



Jeffrey Schulze, CFA
Director, Investment Strategist

L'ottica di lungo termine: Acquistare nella ripresa a V o recessione a W?

Elementi chiave da ricordare

- ▶ L'economia ha continuato ad accelerare nel terzo trimestre, aiutata da una politica favorevole e da un miglioramento del lavoro e dei consumi che hanno alimentato l'inizio di una ripresa a V.
- ▶ I fondamentali sembrano offrire un buon sostegno al rally attuale del mercato, e la flessione di settembre è stata più un riposizionamento che un segno premonitore di fattori sfavorevoli.
- ▶ Il ClearBridge Recovery Dashboard questo mese è rimasto invariato, e considerando il miglioramento dello scenario economico indicato dal segnale generale verde i mercati finanziari dovrebbero riuscire a superare indenni il periodo volatile associato alle elezioni.

L'economia finora è andata sorprendentemente bene

Quando l'indice S&P 500 ha superato del 50% il minimo di marzo, è emerso un sano livello di scetticismo degli investitori in merito alla durata del rally e la genuinità del rimbalzo dell'economia. Non è una percezione insolita nelle fasi iniziali di una nuova espansione economica, considerando che essendo ancora sotto gli effetti dei duri colpi subiti, gli investitori continuano a concentrarsi sui possibili problemi associati alla recessione appena terminata, un comportamento noto come "ancoraggio". Mentre il ritmo della crescita nel terzo trimestre è oggetto di discussione, nessun singolo economista su un totale di 62 interrogati da Bloomberg prevede una contrazione dell'economia nel terzo trimestre. Alcuni esperti ritengono che la recente flessione prelude a una recessione a W. Da parte nostra invece siamo ancora convinti che si tratti di una flessione e non dell'inizio di un calo più ampio.

Le nostre view sono ancora influenzate dalla forza generale indicata dal ClearBridge Recovery Dashboard. Strumenti di questo tipo ci aiutano a evitare trappole comportamentali, ad esempio ancorarsi forzando un obiettivo e analisi periodiche di dati in arrivo, e ci consentono di adeguare più facilmente le nostre view con l'evolversi della situazione concreta. È ovvio che nessun modello è perfetto, e siamo fermamente convinti che il risultato migliore si ottenga con una combinazione di "arte e scienza". Il recovery dashboard è diventato verde all'inizio del terzo trimestre e nei mesi successivi si è assistito a un miglioramento di svariati indicatori. Questo mese il dashboard è rimasto invariato, e con sette segnali verdi, uno giallo e uno rosso (e un verde generale), siamo ancora convinti che l'economia abbia trovato una base durevole da cui riprendere a salire.

Figura 1: ClearBridge Recovery Dashboard

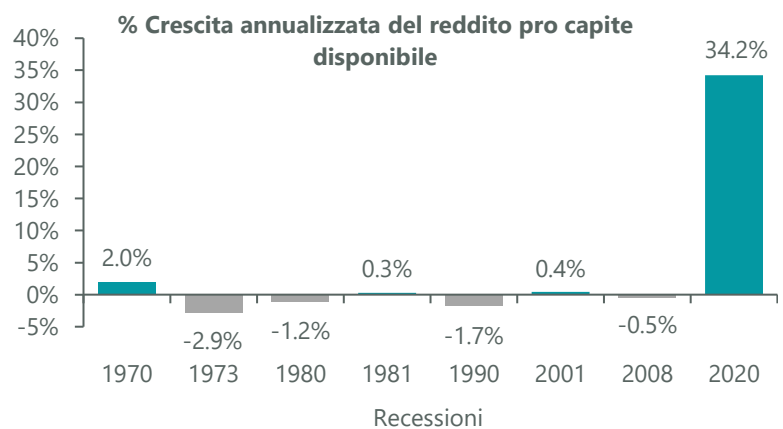
	30 settembre 2020	31 agosto 2020	31 luglio 2020	
Fiducia	Fiducia dei consumatori	↑	↑	↑
	Fiducia degli affari (ISM)	↑	↑	↑
	Sentiment degli investitori	×	×	×
Economia	Partenze immobili residenziali	↑	↑	●
	Prime richieste sussidi disoccupazione	●	●	●
	Philly Fed	↑	↑	↑
Finanza	Spread creditizi	↑	↑	●
	Politica della Fed	↑	↑	↑
	Condizioni finanziarie	↑	↑	↑
Segnale generale		↑	↑	↑

↑ Espansione ● Miglioramento × Recessione

Dati al 30 settembre 2020. Fonte: FactSet, Bloomberg, Conference Board, Census Bureau, Federal Reserve, FRBPA, Chicago Fed, ISM, Dept. of Labor, Bloomberg/Barclays, AAI, Investors Intelligence, e Moody's.

