

# INSIGHT

RASSEGNA TRIMESTRALE DEI MERCATI

T1 2022

IN EVIDENZA IN QUESTO NUMERO:



ASSET ALLOCATION  
GLOBALE STRATEGICA



SELEZIONE  
TITOLI GLOBALI



ASSET ALLOCATION  
REGIONALE



COSTRUZIONE  
PORTAFOGLI REGIONALI



Prospettive più rosee  
dopo la quarta ondata

## PANORAMICA

L'incertezza del Covid cede il passo a prospettive migliori

## UK

Rischio di stagflazione

## AMERICA LATINA

Politica e pandemia

## FOCUS SPECIALE

Scarseggiano i lavoratori?

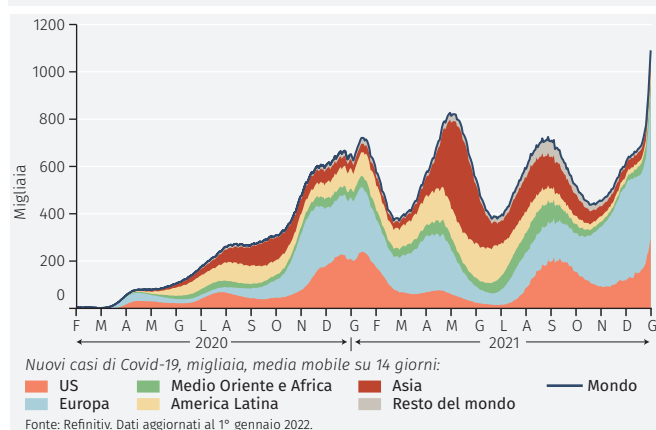
## PANORAMICA

Sebbene le preoccupazioni legate al Covid saranno ancora presenti nella prima parte dell'anno, siamo complessivamente ottimisti circa le prospettive di crescita economica a livello globale per il 2022. A fronte dell'atteso calo dei tassi di inflazione, il quadro economico rimane generalmente favorevole.

### Quarta ondata globale

All'inizio del 2022, l'impennata dei casi di Covid in questa quarta ondata sarà di nuovo, con ogni probabilità, la principale preoccupazione a livello mondiale (cfr. Figura 1). La crescita economica globale è stata già penalizzata verso la fine del 2021 quando il diffondersi della variante Omicron ha indotto i governi a imporre alcune restrizioni agli spostamenti e ha influito negativamente sul sentiment dei consumatori. Tuttavia, l'impatto ha avuto un'intensità diversa a seconda dei paesi. L'Europa è stata la più colpita tra le economie avanzate. La crescita economica statunitense, al contrario, sembra essere rimasta relativamente solida.<sup>1</sup>

#### 1. Quarta ondata di Covid

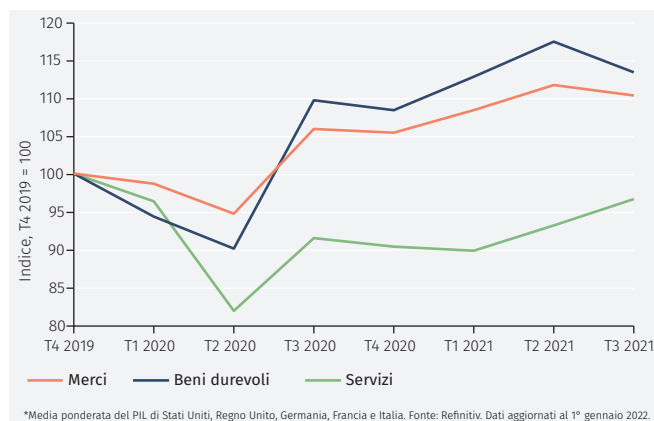


In qualche misura, l'economia mondiale si è abituata a gestire il Covid. La crescita economica globale ha subito un marcato rallentamento durante la prima fase dell'epidemia, da marzo 2020 in poi, ma si è mostrata più resiliente nelle successive ondate. Il potenziale di ripresa nella seconda parte del 2022 non sembra compromesso e prevediamo che la crescita complessiva del PIL si attesterà a circa il 4,5% per le economie avanzate, un valore leggermente superiore a quello delle economie emergenti.

