce con ritardo all'inasprimento dei criteri di erogazione dei prestiti. La disponibilità di credito non è un problema al momento, ma le cose cambieranno con l'esaurirsi dei risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia e con l'aumento dei tassi ipotecari che si ripercuoterà sul settore degli alloggi.

### **Europa e resto del mondo**

In Europa i servizi continuano a dare prova di buona tenuta, ma (come negli USA) il settore manifatturiero è debole e i profit warning abbondano. L'inflazione dei prezzi alla produzione (PPI) precede il CPI europeo di uno o due trimestri (Figura 1), quindi i recenti cali del PPI si convertiranno in liquidità più avanti.

Figura 1: il calo dell'inflazione dei prezzi alla produzione dovrebbe far scendere l'inflazione



misurata dal CPI in Europa

Fonte: BCA Research, giugno 2023

Gli elevati risparmi in eccesso in Europa (Figura 2), fanno prevedere un miglioramento della spesa al consumo a fine 2023 e a inizio 2024, proprio quando i consumi statunitensi crolleranno.

Figura 2: risparmi in eccesso cumulati rispetto al trend pre-pandemia

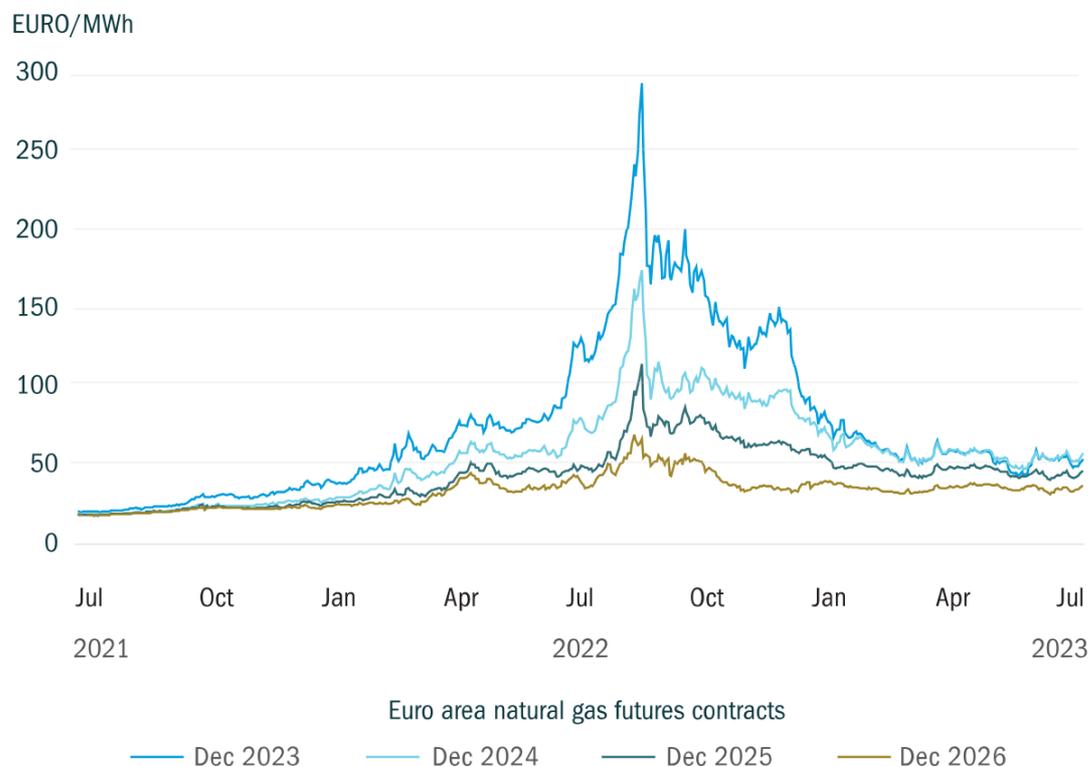


Fonte: BCA Research, giugno 2023

L'Europa dipende meno dall'energia russa grazie a nuovi gasdotti, allo stoccaggio di gas naturale liquefatto (GNL) e alle nuove fonti di approvvigionamento (Figura 3). Le banche

europee sono in condizioni migliori rispetto all'ultima recessione e le svalutazioni interne hanno colmato il divario di competitività tra Europa settentrionale e meridionale.

