

03/04/2025

## LIBERATION DAY: UN MURO DI DAZI

leri sera, in occasione dell'autoproclamato Liberation Day, il presidente **Trump ha annunciato l'introduzione di una serie di dazi reciproci** sulla base dell'*International Emergency Economic Powers Act* (IEEPA), **dichiarando il deficit commerciale come emergenza nazionale**. L'eccezionalità di questi dazi, sia per scala che per modalità di calcolo, ha rafforzato la percezione di una spinta decisa da parte della nuova amministrazione verso un profondo riassetto delle politiche commerciali. Si tratta di uno degli aumenti tariffari più ampi della storia USA, con il **tasso tariffario effettivo che potrebbe balzare da circa il 2,5% pre-Trump a oltre il 20%**, il livello più elevato da prima della Prima Guerra Mondiale.

**Il nuovo contesto tariffario aumenta nei prossimi trimestri la probabilità di una fase di crescita USA inferiore al potenziale, ma pur sempre in espansione, e la probabilità di una temporanea inflazione più alta rispetto al nostro scenario di base, prima di rientrare su un sentiero di moderazione dei prezzi. Pertanto, pur mantenendo una visione costruttiva sul medio termine per gli asset rischiosi, le incertezze legate alle tensioni commerciali giustificano la nostra attuale allocazione di portafoglio, che suggerisce un approccio diversificato e bilanciato.**

La nostra asset allocation si è recentemente preparata ad affrontare i rischi in crescita di una intensificazione delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti, attraverso un upgrade della view sulla duration governativa di Area Euro, una riduzione a neutralità della view sulle obbligazioni corporate IG, oltre ad una view tattica favorevole sullo Yen e sull'oro, in ottica di diversificazione e protezione dei portafogli. Il recente upgrade della view positiva sull'azionario di Area Euro va a premiare la ragionevole maggior resilienza prospettica degli utili aziendali per effetto dei recenti annunci di politica fiscale espansiva in EU ed in Germania in particolare. Le valutazioni relative a sconto ed il basso posizionamento degli investitori globali su questa asset class, rappresentano ulteriori fattori di supporto. La view positiva sull'azionario statunitense è "in watch list", in attesa di verificare se l'ipervenduto recente e l'estremo pessimismo degli operatori sia in grado di favorire un recupero tattico su cui alleggerire le posizioni.

## Cosa è stato annunciato

**Il piano si articola in due componenti.** La prima è un dazio di base del 10% sulle importazioni da tutti i Paesi, ad eccezione di Canada e Messico, con entrata in vigore il 5 aprile. La seconda componente, aggiuntiva, sarà applicata ai 60 principali partner commerciali, sempre escludendo Canada e Messico. Questa seconda misura entrerà in vigore il 9 aprile. La struttura separata di queste due componenti suggerisce che il dazio di base del 10% difficilmente sarà oggetto di negoziazione, mentre l'aliquota aggiuntiva potrebbe essere ridotta in seguito a trattative con i partner commerciali (in appendice la tabella con i dazi annunciati).

**Alcuni dei dazi annunciati sono stati in linea con le aspettative di mercato, come il 20% per l'UE e il 10% per il Regno Unito.** Positiva è stata anche la sorpresa che gli Stati Uniti abbiano applicato lo stesso livello di dazio a tutta l'Europa, senza differenziazioni tra Paesi, evitando così una frammentazione che avrebbe reso più complessa la negoziazione politica per l'UE. Tuttavia, **la rigidità attesa nei confronti della Cina è stata estesa a molti altri Paesi asiatici**, colpendo in particolare quelli verso cui, dopo i primi dazi del 2018, le imprese manifatturiere cinesi avevano spostato la produzione per riorganizzare le proprie catene di fornitura. Di conseguenza, la maggior parte dei partner commerciali asiatici dovrà affrontare tariffe elevate, tra cui Vietnam (46%), Taiwan (36%), Thailandia (36%), Indonesia (32%) e Giappone (46%). Per la Cina, inoltre, a una tariffa reciproca del 34% si aggiunge l'aumento del 20% già annunciato all'inizio dell'anno.

Company	Estimated Weighted Average Tariff Rate
Goldman Sachs	18,80%
Morgan Stanley	16-22%
Deutsche Bank	25-30%
Evercore	24-27%
Capital Economics	24%
Gavekal Research	25%
<b>Mean</b>	<b>22%-24%</b>

Note: Weighted Average Tariff: Total tariffs revenue divided by total imports value.