### Risparmio e spesa

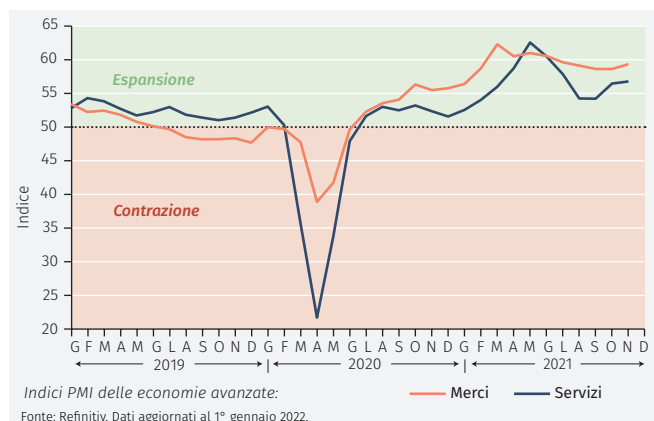
Tale valutazione si basa su tre sviluppi attesi. In primo luogo, prevediamo una ripresa della spesa dei consumatori in servizi, come intrattenimenti, viaggi ed eventi dal vivo. Nelle principali economie avanzate, gli ultimi dati (terzo trimestre del 2021) mostrano che tale spesa è ancora al di sotto del livello pre-pandemia (cfr. Figura 2). I consumatori hanno la possibilità di spendere, dati i risparmi accumulati dalle famiglie durante la pandemia e la crescita della ricchezza dovuta all'aumento del prezzo dei beni. Negli Stati Uniti, ad esempio, il patrimonio netto delle famiglie era di 144,7 trilioni di dollari alla fine del terzo trimestre del 2021, quasi il 25% in più rispetto al periodo immediatamente precedente alla pandemia. In che modo questa maggiore ricchezza si traduca in un livello di spesa più alto dipende, naturalmente, dalla fiducia dei consumatori e dalla loro propensione alla spesa. I dati dell'indagine condotta tra i responsabili degli acquisti hanno evidenziato un miglioramento nel settore dei servizi prima della diffusione di Omicron

#### 2. Spesa dei consumatori nelle economie avanzate\*



(cfr. Figura 3), da cui si evince che tale spesa stava già iniziando a recuperare. Resta da vedere quanto si dimostrerà resiliente, ma rimaniamo comunque ottimisti. I consumatori e molte aziende hanno imparato, in larga misura, a convivere con il Covid. Prevediamo un aumento dei tassi di vaccinazione nei paesi che sono rimasti indietro ed è probabile che nel 2022 verranno introdotte nuove terapie, in particolare la pillola anti-Covid.

#### 3. PMI delle economie avanzate: beni e servizi



In secondo luogo, ci attendiamo un alleggerimento della pressione sulla catena di approvvigionamento, che consentirà di soddisfare la domanda di determinati beni e di ricostituire le scorte. I settori automobilistico e dell'elettronica di consumo sono le due aree che hanno subito le pressioni più pesanti.

In terzo luogo, appare evidente l'assoluta necessità di investire in infrastrutture ecologiche. Per raggiungere l'obiettivo di zero emissioni nette di carbonio entro il 2050, tale spesa è stimata nell'ordine di 4 trilioni di dollari all'anno per il prossimo quarto di secolo, per un totale di 100 trilioni di dollari. Il fatto che i rendimenti dei titoli di stato

<sup>1</sup> Il modello GDPNow della Federal Reserve Bank di Atlanta del 4 gennaio 2022 stima una crescita annua del 7,4% nel 4° trimestre del 2021. <https://www.frbatlanta.org/cqer/research/gdpnow>

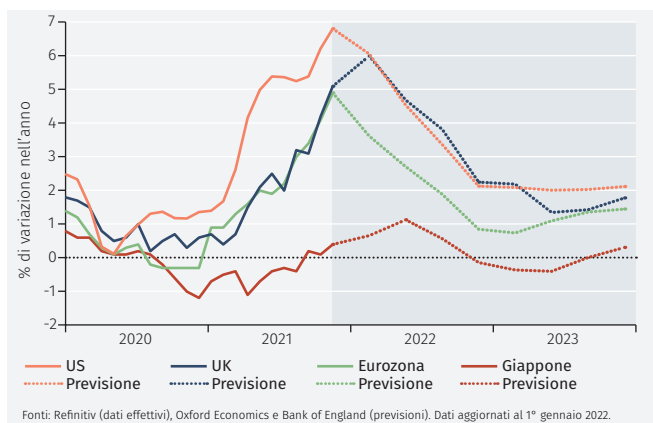
# PANORAMICA

rimangano bassi, sia in termini nominali che reali, induce a pensare che vi sia ancora un eccesso di risparmio a livello globale che potrebbe essere utilizzato per soddisfare questa necessità di spese infrastrutturali.