Un interrogativo fondamentale sul quale hanno discusso gli investitori durante la chiusura all'inizio di quest'anno ha riguardato la forma che avrebbe avuto la ripresa. Contro tutte le probabilità, per ora l'ipotesi più probabile in assoluto sembra quella di una forma a V. Per illustrare questo punto, basta guardare le vendite al dettaglio negli Stati Uniti, che dopo soli sei mesi sono già tornate ai picchi pre-pandemia. Durante la crisi finanziaria globale la ripresa è invece durata 34 mesi, e 16 mesi durante la recessione del 2001-2002. Vi sono pochi dubbi che il sostegno principale al rimbalzo attuale sia derivato dal CARES Act, con i sussidi governativi che hanno più che compensato i cali di stipendi e salari. I redditi disponibili in effetti durante la recessione sono saliti, e sebbene ciò non sia insolito durante una fase di calo, la misura del miglioramento (+34,2%) è eccezionale.

Figura 2: Ma le recessioni non dovrebbero essere dolorose?



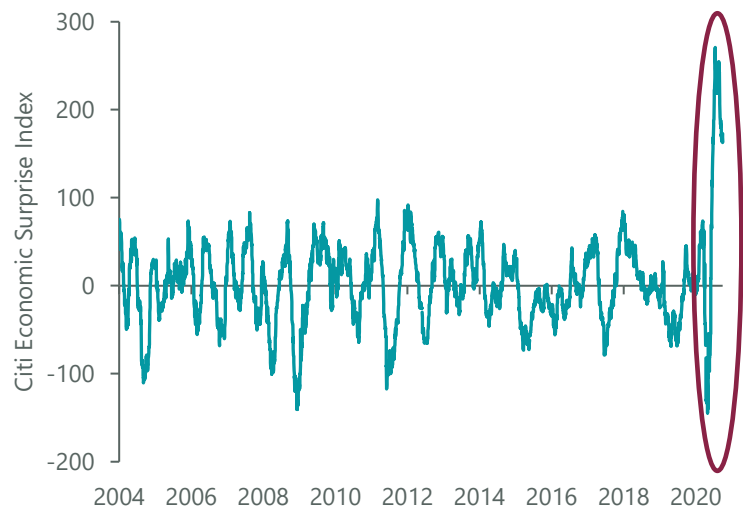
Dati al 30 giugno 2020. Fonte: BEA, FactSet.

Il rally attuale del mercato sembra ben sostenuto dai fondamentali, dopo una ripartenza sostenuta da politiche fiscali e monetarie.

Un secondo propulsore positivo dei redditi è stato il mercato del lavoro, la cui ripresa appare molto più rapida del previsto. Attualmente il tasso di disoccupazione è sceso dal 14,7% di aprile al 7,9% di settembre ed è stata recuperata poco più della metà dei posti di lavoro persi. Dopo la fine della Crisi Finanziaria Globale, invece, c'erano voluti tre anni e mezzo prima di recuperare metà dei posti di lavoro persi e cinque anni per ritracciare in proporzione il crollo nel tasso di disoccupazione.

Ciò che illustra meglio questa ripresa a V potrebbe essere il Citi Economic Surprise Index (CESI), una misura su ampia base di quanto i dati economici stiano superando o mancando le previsioni del consensus. Questo indice ha toccato massimi record (quasi 3x) alla riapertura dell'economia, indicando che alla fine della primavera e all'inizio dell'estate, con la riaccelerazione dell'economia i dati economici sono stati decisamente migliori del previsto.

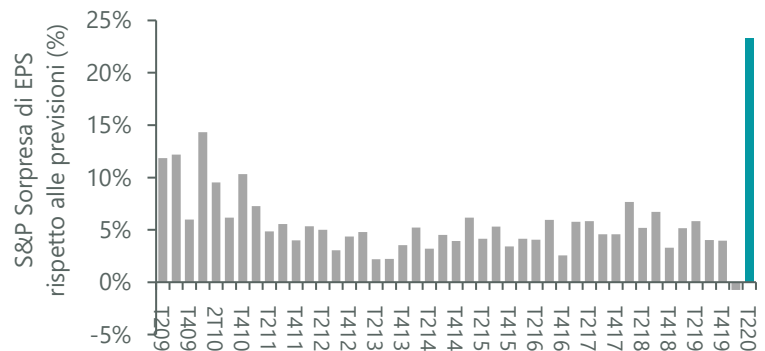
Figura 3: Sorprese storiche dell'economia



Dati al 30 settembre 2020. Fonte: Citi, FactSet.