Figura 3: i futures suggeriscono che i prezzi del gas naturale in Europa rimarranno bassi



Fonte: Intercontinental Exchange, ICE Futures Limited/BCA Research, giugno 2023

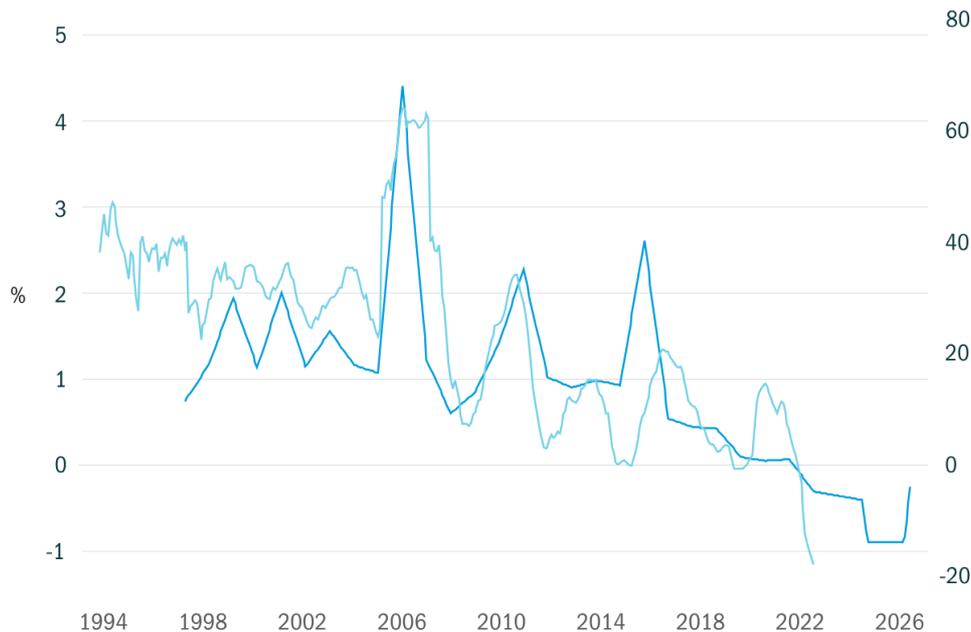
La Cina è alle prese con alcune sfide, tra l'aumento dei tassi e il deterioramento della liquidità globale. Tra le cause sono state evidenziate la cattiva allocazione del capitale nelle amministrazioni locali e l'eccessiva costruzione di immobili ad uso residenziale. Ciò ha annullato alcuni dei benefici dati dalle misure di stimolo governative. La Cina si trova a dover scegliere tra la deflazione interna o la stampa di moneta e il deprezzamento della valuta, cioè l'esportazione della deflazione. La svalutazione del renminbi alla fine del 1994 ha scatenato la crisi valutaria asiatica un paio di anni dopo; ora la svalutazione dello yen sta avendo lo stesso effetto sulla Cina.

La flessione globale del settore manifatturiero colpisce gli esportatori cinesi e, sebbene la riduzione delle scorte possa attenuarsi in questo comparto, persistono i problemi nel settore immobiliare. Il mercato immobiliare cinese assomiglia a quello giapponese degli anni '90, ma in peggio, e questo a causa dell'eccessiva costruzione di immobili, del debito e del peggioramento delle dinamiche demografiche. Secondo le Nazioni Unite, la popolazione cinese in età lavorativa si dimezzerà entro la fine del secolo<sup>2</sup>. La formazione di famiglie in Cina è strettamente correlata alla superficie degli edifici residenziali costruiti negli ultimi decenni, ed è negativa (Figura 4). Le ricadute saranno diverse da quelle viste negli USA tra il 2006 e il 2009. Gli stimoli monetari e fiscali aiuteranno, ma solo in misura marginale. Il CPI si attesta all'1% ed

<sup>2</sup> UN World Population Prospects 2022.