\*The third parties' estimates vary depending on the assumptions on how the new tariffs are stacked on top of the old ones

03/04/2025

**Il piano di dazi presentato da Trump contiene diverse esenzioni.** Per il momento sono stati esclusi gli scambi con il Canada e il Messico, anche se una parte di essi è già soggetta a una tariffa del 25% a causa del fentanyl e dell'emergenza migratoria annunciata nell'ambito dell'IEEPA. Inoltre, l'ordine esecutivo stabilisce che, se l'esenzione dovesse terminare in futuro, i beni e i prodotti energetici conformi all'USMCA riceverebbero un trattamento esente da dazi, mentre i prodotti non conformi sarebbero soggetti a un'aliquota tariffaria del 12%, ad esclusione dell'energia e del potassio che sarebbero esenti da dazi. Questa aliquota del 12% potrebbe rappresentare il limite massimo delle aliquote tariffarie per Canada e Messico. Anche i minerali critici e l'oro, i prodotti farmaceutici, i semiconduttori, il legname e il rame non rientrano nel campo di applicazione dei dazi reciproci, **ma sono oggetto di indagini commerciali settoriali separate, mentre le importazioni di acciaio e alluminio e di auto continueranno a essere soggette a tariffe del 25%, come annunciato di recente.** I commenti di Trump hanno lasciato la porta aperta a potenziali negoziati per ridurre le tariffe, ma il suo ordine esecutivo ha anche lasciato spazio a un'ulteriore escalation, affermando che **il Presidente può ulteriormente "aumentare o espandere la portata dei dazi imposti" in caso di ritorsione dei partner commerciali.**

Inoltre, l'ordine preserva temporaneamente l'esenzione tariffaria per le spedizioni personali inferiori a 800 dollari per i Paesi soggetti ai dazi reciproci, fino a quando il Segretario del Commercio non certificherà l'esistenza di sistemi per l'applicazione dei dazi a queste spedizioni più piccole. Un ordine esecutivo separato che il Presidente Trump ha firmato ieri elimina il trattamento de minimis per le spedizioni dalla Cina in particolare, che attualmente rappresentano una quota sostanziale del volume totale di questo tipo di spedizioni.

## Quali indicatori monitorare nelle prossime settimane?

- La prima domanda che si stanno ponendo consumatori, imprese e investitori è **per quanto a lungo questi dazi rimarranno in vigore e quali possibilità di negoziazione avranno i singoli paesi** e le aziende in termini di investimenti. Il segretario di stato ha invitato alla calma ed ha scongiurato ritorsioni, suggerendo che *'finché non ci saranno ritorsioni, questo rappresenta il massimo limite dei dazi, che può essere soggetto a revisioni al ribasso per effetto di efficaci negoziazioni. "Sit back, take it in, let's see how it goes. Because if you retaliate, there will be escalation. If you don't retaliate, this is the high watermark" - Bessent.*
- A **breve termine continueremo a monitorare l'indice dell'incertezza sul commercio internazionale e gli indici di fiducia delle imprese.** A nostro avviso l'incertezza economica non aumenterà ulteriormente ma potrebbe rimanere elevata a lungo.
- **Da monitorare possibili interventi legali o legislativi che limitino l'efficacia dei provvedimenti tariffari.** Ad esempio, ieri il Senato ha votato 51-48 per approvare una risoluzione contro le tariffe IEEPA di Trump contro il Canada, con quattro senatori repubblicani che si sono uniti a tutti i democratici nel voto.
- Inoltre, **guarderemo agli indici di prezzo e di quantità delle spedizioni via container** che ci aiuteranno a monitorare l'impatto sulle catene distributive: è ragionevole ipotizzare che gli importatori rinviino le spedizioni di aprile in attesa di possibili accordi negoziali.
- **Monitoreremo le diverse componenti delle survey delle imprese** (quali gli indici PMI) per inferire la funzione di reazione delle imprese. Infatti, l'effetto economico dei dazi dipenderà da diverse variabili in primis il comportamento delle imprese. Primo, quanto del dazio sarà trasferito sul prezzo finale al consumatore americano e quanto invece sarà assorbito da riduzioni di margini (markups). Questo effetto è comunemente definito di "pass-through". Il secondo margine riguarda la cosiddetta elasticità di sostituzione del commercio. L'elasticità di sostituzione misura la facilità con cui gli importatori (e quindi i consumatori locali) riorientano la domanda per un dato prodotto tra diversi paesi di origine in risposta alle variazioni relative dei prezzi.
- **Osserveremo un eventuale indebolimento dei dati sul lavoro statunitense, quale leading indicator per un eventuale easing ulteriore delle politiche monetarie.** Riteniamo che di fronte a dati di crescita in rallentamento e di raffreddamento del mercato del lavoro la Federal Reserve incorporerà nella propria funzione di reazione la maggior debolezza indotta dai dazi e sarà pronta a tagliare ulteriormente il costo del denaro. *"As I've mentioned, it can be the case that it's appropriate sometimes to look through inflation if it's going to go away quickly without action by us, if it's transitory."* - Powell.