Quando l'economia ha iniziato a migliorare, altrettanto hanno fatto le stime degli utili. Gli utili del secondo trimestre sono risultati decisamente superiori alle previsioni del consensus e hanno sorpreso più che in qualsiasi trimestre successivo alla fine della Crisi Finanziaria Globale. I management team delle società inoltre hanno fornito in generale guidance positive, che hanno aiutato a far salire le revisioni delle previsioni di utili. Nel terzo trimestre, le previsioni di utili dell'S&P 500 sono migliorate del 4% per il 2020 e del 2% per il 2021.

Figura 4: Sorprese storiche dell'economia



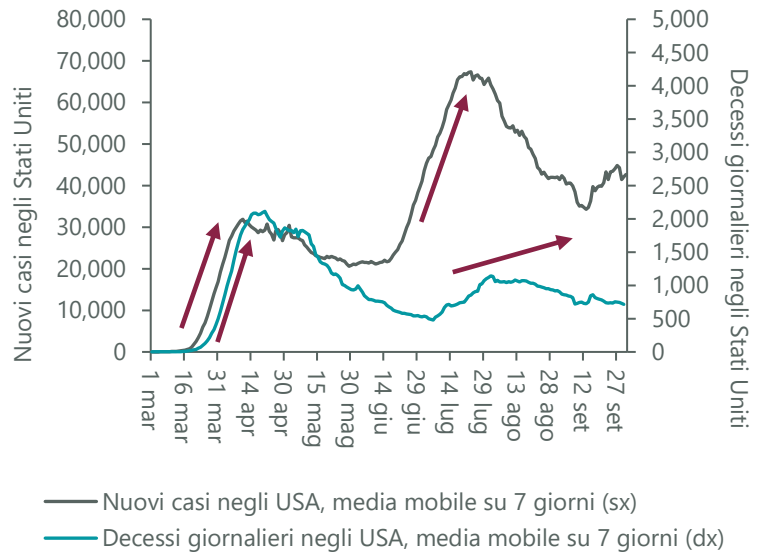
Dati al 30 giugno 2020. Fonte: FactSet.

Tutto sommato, nel terzo trimestre si è assistito a un drastico miglioramento dell'economia e degli utili, che ha contraddetto le tesi di una divergenza tra l'attività dei servizi e delle merci e i mercati. È innegabile che le valutazioni siano salite notevolmente partendo da livelli minimi, tuttavia è una dinamica abituale all'inizio di una ripresa. In questo scenario, il rally attuale del mercato sembra ben sostenuto dai fondamentali, dopo una ripartenza sostenuta da politiche fiscali e monetarie. Nonostante questo contesto sorprendentemente positivo, molti continuano a percepire svariati ostacoli potenziali che i mercati finanziari dovranno ancora superare.

Nuovi mattoni per il muro della paura

Il primo di questi, è la battaglia in corso contro il coronavirus. Svariati paesi europei, tra cui Germania, Francia, Spagna, Paesi Bassi, Regno Unito e Irlanda, hanno recentemente irrigidito le restrizioni (pur senza arrivare a livelli di lockdown) a fronte di un'accelerazione dei contagi. Con l'aumento dei casi negli Stati Uniti, gli investitori si stanno chiedendo se non sarebbe possibile un irrigidimento analogo delle misure di prevenzione. La buona notizia è che in estate, quando sono divampati i casi negli Stati Uniti, il tasso di mortalità si è mantenuto basso, grazie tra l'altro a migliori protocolli di trattamento e a una maggiore concentrazione dei casi in una fascia di età più giovanile. Se continuerà ad allentarsi il rapporto tra numero di casi e di decessi, e andranno avanti i progressi sul fronte medico, la pressione sui sistemi ospedalieri dovrebbe mantenersi minore, rendendo improbabile un ritorno ai lockdown di marzo e aprile.