## Bassi rendimenti dei titoli di stato e stagnazione secolare

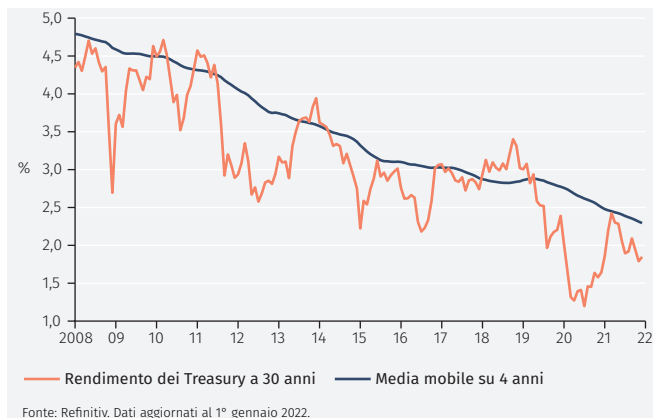
Anche i rendimenti obbligazionari ci indicano che i tassi di inflazione dovrebbero cominciare a scendere. I tassi di inflazione dovrebbero raggiungere il loro picco nel primo trimestre, per poi calare intorno al 2% (cfr. Figura 4).

### 4. Tassi d'inflazione delle economie avanzate



I rendimenti dei titoli di stato a lunghissimo termine, come i Treasury USA a 30 anni, che non possono essere misurati sulla base dell'andamento dell'inflazione nell'arco di uno o due anni, registrano una tendenza al ribasso da diversi anni (cfr. Figura 5). Questo dato può essere interpretato come un segnale di un eccesso di risparmio a livello globale, ma anche di forze deflazionistiche secolari. Se questa interpretazione è corretta, dopo una fase di ripresa nel 2021 e nel 2022, ci si aspetta che l'economia globale torni a crescere ai ritmi piuttosto lenti del periodo pre-pandemia (non superiori al 2% per le principali economie avanzate).

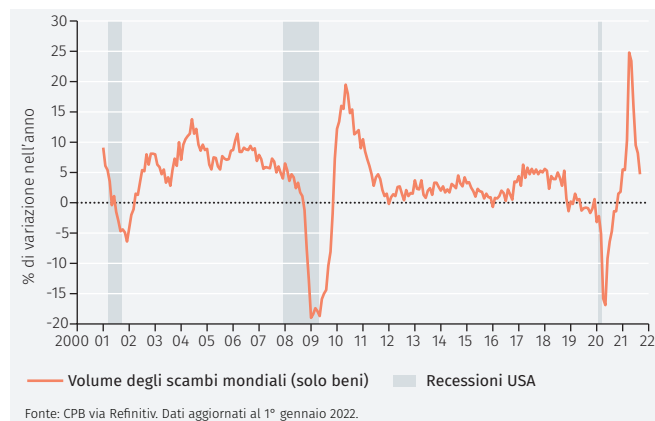
### 5. Rendimento dei Treasury USA a 30 anni



## La globalizzazione e le economie emergenti

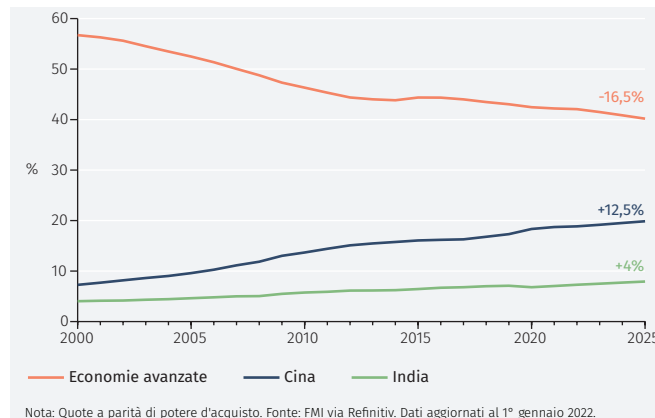
È opportuno porsi altre due domande a più lungo termine sull'economia globale. Innanzitutto, occorre chiedersi se la globalizzazione è minacciata, soprattutto alla luce della tendenza a riportare la produzione nei paesi di origine. A nostro avviso, la probabilità che ciò avvenga è piuttosto limitata, soprattutto a causa della carenza di mano d'opera qualificata in quei paesi che cercano di riportare la produzione in patria (cfr. *Focus speciale* a pagina 11) e della complessa natura delle catene di approvvigionamento globali. Riteniamo che il commercio mondiale di beni continuerà a crescere a un tasso analogo a quello osservato nel periodo 2012-2019 (cfr. Figura 6), con un ritmo di crescita potenzialmente più rapido nel settore dei servizi.