## Una stima indipendente del potenziale impatto (non drammatico) dei dazi sulla crescita mondiale

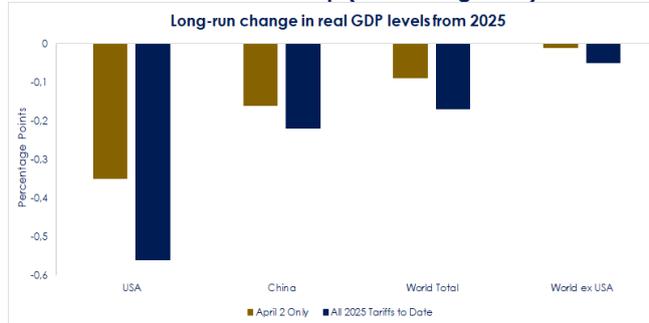
**L'impatto effettivo dipenderà da quanto duraturi saranno i dazi. Ad oggi Trump sembra essere disposto a tollerare il dolore economico e di mercato a breve termine.** Se i dazi dovessero essere revocati in un paio di settimane, gli impatti negativi sarebbero molto bassi. Al contrario, l'ampiezza dell'aumento dei dazi in tutto il mondo rappresenta un grosso rischio per la crescita economica degli Stati Uniti e un rischio per la crescita globale, che alla fine potrebbero rivelarsi i venti contrari più significativi. **Se duraturi, i dazi avranno un effetto stagflattivo**

03/04/2025

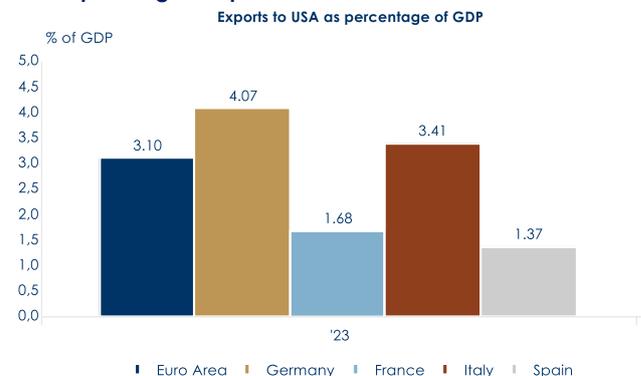
**sull'economia US, ma inferiore sull'Europa, data il basso livello della quota di esportazione europee negli Stati Uniti rispetto agli altri paesi.**

I Budget Lab<sup>1</sup> dell'università di Yale ne ha fornito una prima stima dell'effetto sia dell'annuncio tariffario del 2 aprile in maniera isolata sia di tutte le tariffe statunitensi implementate nel 2025. L'azione del 2 aprile equivale a un aumento dell'aliquota tariffaria effettiva degli Stati Uniti di 11 ½ punti percentuali. L'aliquota tariffaria effettiva media degli Stati Uniti dopo aver incorporato tutte le tariffe del 2025 è ora del 22 ½%, la più alta dal 1909. Il livello dei prezzi derivante da tutte le tariffe del 2025 aumenta del 2,3% nel breve periodo, l'equivalente di una perdita media per famiglia di 3.800 dollari nel 2024\$. Le perdite annuali per le famiglie che si trovano nella parte bassa della distribuzione del reddito sono di 1.700 dollari. La crescita del PIL reale degli Stati Uniti è di -0,5 punti percentuali nel 2025 in seguito all'annuncio del 2 aprile e di -0,9 punti percentuali in seguito a tutti i dazi del 2025. Nel lungo periodo, l'economia statunitense si riduce in modo persistente rispettivamente di -0,4 e -0,6%, l'equivalente di 100 e 180 miliardi di dollari all'anno nel 2024, da rapportare, però, ad un livello di crescita del PIL pari al 3% nel 2024.

**Fig.1: Stima dell'impatto sul PIL nel lungo periodo dei dazi annunciati dal Presidente Trump (Stime BudgetLab)**



**Fig.2: Il livello della quota di esportazione europee negli Stati Uniti rispetto agli altri paesi è meno drammatica**



<sup>1</sup> <https://budgetlab.yale.edu/research/where-we-stand-fiscal-economic-and-distributional-effects-all-us-tariffs-enacted-2025-through-april>

03/04/2025

## L' House View di MB SGR

**Pur mantenendo una visione costruttiva sul medio termine per gli asset rischiosi**, le incertezze legate alle tensioni commerciali giustificano **la nostra attuale allocazione di portafoglio che suggerisce un approccio diversificato e bilanciato**.

La nostra asset allocation si è recentemente preparata ad affrontare i rischi in crescita di una intensificazione delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti, attraverso un **upgrade della view sulla duration governativa di Area Euro, una riduzione a neutralità della view sulle obbligazioni corporate IG, oltre ad una view tattica favorevole sullo Yen e sull'oro, in ottica di diversificazione e protezione dei portafogli**. Il recente upgrade della view positiva sull'azionario di Area Euro va a premiare la ragionevole maggior resilienza prospettica degli utili aziendali per effetto dei recenti annunci di politica fiscale espansiva in EU, ed in Germania in particolare. Le valutazioni relative a sconto ed il basso posizionamento degli investitori globali su questa asset class, rappresentano ulteriori fattori di supporto. La view positiva sull'azionario statunitense è in "watch list", in attesa di verificare se l'ipervenduto recente e l'estremo pessimismo degli operatori sia in grado di favorire un recupero tattico su cui alleggerire le posizioni.