Figura 5: L'inverno sta arrivando

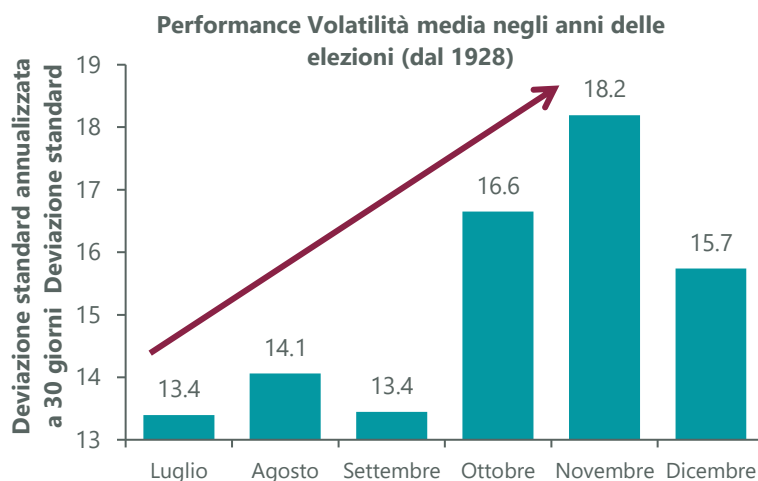


Dati al 1° marzo - 30 settembre 2020. Fonte: Our World in Data, European Centre for Disease Control (ECDC), Covid Tracking Project.

Un secondo motivo di preoccupazione è la scomparsa del sostegno fiscale. I dati più recenti relativi ai consumi personali indicano che in complesso gli americani stanno attingendo ai loro risparmi per i pagamenti di spese fisse indifferibili, mentre molti sono ancora senza lavoro e l'importo dei sussidi per la disoccupazione sta diminuendo dopo la scadenza a fine luglio dei 600 dollari extra settimanali. Anche se il Lost Wages Assistance Program dovrebbe aiutare, in totale elargirà solo 44 miliardi di dollari, che difficilmente compenseranno il calo dei risparmi dei consumatori, salito oltre 700 miliardi a settembre. Al ritmo attuale, i consumatori hanno almeno qualche altro mese di riserve accumulate, grazie a un tasso del 14,1% di risparmi personali insolitamente elevato, ma quanto più i responsabili della politica attendono prima di prolungare il sostegno, tanto maggiore è il rischio di un errore politico. Secondo noi entro uno o due trimestri sarà autorizzata un'altra tornata di stimolo.

La terza, e forse la più ampia, fonte di ansietà per il mercato sono le prossime elezioni negli Stati Uniti. Abituamente la volatilità aumenta con l'avvicinarsi della data delle elezioni, poiché gli investitori cercano di anticipare la possibilità di cambiamenti politici. Al centro delle preoccupazioni per gli investitori azionari vi è la prospettiva di un aumento delle imposte sulle società e sulle persone fisiche proposto dalla campagna di Biden. È difficile scontare quali proposte della campagna potrebbero eventualmente tradursi in leggi, tuttavia svariati possibili elementi positivi potrebbero compensare in parte il peso di un aumento delle imposte; tra questi un aumento della spesa statale, una possibile tornata più ampia di stimolo fiscale in futuro e una minore incertezza sui dazi. Inoltre potrebbe esserci una riluttanza ad aumentare le imposte, data la fragilità dell'economia: un contesto analogo a quello del 2009, quando ci sono voluti quattro anni prima che gli aumenti delle imposte si materializzassero.

Figura 6: Le elezioni fanno aumentare la volatilità



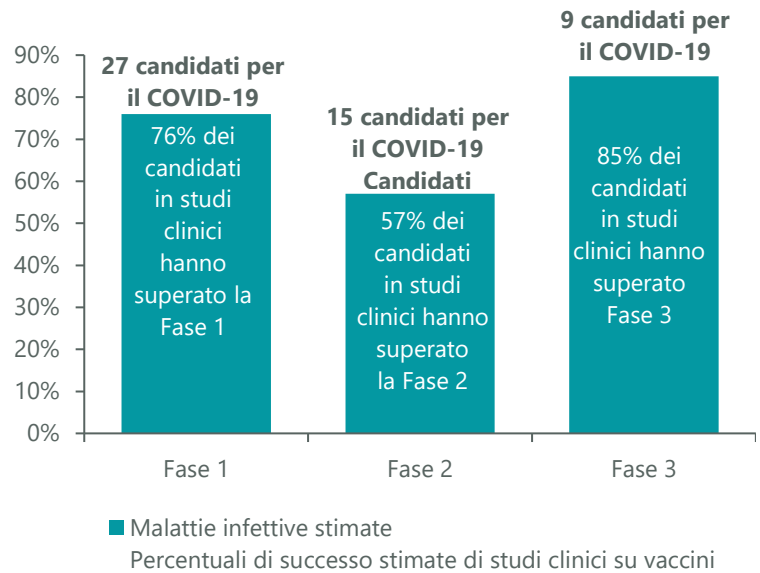
Fonte: FactSet.