### 6. Crescita del commercio mondiale



In secondo luogo, dovremmo chiederci se le economie emergenti continueranno ad avere un ruolo importante come motore della crescita globale. In pratica, il calo della quota del PIL mondiale delle economie avanzate registrato dal 2000 è interamente imputabile a due sole economie emergenti, l'India e la Cina (cfr. Figura 7). Siamo fiduciosi che altre economie emergenti possano recuperare e restare al passo sulla spinta dell'adozione delle tecnologie digitali.

### 7. Quote del PIL mondiale



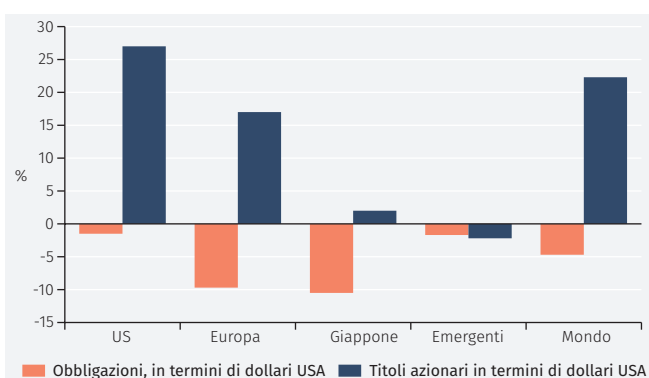
## ANDAMENTO DEL MERCATO DEGLI ASSET

Il 2021 ha registrato ottimi rendimenti dei mercati azionari globali, trainati dagli Stati Uniti. Il dollaro americano si è rafforzato rispetto alla maggior parte delle valute. I mercati obbligazionari sono stati sotto pressione a causa di un aumento dei rendimenti che riflette le preoccupazioni sull'inflazione.

### Andamento del mercato degli asset

Nel 2021 i mercati azionari mondiali hanno registrato utili del 22,3% (cfr. Figura 8) sulla base del rendimento totale dell'indice MSCI World in dollari USA. In base al Bloomberg Barclays Global Aggregate Index<sup>2</sup>, i rendimenti dei mercati obbligazionari globali, invece, sono stati negativi, con un -4,7%. In quasi tutti i mercati, i rendimenti in valuta locale sono stati minati, in termini di dollari USA, dal deprezzamento della valuta.

#### 8. Andamento del mercato degli asset

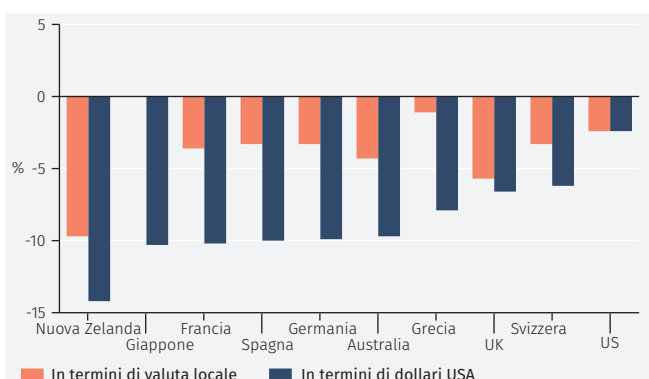


Fonti: Barclays Bloomberg (obbligazioni); MSCI (azioni). Dati per dodici mesi fino al 31 dicembre 2021. I risultati precedenti non rappresentano necessariamente un riferimento per il futuro.

### Mercati obbligazionari

Nel 2021 si è osservato un aumento generale dei rendimenti a lunga scadenza e un conseguente calo dei prezzi. I rendimenti a 10 anni hanno segnato un rialzo di 59 punti base attestandosi all'1,50% negli Stati Uniti e di 40 punti base con un tasso ancora negativo (-0,18%) in Germania (cfr. Figura 9). La Nuova Zelanda ha finora registrato l'incremento maggiore, con rendimenti in crescita di 131 punti base

#### 9. Rendimento del mercato obbligazionario



Fonte: Refinitiv. Proventi totali obbligazioni di riferimento a 10 anni. Dati per dodici mesi fino al 31 dicembre 2021. I risultati precedenti non rappresentano necessariamente un riferimento per il futuro.

fino al 2,4%. Tali aumenti sono principalmente dovuti alle preoccupazioni legate al persistere di un'inflazione più elevata e ai futuri rialzi dei tassi di interesse praticati dalla banca centrale.