è in calo, il PPI è già negativo. I coefficienti di riserva scenderanno insieme ad altre misure, a sostegno della spesa interna. Questo movimento laterale o leggermente positivo è il massimo a cui possiamo auspicare in Cina per il resto dell'anno<sup>3</sup>.

Figura 4: la contrazione della popolazione in età lavorativa in Cina implica una minore domanda di abitazioni



Fonte: — Working-age\* population (Advanced, LS) — Residential floor space sold\*\* (RS) China

National Bureau of Statistics/BCA Research, giugno 2023. \*popolazione tra i 15 e i 64 anni, proiettata nel futuro di 5,5 anni. \*\*indicato come media mobile a due anni.

Ci sono notizie positive sugli utili. Esiste un legame tra le revisioni degli utili e le sorprese economiche: quando le sorprese economiche aumentano, gli analisti effettuano revisioni al rialzo. Dopo essere scese per mesi, le previsioni evidenziano un rialzo grazie al miglioramento dei margini (e non delle vendite). I margini sono elevati negli USA, tornati ai livelli del 2019, quindi la recessione imminente dovrebbe essere lieve. La ricostituzione delle scorte in Europa e in Asia sarà favorita da una ripresa del settore manifatturiero. L'Europa sembra offrire valutazioni interessanti con utili prospettici che si attestano a 12 volte rispetto alle 20 volte degli USA.

La Banca centrale europea (BCE) si è impegnata ad effettuare almeno un altro rialzo dei tassi. L'istituto ha previsto un'inflazione superiore al 5% quest'anno, del 3% nel 2024 e del 2,3% nel 2025<sup>4</sup> - tutt'ora al di sopra dell'obiettivo e più alta di quanto previsto a marzo. L'inflazione dei prezzi energetici si è affievolita, ma la pressione esercitata dalle condizioni tese sul mercato del lavoro e dall'aumento dei prezzi nel settore dei servizi mantiene l'inflazione al di sopra dell'obiettivo. A causa della politica monetaria adottata, la BCE rischia di causare una

<sup>3</sup> BCA Research, giugno 2023

<sup>4</sup> Banca centrale europea, Proiezioni macroeconomiche, giugno 2023

recessione per raggiungere l'obiettivo. L'Europa ha registrato una lieve recessione con due leggeri cali consecutivi della produzione. La diminuzione dell'inflazione consentirà ai rendimenti obbligazionari di scendere, mentre l'attività industriale dovrebbe stabilizzarsi.

Gli effetti della politica monetaria restrittiva sono visibili nella contrazione dell'offerta di moneta, nel calo della domanda di credito, nell'inasprimento degli standard creditizi e nell'indebolimento dei flussi di credito. Tutto ciò, unito alla debolezza del settore manifatturiero, causerà un calo dell'inflazione. Le aspettative di inflazione stanno già scendendo, così come il costo del lavoro, spingendo al ribasso l'inflazione del settore dei servizi. La politica monetaria della BCE è già abbastanza restrittiva: i tassi sono passati dal -0,5% al 3,5%, e ulteriori rialzi rischiano di rivelarsi un errore monetario.

Ironicamente, anche se la crescita dei salari si sta attenuando, il calo dei prezzi consentirà ai salari reali di recuperare il terreno perso nel 2022, quando sono crollati a causa del picco dell'inflazione. L'Europa ha più risparmi in eccesso costituiti durante la pandemia rispetto agli USA. Anche la domanda inespressa è più elevata nel Vecchio Continente che negli USA: il consumo di beni durevoli (corretto per l'inflazione) è inferiore del 12% rispetto al trend pre-pandemico, mentre negli USA lo supera del 12%. Questa combinazione potrebbe far sì che i consumatori continuino a spendere più a lungo rispetto agli USA, ma ciò rischia di indurre la BCE ad aumentare i tassi invece di ridurli.