Mentre con l'avvicinarsi della fine dell'anno la volatilità potrebbe non aumentare, il calo di settembre non è stato comunque accompagnato da movimenti determinanti nei mercati obbligazionari. I rendimenti dei Treasury e gli spread del credito si mantengono stabili, così come le previsioni di inflazione. Secondo noi ciò conferma che le recenti vendite massicce sono state piuttosto un riposizionamento e consolidamento, invece di indicare l'inizio di una rivalutazione della salute dell'economia. In altri termini, alla fine riteniamo che sia il momento opportuno per acquisti degli investitori in una fase di ripresa a V, piuttosto che l'inizio di una recessione a W.

Non sono da escludere altre sorprese al rialzo

Con l'avvicinarsi del freddo e il periodo delle festività all'orizzonte, molti inizieranno a offrire previsioni su ciò che potrebbe portare il 2021. Alcuni esperti l'anno passato avevano previsto che una pandemia globale avrebbe drasticamente rimodellato in pratica tutti gli elementi della vita personale, del lavoro e delle interazioni. Nelle nostre recenti conversazioni con gli investitori, è apparso che molti di loro sottovalutassero le possibilità che l'anno prossimo l'economia mondiale possa tornare a condizioni simili alla normalità pre-pandemia. Questo scenario di una "coda di destra" dipende ampiamente dai progressi della medicina, ad esempio il successo nella messa a punto e la distribuzione di un vaccino (o di una terapia efficace). Attualmente vi sono nove possibili vaccini contro il COVID-19 in studi clinici di fase 3. Il tasso storico di successo dei vaccini per malattie infettive negli studi di fase 3 è 85%, per cui si può presupporre che almeno uno di questi candidati avrà una buona possibilità di approvazione. Un'approvazione iniziale potrebbe essere rilasciata come Autorizzazione all'Uso di Emergenza, ed essere circoscritta agli operatori sanitari e alle fasce di popolazione maggiormente a rischio (per esempio, i ricoverati in case di cura), tuttavia è probabile che una distribuzione più ampia seguirebbe in tempi brevi, considerando che si stanno già organizzando scorte di possibili vaccini e piani per la distribuzione.

Figura 7: Possibilità di successo per i vaccini



Fonte: "Estimation of clinical trial success rates and related parameters", Biostatistics, Volume 20, Issue 2, April 2019, Pages 273–286; WHO, New York Times.

Con l'aumento di disponibilità di un vaccino, i governi dovrebbero riuscire a revocare rapidamente le restrizioni, facendo aumentare la fiducia degli affari e dei consumatori. Con un aumento dei risparmi personali e una tendenza al rialzo della domanda, nel periodo successivo alla disponibilità del vaccino si potrebbe assistere a una "riscossa della spesa" e una conseguente crescita dell'economia superiore alle medie di lungo termine. Le scorte di magazzino sono scese notevolmente per molte attività che cercano di tagliare i costi in qualsiasi modo possibile, e un ciclo di rifornimento trainerebbe ulteriormente l'attività economica. Con la combinazione di tassi d'interesse più bassi, dollaro più debole e minori costi dell'energia, lo scenario macro dovrebbe inoltre dare impulso ad attività e consumatori. Questi sono stati elementi fondamentali storici per alimentare robuste riprese dell'economia.

È importante ricordare che fino a che non è iniziata la pandemia a febbraio, nell'economia statunitense non vi erano squilibri strutturali di rilievo. È un quadro molto diverso dall'esperienza fatta con l'ultima recessione, quando famiglie e banche hanno dovuto eliminare il debito e smaltire gli eccessi accumulati nel ciclo precedente negli anni successivi. In assenza dei tradizionali pericoli di recessione che pesano sull'economia, la possibilità di una ripresa molto più rapida della media è molto chiara. Questo scenario dipende dal controllo che il sostegno governativo riuscirà a esercitare sul danno macro. È molto importante considerare che i responsabili della politica sembrano stare combattendo la battaglia finale, con la Fed che si posiziona per restare ultra accomodante per il prossimo futuro. Lo scenario della "coda di destra" potrebbe dimostrarsi eccessivamente ottimista, essendo inevitabile che lungo la strada vi siano alti e bassi, ma secondo noi le prospettive per l'economia statunitense in un uno scenario più "di base" restano brillanti.