## Azionario

**I mercati azionari hanno reagito negativamente all'escalation tariffaria**, seppur l'incertezza legata alle tensioni commerciali fosse stata già parzialmente prezzata nei listini azionari nella correzione iniziata a metà febbraio. La reazione dei listini azionari all'annuncio di Trump è stata differente rispetto all'esperienza del 2018. **In linea, con quanto accaduto da inizio anno, stiamo osservando una sottoperformance dell'azionario USA rispetto al resto del mondo**. Le ragioni sono chiare. Da un lato, il rally tecnologico mostra segnali di fragilità – l'entusiasmo per l'Intelligenza Artificiale e le big tech si è temporaneamente attenuato – e il forte peso di questi titoli negli indici USA amplifica la correzione generale. Dall'altro, la lettura del mercato è che le politiche di Trump aumentino i rischi di un rallentamento pesante ed inatteso dell'economia statunitense.

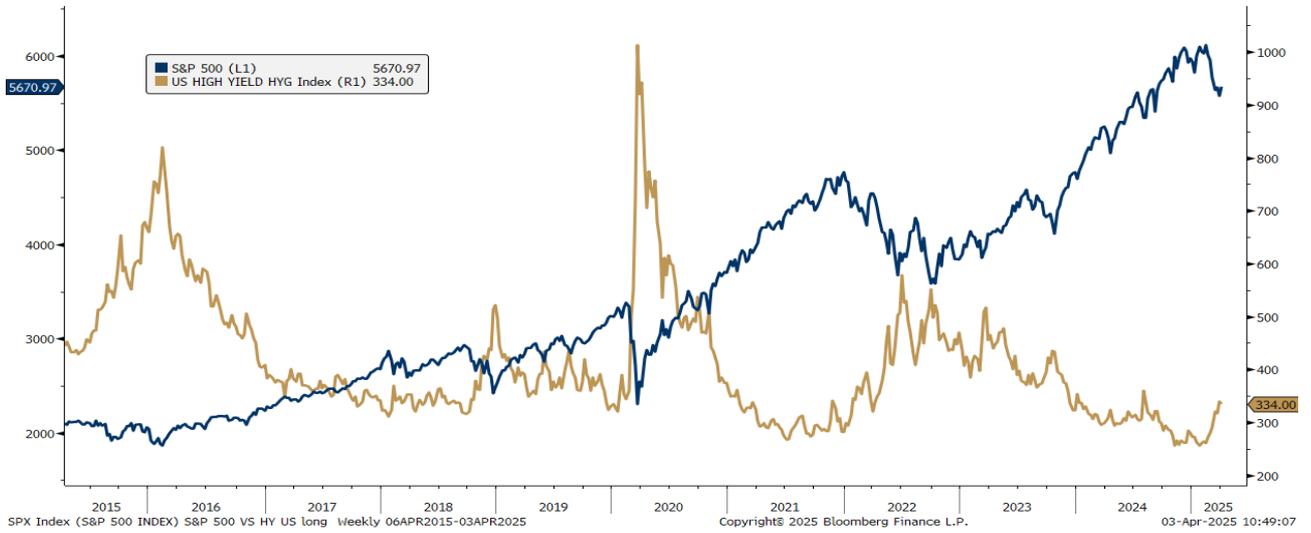
Di fronte ad una volatilità in risalita, legata all'aumento dell'incertezza politica negli USA e a notizie potenzialmente negative sugli utili prospettici (specie se nella imminente stagione di trimestrali le aziende forniranno guidance caute a causa dei dazi), **riteniamo prudente mantenere nel breve termine un posizionamento settoriale difensivo e diversificato sull'azionario**. Ciò implica privilegiare settori a beta più basso e difensivi – ad esempio Utility, Telecomunicazioni e Real Estate (REITs) – che beneficiano anche del calo dei rendimenti obbligazionari, fungendo da bond proxy.

Sul piano geografico, **manteniamo una buona diversificazione internazionale**. Il recente upgrade della view positiva sull'azionario di Area Euro va a premiare la ragionevole maggior resilienza prospettica degli utili aziendali per effetto dei recenti annunci di politica fiscale espansiva in EU, ed in Germania in particolare. Le valutazioni relative a sconto ed il basso posizionamento degli investitori globali su questa asset class rappresentano ulteriori fattori di supporto. **Guardiamo con interesse a mercati con valutazioni attraenti e potenziale di recupero** (Europa ed alcune aree emergenti), **mentre negli Stati Uniti mitigiamo il rischio di concentrazione con esposizioni tramite indici equal-weight**. Gli indici equal-weight stanno sovraperformando da inizio anno gli indici tradizionali cap-weighted, segno che al di fuori dei mega-cap tecnologici la correzione è più contenuta.