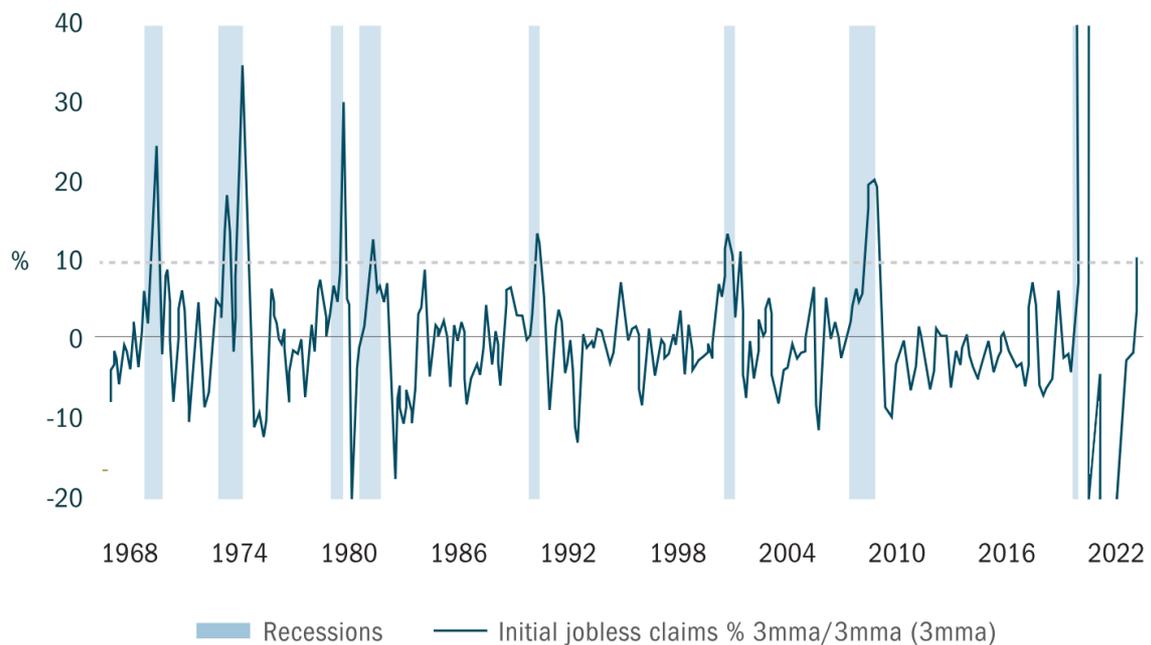
I titoli ciclici hanno sovraperformato quelli difensivi, nonostante il peggioramento dell'economia, come era accaduto nel 2007 grazie alle speranze dell'inizio di un nuovo ciclo. La Fed ha portato i tassi al 5,25% nel 2007, dove si trovano ora, e il mercato ha pensato di poter ignorare i tassi d'interesse più elevati con l'avvicinarsi di un nuovo ciclo. Gli osservatori più ottimisti sostengono che questa volta le cose sono diverse per via del Covid, e che quindi dovremmo guardare oltre i rialzi dei tassi per capire quando le banche centrali procederanno con i tagli. I settori che hanno registrato le migliori performance in Europa negli ultimi 12 mesi sono stati il commercio al dettaglio, le compagnie aeree, i semiconduttori, le auto, le banche e le costruzioni, mentre i titoli difensivi si sono piazzati in fondo alla classifica. La situazione è simile negli USA, dove i titoli sensibili dal punto di vista economico guardano oltre la flessione della dinamica macroeconomica. Il mercato ha subito un repricing, da un P/E di 15 volte nel 2022 alle 20 volte oggi. L'offerta di moneta si sta deteriorando. Il rapporto tra nuovi ordini e scorte è negativo. I PMI di ogni paese e area geografica hanno deluso in giugno rispetto a maggio, compresi quelli dei servizi.