Definizioni

Un **andamento a W** si riferisce a una recessione in cui a un periodo di calo dell'economia segue un breve periodo di crescita, seguito poi da un altro periodo di calo.

Una **ripresa a V** è caratterizzata da una ripresa rapida e sostenuta in termini di performance economica, dopo un drastico calo dell'economia. A causa della rapidità di adeguamento dell'economia e ripresa della performance macroeconomica, una ripresa a V è il migliore scenario possibile tenendo conto della recessione.

Il **ClearBridge Recovery Dashboard** comprende 9 anticipatori leader dell'economia, finanza e mercato che possono fornire informazioni relative alla direzione dell'economia statunitense.

L'**Indice S&P 500** è un indice non gestito di 500 titoli che rappresentano in generale la performance delle società più grandi negli Stati Uniti

La **Federal Reserve statunitense**, o "**Fed**," è responsabile della formulazione di una politica ideata per promuovere la crescita economica, la piena occupazione, prezzi stabili e un modello sostenibile di commercio internazionale e pagamenti.

La **Federal Reserve Bank of Philadelphia** (FRBPA) regola le **banche** esistenti nel suo territorio, fornisce liquidità a **banche** nel suo distretto e vigila sui depositi elettronici. La **Philadelphia Fed** è inoltre l'hub principale per il sistema Legacy Treasury Direct. (Utilizzato nella Figura 1)

Per **Crisi Finanziaria Globale** si intende lo sconvolgimento dell'economia che fece seguito al collasso di importanti banche d'investimento nel 2007-08, contrassegnato da una perdita di liquidità generale nei mercati del credito e cali dei prezzi azionari.

"**CARES Act**" è l'abbreviazione di "Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act"

Il **Bureau of Economic Analysis (BEA)** è un'agenzia del Dipartimento del Commercio che elabora statistiche di conti economici che consentono al governo, agli organi decisionali degli affari, ai ricercatori e al pubblico americano di seguire e comprendere la performance dell'economia nazionale. Il BEA lo fa raccogliendo dati alla fonte, svolgendo ricerche e analisi, sviluppando e implementando metodologie di stime e diffondendo pubblicamente le statistiche.

I **Citigroup Economic Surprise Indices (CESI)** sono misure obiettive e quantitative di notizie economiche.

Sono definiti come deviazioni standard ponderate di sorprese dei dati (pubblicazioni effettive vs. mediana delle inchieste Bloomberg). Gli indici utilizzano anche una funzione di decadimento temporale per replicare la memoria limitata dei mercati. (Utilizzato nella Figura 3)

La **deviazione standard** è una misura della dispersione di un gruppo di dati dalla sua media o dalla media generale.

Sorpresa EPS è la differenza (espressa come percentuale) tra gli utili per azione (EPS) trimestrali effettivi riportati e l'EPS trimestrale stimato. (Utilizzato nella Figura 4)

Il programma **Lost Wages Assistance** è un programma di sussidi federali che paga da 300 a 400 dollari settimanali agli aventi diritto.

Un **drawdown** è un calo dal massimo al minimo durante un periodo specifico per un investimento, conto di trading o fondo.

Il **rendimento dei Treasury** è il rendimento sull'investimento, espresso come percentuale, sui titoli di debito emessi dal governo degli Stati Uniti. In altri termini, il rendimento dei Treasury è il tasso d'interesse effettivo pagato dal governo degli Stati Uniti per prendere in prestito denaro per durate diverse.

Uno **spread creditizio** è la differenza in termini di rendimento tra due tipi diversi di obbligazioni con scadenza simile, il cui spread è dovuto a una differenza della qualità creditizia.

La **coda di destra** è il rendimento positivo che potrebbe essere generato in un portafoglio.

La **liquidità** è la misura in cui un asset o un titolo può essere acquistato o venduto sul mercato senza influire sulla quotazione dell'asset stesso.

COVID-19 è il nome ufficiale dato dall'Organizzazione Mondiale della Sanità alla malattia associata al nuovo ceppo di coronavirus. Il nuovo ceppo di coronavirus che provoca il COVID-19 è conosciuto come SARS-CoV-2.