Nel Regno Unito, i rendimenti a 10 anni sono aumentati più di quelli statunitensi e anche la sterlina ha mostrato una modesta debolezza rispetto al dollaro USA. A causa della debolezza dello yen giapponese, l'azzeramento dei rendimenti in valuta locale si è tradotto in rendimenti fortemente negativi in dollari USA.

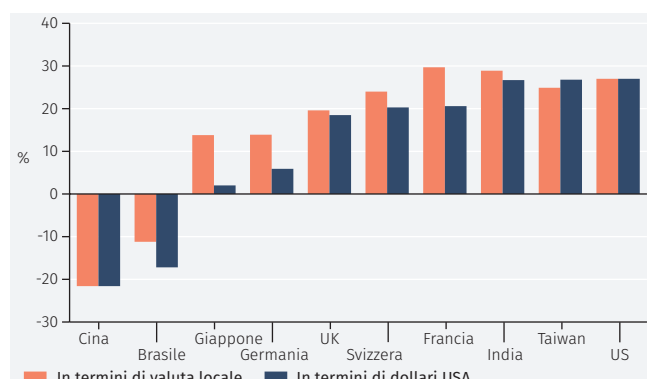
In tutti i mercati obbligazionari dell'Eurozona e, in misura ancora maggiore in Svizzera, i rendimenti in dollari USA sono stati minati dalla debolezza delle valute locali.

### Mercati azionari

Nei principali mercati sviluppati, le azioni statunitensi hanno generato i rendimenti più elevati, pari al 27% nel 2021 (cfr. Figura 10). Le aziende tecnologiche hanno dato forte impulso ai rendimenti statunitensi, oltre a promuovere le ottime performance di Taiwan. In Europa, le performance di Francia e Svizzera sono state decisamente superiori a quella della Germania e tale divergenza è principalmente imputabile alla diversa composizione dei rispettivi indici azionari (gli indici francesi e svizzeri sono rispettivamente composti da numerose aziende del comparto dei beni di lusso e da società farmaceutiche).

Sebbene i rendimenti dell'azionario giapponese siano stati superiori al 13,8% in termini di yen, la debolezza della valuta ha ridotto questo valore ad appena il 2% in termini di dollari. Nei principali mercati emergenti, l'India ha registrato la performance migliore, mentre in Cina i rendimenti sono stati deboli. Le preoccupazioni relative al quadro normativo e alle prospettive del settore immobiliare hanno pesato sull'andamento del mercato cinese, soprattutto a partire da metà anno.

#### 10. Rendimento del mercato azionario



Fonte: MSCI. Dati per dodici mesi fino al 31 dicembre 2021. I risultati precedenti non rappresentano necessariamente un riferimento per il futuro.

<sup>2</sup> L'Indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond è il riferimento per i titoli obbligazionari governativi e delle società di investment grade emessi da entità dei mercati sviluppati ed emergenti in 24 Paesi.

## STATI UNITI

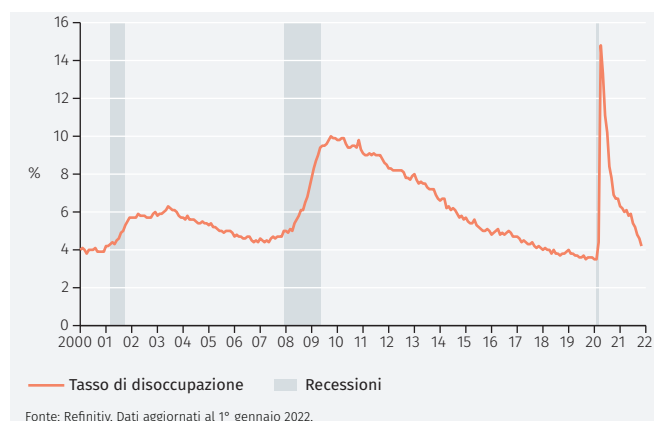
L'economia statunitense ha registrato una forte ripresa post-Covid, più marcatamente nel mercato del lavoro. Dopo qualche difficoltà incontrata nel primo trimestre, si prevede che l'espansione continui nella restante parte del 2022.