Nel settore immobiliare, come nell'ultimo ciclo (dal picco del 2005 al minimo del 2009), l'aggiustamento è lento: l'accessibilità economica dei mutui ipotecari sta accusando il colpo, ma i prezzi degli immobili non hanno ancora reagito. Un numero sempre maggiore di proprietari di abitazioni si ritrova con mutui onerosi - i costi dei mutui fissi a due anni nel Regno Unito sono passati dall'1,5% al 6,3% - ma, dati i tassi ipotecari a buon mercato durante la pandemia, i tassi ipotecari effettivi sono ancora inferiori ai livelli del 2019.

### **E adesso?**

Il ritardo tra le migliori condizioni sul mercato del lavoro e la recessione è in genere inferiore a sei mesi. La disoccupazione ha raggiunto un minimo del 3,4% a giugno. L'aumento del 10% delle richieste iniziali di disoccupazione in un periodo di tre mesi preannuncia una recessione. Questo segnale non è mai stato confutato, e si è appena ripresentato. I PMI stanno raggiungendo il massimo e le richieste di sussidi di disoccupazione sono in aumento.

Figura 5: recessioni e richieste di sussidi di disoccupazione



Fonte: Bloomberg Finance LP/JP Morgan, 2023

L'anno scorso molti ritenevano che si sarebbe verificata una recessione nella prima metà del 2023, seguita da un miglioramento nel secondo semestre. Noi dicevamo il contrario. Ora si spera in un atterraggio morbido. L'anno scorso il sentiment era negativo, come dimostra il posizionamento short sui futures su indici. All'inizio dell'anno il posizionamento era neutro o corto, ora è vicino ai massimi.

La volatilità è ai minimi storici. Ovunque si scorge un senso di noncuranza. I rendimenti delle obbligazioni statunitensi hanno raggiunto il picco. Il mercato azionario è stato trainato dalla tecnologia. Il calo dei rendimenti potrebbe essere visto come un bene (l'inflazione è stata sconfitta) o un male (la recessione è in arrivo), ma quest'ultima ipotesi è più probabile. Se l'occupazione statunitense dovesse evidenziare un calo, è probabile che le performance migliori a livello settoriale vengano messe a segno da sanità, tecnologia e beni di prima necessità.

La curva dei rendimenti statunitense si è invertita a luglio dello scorso anno. La domanda di credito negli USA è ai minimi dalla crisi finanziaria globale. Lo stesso vale per l'Europa: i prestiti bancari alle famiglie sono in calo. La Fed ha ampliato il proprio bilancio di 300 miliardi di dollari durante la crisi delle banche regionali. Tuttavia, questa parentesi si è già conclusa e il bilancio sta venendo nuovamente ridotto.

Anche i margini stanno diminuendo. Le revisioni degli utili stanno evidenziando una stabilizzazione dopo essere state negative dallo scorso giugno, ma la situazione per quanto riguarda le richieste di disoccupazione sta per peggiorare. Al momento c'è uno scollamento tra i prezzi delle azioni e i rendimenti reali. L'Europa ha sovraperformato gli USA del 30% per sei mesi, ma un terzo di questa performance è stato annullato. I posti di lavoro disponibili sono in calo, mentre i prezzi delle abitazioni hanno raggiunto il massimo e ora stanno scendendo.

L'Europa è influenzata dall'attività nel resto del mondo tanto quanto gli USA. Le recessioni globali sono rare, se ne sono verificate solo tre negli ultimi 100 anni: nel 1930-31, nel 2008-09 e nel 2020 durante la pandemia. In genere le recessioni globali comportano una crescita inferiore alla media, come negli anni '70, '80, '90 e 2000. Se è questo ciò che definisce una recessione "normale", allora ne stiamo già vivendo una: la Cina sta rallentando, l'Europa è in recessione, la crescita degli USA non raggiunge il 2%, quindi le economie orientate all'esportazione come la Germania stanno soffrendo.