Una **pandemia globale** è la diffusione a livello mondiale di una nuova malattia. L'Organizzazione Mondiale della Sanità ha dichiarato il COVID-19 una pandemia quando sono diventate chiare la gravità della malattia e la sua rapida diffusione in un'ampia area.

INFORMAZIONI IMPORTANTI**Ogni investimento comporta dei rischi, compresa la possibile perdita del capitale.**

Il valore degli investimenti e i relativi utili sono soggetti a oscillazioni ed è possibile che l'investitore non ottenga la restituzione delle somme inizialmente investite; essi possono inoltre risentire delle variazioni dei tassi d'interesse, dei tassi di cambio, delle condizioni generali di mercato, degli sviluppi di ordine politico, sociale ed economico e di altre variabili. Gli investimenti comportano dei rischi ivi inclusi, a titolo non esaustivo, eventuali ritardi nei pagamenti e la perdita di utili o di capitale. Legg Mason e le sue consociate non garantiscono alcun tasso di rendimento, né il recupero del capitale investito.

I titoli azionari sono soggetti a oscillazioni di prezzo e al rischio di perdita del capitale investito. I titoli a reddito fisso sono soggetti al rischio di tasso, al rischio di credito, al rischio d'inflazione e al rischio di reinvestimento, nonché al rischio di perdita del capitale. Il valore dei titoli a reddito fisso varia in modo inversamente proporzionale al variare dei tassi d'interesse.

Gli investimenti internazionali sono soggetti a rischi particolari, tra i quali oscillazioni valutarie e incertezze di ordine sociale, economico e politico, che possono comportare un aumento della volatilità. Tali rischi si amplificano nel caso dei mercati emergenti.

L'investimento in materie prime e in valute presenta maggiori rischi, legati, ad esempio, alle condizioni di mercato, politiche, normative e ambientali, e può non essere adatto a tutti gli investitori.

Le performance storiche non sono garanzia di risultati futuri.**Si precisa che gli investitori non possono investire direttamente negli indici.****Le performance degli indici non gestiti non tengono conto di commissioni, spese o oneri di vendita.**

Informazioni importanti:

Le opinioni e i pareri espressi nel presente documento non devono essere interpretati come previsioni di eventi o risultati futuri, garanzie di risultati futuri, raccomandazioni o servizi di consulenza. Le affermazioni qui contenute non devono altresì essere interpretate come raccomandazioni di acquisto o di vendita di titoli. Le affermazioni prospettiche sono soggette a incertezze che potrebbero comportare sostanziali divergenze tra gli sviluppi e i risultati effettivi e le aspettative espresse. Le presenti informazioni sono state elaborate a partire da fonti ritenute attendibili, ma non se ne garantisce l'accuratezza e la completezza. Le informazioni e le opinioni espresse da Legg Mason o dalle sue consociate sono aggiornate alla data indicata, possono variare senza preavviso e non tengono conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria o delle esigenze specifiche dei singoli investitori.

Le informazioni contenute nel presente documento sono riservate e soggette a diritti di proprietà e non possono essere utilizzate da soggetti che non ne siano i destinatari. Legg Mason, le sue consociate e i rispettivi funzionari o dipendenti declinano ogni responsabilità per eventuali perdite derivanti dall'utilizzo del presente documento e del suo contenuto. Sono vietate la riproduzione, distribuzione e pubblicazione del presente materiale, senza il previo consenso scritto di Legg Mason. La distribuzione del presente materiale può essere soggetta a limitazioni in alcune giurisdizioni. Chiunque entri in possesso del presente materiale è tenuto a informarsi in merito all'esistenza di tali limitazioni e, se del caso, a rispettarle.

È possibile che il presente materiale sia stato elaborato da un consulente o da una società collegati a una delle società sottoindicate in quanto entrambi sotto il comune controllo o la proprietà di Legg Mason, Inc. Se non diversamente specificato, il simbolo "\$" (dollaro) indica i dollari statunitensi.

Il presente materiale è finalizzato esclusivamente alla distribuzione nei paesi e ai destinatari elencati.

Investitori nel Regno Unito, clienti professionali e controparti idonee nei paesi dell'UE e del SEE (escl. Regno Unito) e investitori qualificati in Svizzera:

In Europa (eccetto Regno Unito e Svizzera) il presente documento è emesso da Legg Mason Investments (Ireland) Limited, con sede legale sita all'indirizzo Floor 6, Building Three, Number One Ballsbridge, 126 Pembroke Road, Dublino 4, D04 EP27. Registrata in Irlanda e iscritta al registro delle imprese con il n. 271887. Autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Ireland.