Un messaggio importante per gli investitori azionari è che **questa correzione recente, per quanto dolorosa, potrebbe rientrare nelle dinamiche di un mercato bear non recessivo**. Nella storia, fasi di correzione anche profonde (-15%/-20%) all'interno di bull market pluriennali senza recessione hanno spesso rappresentato opportunità di acquisto nel medio periodo, con il mercato che trova un punto di svolta una volta raggiunto il picco di incertezza. **Tatticamente, dunque, manterremo alta l'attenzione su segnali che possano indicare il picco di rischio geopolitico/commerciale**. In particolare, monitoriamo gli spread creditizi: un forte allargamento, come visto nel 3° trimestre 2023 quando l'high yield USA si avvicinò a 500 punti base, potrebbe segnalare uno stress sistemico crescente e richiedere a interventi accomodanti (da parte della Fed o un ammorbidimento della retorica commerciale da parte di Trump).

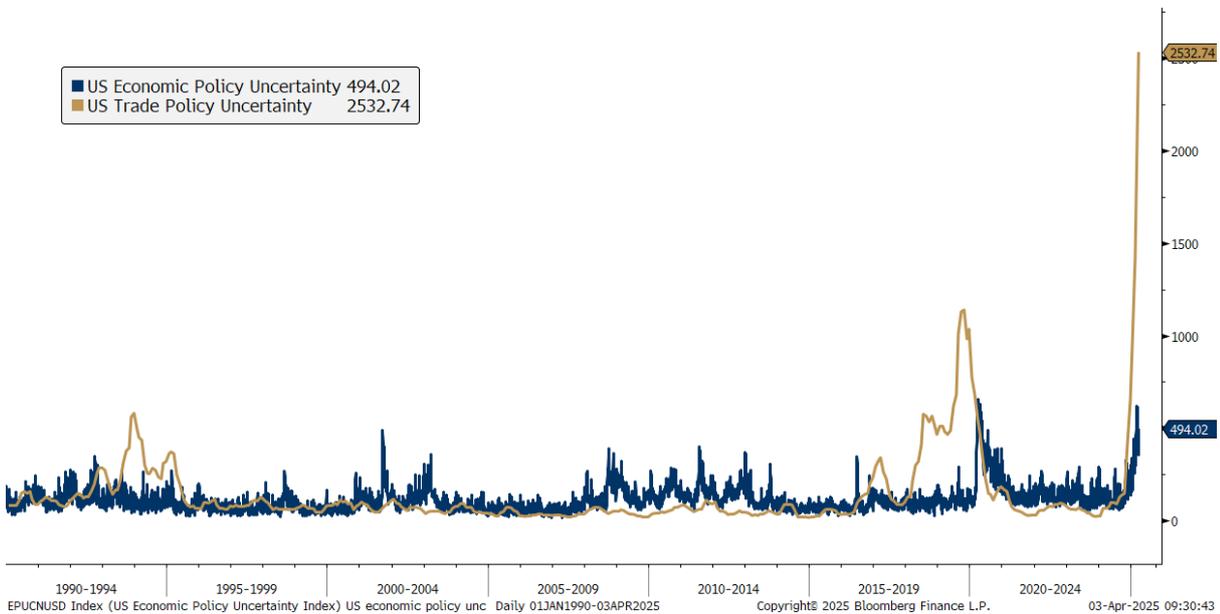
03/04/2025

Fig.3: S&P 500 rispetto allo spread su HY US



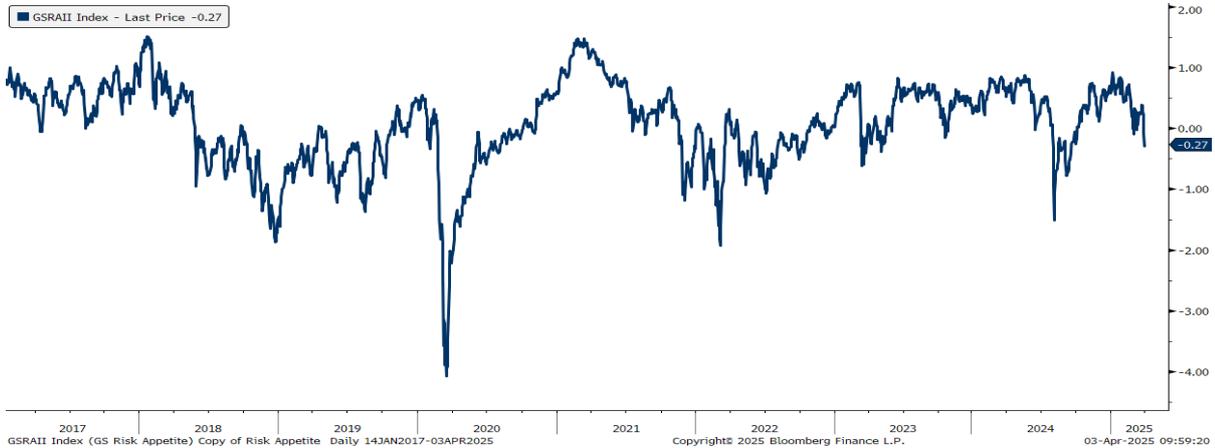
Infine, ricordiamo che **gli indicatori di sentiment e positioning dei listini globali mostrano già segnali di estrema negatività, come risulta sia analizzando vari indicatori di sentiment**, come il GS Risk Appetite o il MS Greed & Fear, che osservando vari indicatori di incertezza statunitense, come quello su US Economic Uncertainty e US Trade Policy Uncertainty.