La disoccupazione non è ancora aumentata in modo significativo, né in Europa né negli USA, ma in Cina la disoccupazione giovanile supera il 20%, ossia il doppio dei livelli pre-pandemia. Quest'estate 12 milioni di neolaureati si aggiungeranno a tale percentuale. La disoccupazione in Germania è in aumento, e gli USA non tarderanno a seguire.

Le materie prime sono in un mercato ribassista, il credito high yield è alla deriva e i settori sensibili dal punto di vista economico come quello chimico pubblicano quasi quotidianamente profit warning. Fatta eccezione per alcuni colossi tecnologici statunitensi, il mercato azionario evidenzia un andamento laterale e una rotazione all'interno dei settori.

La Cina sta rallentando e si prevede che il governo aumenterà gli stimoli. Le economie dei paesi sviluppati sono state spinte in recessione dalle politiche aggressive delle rispettive banche centrali. Dopo un rimbalzo alla fine del 2022, le azioni cinesi hanno evidenziato debolezza quest'anno. Potremmo avere un po' di tregua quando i mercati emergenti inizieranno a registrare performance migliori rispetto a quelli sviluppati, imprimendo slancio ai titoli europei dei consumi che hanno sottoperformato quelli tecnologici.

Nota: la fonte di tutti i dati riportati nell'articolo è Bloomberg salvo diversa indicazione, a luglio 2023.



## Avvertenze

**Esclusivamente ad uso di investitori professionali e/o di tipologie di investitori equivalenti nella propria giurisdizione (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). Per scopi di marketing.**

Questo documento viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato rappresentativo di un particolare investimento. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia titolo o altro strumento finanziario, né alla fornitura di servizi o consulenza in materia di investimenti. Investire comporta dei rischi, tra cui il rischio di perdita del capitale. Il capitale è a rischio. Il rischio di mercato può riguardare un singolo emittente, settore dell'economia, industria ovvero il mercato nel suo complesso. Il valore degli investimenti non è garantito e di conseguenza gli investitori potrebbero non recuperare l'importo originariamente investito. Gli investimenti internazionali comportano alcuni rischi e una certa volatilità in ragione della potenziale instabilità politica, economica o valutaria e di principi contabili e finanziari differenti. I titoli nominati nel presente documento sono forniti a scopo illustrativo, sono soggetti a variazioni e non vanno interpretati come una raccomandazione di acquisto o di vendita. I titoli esaminati potrebbero rivelarsi o meno redditizi. Le opinioni espresse sono valide alla data indicata, possono cambiare al mutare del contesto di mercato o di altre condizioni e possono differire da altre opinioni espresse da altre società consociate o affiliate di Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Le decisioni di investimento o gli investimenti effettivamente realizzati da Columbia Threadneedle e dalle sue affiliate, per conto proprio o per conto di clienti, possono non riflettere necessariamente le opinioni espresse. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza d'investimento e non tengono conto delle circostanze specifiche di ciascun investitore. Le decisioni di investimento dovrebbero essere sempre effettuate in funzione delle esigenze finanziarie, degli obiettivi, delle finalità, dell'orizzonte di investimento e della tolleranza al rischio di ciascun investitore. Le classi di attivi descritte potrebbero non essere idonee per tutti gli investitori. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e nessuna previsione deve essere considerata come una garanzia. Le informazioni e le opinioni fornite da terze parti sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza e completezza. Il presente documento e i relativi contenuti non sono stati esaminati da alcuna autorità di regolamentazione.

**Per il SEE:** pubblicato da Threadneedle Management Luxembourg S.A., registrata presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), numero di iscrizione B 110242, e/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM), numero di iscrizione 08068841.

Il presente documento potrebbe essere messo a disposizione del destinatario da una società affiliata facente parte del gruppo Columbia Threadneedle Investments: Columbia Threadneedle Management Limited nel Regno Unito; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM), numero di iscrizione 08068841.

**Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle.**