Nel Regno Unito, pubblicato e approvato da Legg Mason Investments (Europe) Limited, con sede legale in 201 Bishopsgate, Londra, EC2M 3AB. Iscritta al registro delle imprese di Inghilterra e Galles con il numero 1732037. Autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority.

In Svizzera, pubblicato e approvato da Legg Mason Investments (Switzerland) GmbH, autorizzato dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari FINMA. Investitori in Svizzera: il rappresentante in Svizzera è FIRST INDEPENDENT FUND SERVICES LTD., Klausstrasse 33, 8008 Zurigo, Svizzera e l'agente pagatore in Svizzera è NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1, 8024 Zurigo, Svizzera. Copie dello Statuto, del Prospetto, delle Informazioni chiave per gli investitori e delle relazioni annuali e semestrali della Società possono essere ottenute gratuitamente presso il rappresentante in Svizzera.

Investitori a Hong Kong e Singapore:

il presente materiale è fornito da Legg Mason Asset Management Hong Kong Limited a Hong Kong e Legg Mason Asset Management Singapore Pte. Limited (numero di registrazione (UEN): 200007942R) a Singapore.

Il presente materiale non è stato sottoposto all'esame delle autorità di vigilanza di Hong Kong o Singapore.

Investitori nella Repubblica Popolare Cinese ("RPC"):

il presente materiale è fornito da Legg Mason Asset Management Hong Kong Limited a destinatari specifici nella RPC. Il contenuto del presente documento è destinato esclusivamente alla stampa o agli investitori nella RPC che investono nei prodotti del programma QDII (Qualified Domestic Institutional Investors, investitori istituzionali nazionali qualificati) offerti da una banca commerciale della RPC in conformità con la regolamentazione della China Banking Regulatory Commission. Prima della sottoscrizione, gli investitori sono tenuti a leggere il documento di offerta. Per maggiori delucidazioni, si consiglia di rivolgersi a una banca commerciale e/o ad altri consulenti specializzati nella RPC. Si ricorda che Legg Mason e le sue consociate si occupano esclusivamente della gestione dei fondi offshore in cui investono i prodotti QDII. Legg Mason e le sue consociate non sono autorizzate da alcuna autorità di vigilanza allo svolgimento di attività commerciali o d'investimento in Cina.

Il presente materiale non è stato sottoposto all'esame delle autorità di vigilanza della RPC.

Distributori e investitori esistenti in Corea e distributori a Taiwan:

il presente materiale è fornito da Legg Mason Asset Management Hong Kong Limited a destinatari idonei in Corea e da Legg Mason Investments (Taiwan) Limited (Numero di registrazione: (109) Jin Guan Tou Gu Xin Zi Di 016; indirizzo: Suite E, 55F, Taipei 101 Tower, 7, Xin Yi Road, Section 5, Taipei 110, Taiwan, R.O.C.; Tel.: (886) 2-8722 1666) a Taiwan. Legg Mason Investments (Taiwan) Limited conduce e gestisce la propria attività in modo indipendente.

Il presente materiale non è stato sottoposto all'esame delle autorità di vigilanza di Corea o Taiwan.

Investitori nelle Americhe:

il presente documento è fornito da Legg Mason Investor Services LLC, un intermediario registrato negli Stati Uniti, che comprende Legg Mason Americas International. Legg Mason Investor Services, LLC (membro FINRA/SIPC) e tutte le società citate sono controllate da Legg Mason, Inc.

Investitori in Australia:

Il presente materiale è pubblicato da Legg Mason Asset Management Australia Limited (ABN 76 004 835 839, AFSL 204827) ("Legg Mason"). I contenuti sono soggetti a diritti di proprietà e riservati e sono destinati esclusivamente all'uso da parte di Legg Mason e dei clienti acquisiti o potenziali che ricevono il documento. Ne sono vietate la riproduzione e la distribuzione a terzi, ad eccezione dei consulenti professionali del cliente.

Le previsioni sono inerentemente limitate e si raccomanda di non fare affidamento su di esse quali indicatori di risultati attuali o futuri.

Le succitate entità di Legg Mason sono sussidiarie completamente controllate da Franklin Resources, Inc.