Fig.4: L'incertezza economica è sui massimi storici



03/04/2025

Fig.5: Il Risk Appetite di GS segnala un mood degli investitori alquanto pessimistico



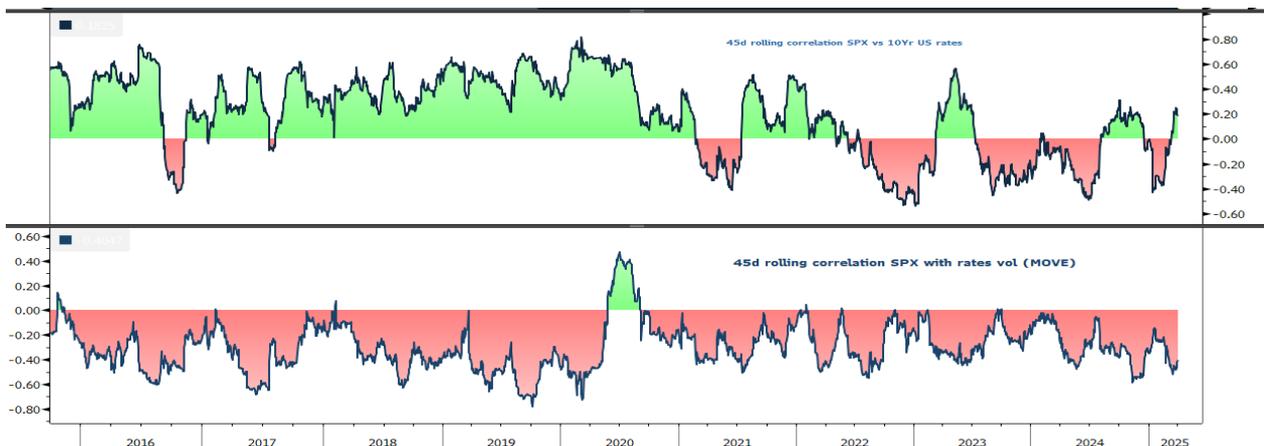
## Obbligazionario

Il mercato obbligazionario ha reagito al nuovo shock tariffario con classiche dinamiche di flight-to-quality, sovrappesando i rischi sulla crescita globale rispetto alle potenziali tensioni inflazionistiche, ritenute solo di breve periodo. Negli USA, già prima dell'annuncio dei dazi, il mercato prezzava diversi tagli dei tassi entro fine anno, complice il cambio di tono della Fed a marzo (quando il Presidente Powell aveva definito come "transitori" i precedenti rialzi dell'inflazione, segnalando maggiore preoccupazione per la crescita). Ora, **con l'acuirsi dei rischi commerciali, gli operatori rafforzano la convinzione che la Fed sarà pronta eventualmente ad allentare ulteriormente la politica monetaria per sostenere l'economia.** Discorso simile, seppur con sfumature diverse, si applica anche alla BCE.

In termini di strategia obbligazionaria, **manteniamo un orientamento positivo sulla duration**, in un contesto di incertezza elevata, possibile rallentamento macro e correlazione azioni-obbligazioni tornata negativa (ripristinando la funzione di hedging dei bond). In particolare, **preferiamo la duration europea rispetto a quella US**, alla luce dei livelli del differenziale dei tassi tra le due aree, che si è ampiamente compresso negli ultimi mesi.

Per quanto riguarda il credito corporate, **adottiamo un approccio cauto e selettivo.** L'incertezza macro e l'aumento del premio per il rischio stanno già determinando un allargamento degli spread creditizi, in particolare sul segmento High Yield, più vulnerabile in caso di rallentamento della crescita domestica USA. I corporate bond Investment Grade di alta qualità offrono maggiore resilienza, ma gli spread partivano da livelli storicamente compressi: il margine di ulteriore restringimento era limitato, mentre vi è spazio perché si amplino qualora le condizioni finanziarie si deteriorino. Considerato ciò, **riteniamo prudente mantenere una posizione di sostanziale neutralità sul credito corporate, privilegiando in portafoglio la qualità** (emittenti con bilanci solidi, basso leverage e cash flow stabile) **e la selettività** (evitando i settori più esposti alla ciclicità o all'impatto dei dazi).

Fig.6: La correlazione tassi-equity e quella con la volatilità dell'obbligazionario



Source: Bloomberg

SPX Index (S&P 500 INDEX) move & rates vs equity Daily 05OCT2015-03APR2025

Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

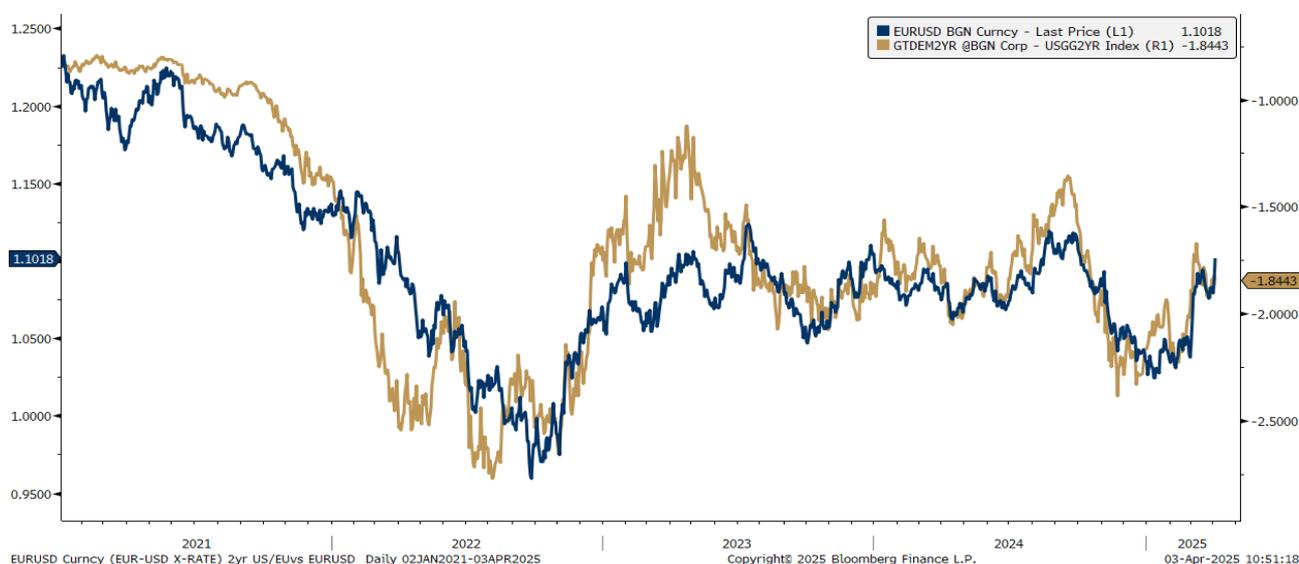
03-Apr-2025 10:53:29

03/04/2025

## Valute

Nonostante il clima di incertezza globale, **il dollaro americano** – che tipicamente in fasi di avversione al rischio tende a rafforzarsi per via del suo ruolo di valuta rifugio – **si è invece indebolito dopo l'annuncio dei dazi. Il movimento è particolarmente evidente rispetto all'euro**: il cambio EUR/USD è risalito intorno a 1,10. Questa apparente anomalia si spiega considerando la natura idiosincratICA dello shock tariffario: essendo gli Stati Uniti la causa originante delle tensioni, l'incertezza commerciale amplifica i rischi al ribasso per la crescita americana, erodendo parte dell'attrattiva del dollaro. Allo stesso tempo, in Europa alcune notizie positive (un orientamento fiscale più espansivo e il basso livello della quota di esportazione europee negli Stati Uniti rispetto agli altri paesi) rendono l'Area Euro relativamente più robusta agli occhi degli investitori rispetto al passato recente. **Oltre all'euro, lo yen giapponese sta mostrando una notevole forza relativa**, consolidando il suo ruolo difensivo in tempi di turbolenza, così come il franco svizzero. In un contesto di elevata incertezza, **manteniamo una allocazione neutrale a euro-dollaro, favorendo un'esposizione lunga in portafoglio allo Yen come strumento di protezione.**

Fig.7: EUR-USD rispetto al differenziale dei tassi



## Oro

In un panorama caratterizzato da elevata incertezza politica e commerciale, **l'oro si conferma un fondamentale strumento di copertura (hedge) e diversificazione** per i portafogli. Diversi fattori strutturali supportano il ruolo dell'oro in questo contesto. L'oro tende a beneficiare delle preoccupazioni legate a guerre commerciali, tensioni geopolitiche o crisi istituzionali, in quanto asset reale che preserva valore al di fuori del sistema finanziario tradizionale. Il crescendo di tensioni tra le maggiori economie e l'imprevedibilità delle politiche USA sta rafforzando la sua attrattività. Inoltre, storicamente ha sempre beneficiato di situazioni di indebolimento del dollaro e calo dei tassi. Alla luce di questi elementi, **manteniamo una visione costruttiva sull'oro e raccomandiamo di mantenere una quota di oro in portafoglio come hedge strategico.**

03/04/2025

### Appendice: Dazi annunciati dal Presidente Trump

Country	Tariffs Charged to the U.S.A. (%) <i>*Including currency manipulation and trade barriers</i>	U.S.A. Discounted Reciprocal Tariffs (%)			
Albania	10	10	Libya	61	31
Algeria	59	30	Liechtenstein	73	37
Andorra	10	10	Madagascar	93	47
Angola	63	32	Malaysia	47	24
Anguilla	10	10	Maldives	10	10
Argentina	10	10	Mali	10	10
Armenia	10	10	Marshall Islands	10	10
Aruba	10	10	Marlinique	10	10
Australia	10	10	Mauritania	10	10
Azerbaijan	10	10	Mauritius	80	40
Bahamas	10	10	Mayotte	10	10
Bahrain	10	10	Micronesia	10	10
Bangladesh	74	37	Moldova	61	31
Belize	10	10	Montenegro	15	10
Bhutan	10	10	Montserrat	10	10
Bolivia	20	10	Morocco	10	10
Bosnia and Herzegovina	70	35	Mozambique	31	16
Botswana	74	37	Myanmar (Burma)	88	44
Brazil	10	10	Namibia	42	21
British Indian Ocean Territory	10	10	Nauru	59	30
Brunei	47	24	Nepal	10	10
Burundi	10	10	New Zealand	20	10
Cabo Verde	10	10	Nicaragua	36	18
Cambodia	97	49	Niger	10	10
Cameroon	22	11	Nigeria	27	14
Central African Republic	10	10	Norfolk Island	58	29
Chad	26	13	North Macedonia	65	33
Chile	10	10	Norway	30	15
China	67	34	Oman	10	10
Christmas Island	10	10	Pakistan	58	29
Cocos (Keeling) Islands	10	10	Panama	10	10
Colombia	10	10	Paraguay	10	10
Comoros	10	10	Peru	10	10
Cook Islands	10	10	Philippines	34	17
Costa Rica	17	10	Qatar	10	10
Côte d'Ivoire	41	21	Reunion	73	37
Democratic Republic of the Congo	22	11	Saint Helena	10	10
Dominica	10	10	Saint Kitts and Nevis	10	10
Dominican Republic	10	10	Saint Lucia	10	10
Ecuador	12	10	Saint Pierre and Miquelon	99	50
Egypt	10	10	Saint Vincent and the Grenadines	10	10
El Salvador	10	10	Samoa	10	10
Equatorial Guinea	25	13	São Tomé and Príncipe	10	10
Eritrea	10	10	Saudi Arabia	10	10
Ethiopia	10	10	Senegal	10	10
European Union	39	20	Serbia	74	37
Falkland Islands	82	41	Singapore	10	10
Fiji	63	32	Sint Maarten	10	10
French Guiana	10	10	Solomon Islands	10	10
Gabon	10	10	South Africa	60	30
Gambia	10	10	South Korea	50	25
Georgia	10	10	South Sudan	10	10
Ghana	17	10	Sri Lanka	88	44
Gibraltar	10	10	Sudan	10	10
Grenada	10	10	Suriname	10	10
Guadeloupe	10	10	Svalbard and Jan Mayen	10	10
Guatemala	10	10	Switzerland	61	31
Guinea	10	10	Taiwan	64	32
Guinea-Bissau	10	10	Tajikistan	10	10
Guyana	76	38	Tanzania	10	10
Haiti	10	10	Thailand	72	36
Heard and McDonald Islands	10	10	Timor-Leste	10	10
Honduras	10	10	Togo	10	10
Iceland	10	10	Tokelau	10	10
India	52	26	Tonga	10	10
Indonesia	64	32	Trinidad and Tobago	12	10
Iran	10	10	Tunisia	55	28
Iraq	78	39	Turkey	10	10
Israel	33	17	Turkmenistan	10	10
Jamaica	10	10	Turks and Caicos Islands	10	10
Japan	46	24	Tuvalu	10	10
Jordan	40	20	Uganda	20	10
Kazakhstan	54	27	Ukraine	10	10
Kenya	10	10	United Arab Emirates	10	10
Kiribati	10	10	United Kingdom	10	10
Kuwait	10	10	Uruguay	10	10
Kyrgyzstan	10	10	Venezuela	29	15
Laos	95	48	Vietnam	90	46
Lebanon	10	10	Yemen	10	10
Lesotho	99	50	Zambia	33	17

### By Mediobanca SGR

Mediobanca SGR SpA (the "Asset Management Company") has prepared this document (the "Document") for informational purposes only. It is not an offer, invitation to offer or promotion for the purchase, sale or subscription of financial instruments/products of any kind. Furthermore, it is not intended as a recommendation or proposal of a financial instrument investment strategy. In particular, this Document in no manner constitutes a personalised recommendation. It was prepared without considering the investment objectives, financial position or expertise of specific investors. This Document is the property of Mediobanca SGR and may not be reproduced or published, wholly or in part, without Mediobanca SGR's prior written authorisation. The information, opinions, assessments and/or forecasts in this Document (the "Information") are based on reputable and reliable sources. Mediobanca SGR assumes no responsibility for any errors or omissions and may not be held responsible for any losses, damage or consequences of any kind (legal, financial or tax) that could arise as a result of having relied on the Document. Investors should therefore take investment decisions independently, considering their characteristics and investment objectives and, to this end, they should not base their investment decisions mostly or exclusively on this Document. Any past returns reported in this Document neither indicate nor guarantee that future returns will be the same. The Information in this Document is updated to the preparation date and could vary over time, without giving rise to the need for any communication from the Asset Management Company.