### Rigidità del mercato del lavoro

Il segnale più chiaro della ripresa post-Covid dell'attività statunitense è forse il brusco calo del tasso di disoccupazione (cfr. Figura 11).

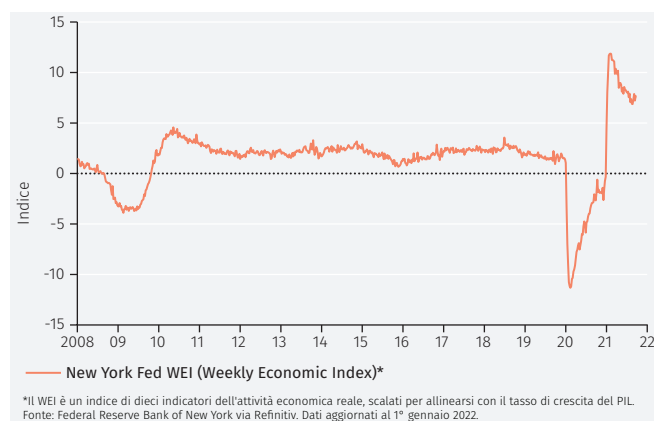
Sceso al 4,2% nel mese di novembre 2021, il tasso è solo leggermente superiore al livello pre-pandemia. Dopo la crisi finanziaria globale, il tasso di disoccupazione ha impiegato dieci anni per tornare ai livelli pre-crisi. L'adeguamento molto più rapido può essere considerato un segnale della flessibilità del mercato del lavoro statunitense. Ad esempio, a fronte dell'aumento delle vendite al dettaglio online, il calo dell'occupazione nei negozi fisici è stato compensato da un incremento dei posti di lavoro nei settori della produzione e del magazzinaggio. Tuttavia, tale dato riflette anche un calo del tasso di partecipazione, ovvero una riduzione della forza lavoro, un tema che viene affrontato nella sezione *Focus speciale* a pagina 11.

#### 11. Tasso di disoccupazione USA



La rapida reazione della politica alla pandemia, con il quasi azzeramento dei tassi d'interesse, massicci acquisti di asset da parte della Fed e aiuti fiscali diretti, ha svolto un ruolo rilevante. Tale

#### 12. Indice settimanale dell'attività economica USA



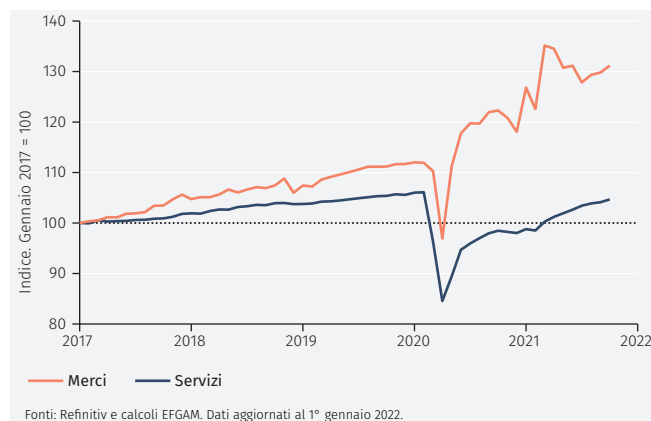
sostegno sarà ridotto nel 2022 e ciò rappresenta un rischio per la crescita statunitense.

### La crescita tiene, ma il 2022 presenta delle sfide

La crescita statunitense potrebbe essere messa a rischio da altri tre fattori con orizzonti temporali diversi. Nell'immediato futuro, l'impatto della variante Omicron del Covid potrebbe incidere sia sulla spesa dei consumatori che sulla produzione. Finora, i dati economici ad alta frequenza indicano solo un modesto rallentamento del tasso di crescita reale degli Stati Uniti verso la fine del 2021 (cfr. Figura 12). Nel complesso, è probabile che nell'ultimo trimestre dell'anno si registri una forte espansione economica. Ma l'unica cosa certa del Covid è la sua imprevedibilità.

Nella seconda parte del 2022, ci attendiamo una ripresa della spesa dei consumatori per i servizi, come viaggi, turismo, eventi dal vivo e cura personale. Tale spesa è ancora al di sotto del livello pre-Covid (cfr. Figura 13), mentre la spesa per l'acquisto di beni, soprattutto durevoli, è molto più elevata; vi è il rischio, tuttavia, che questa ripresa della spesa per servizi possa verificarsi solo verso la fine del 2022.

#### 13. Andamento della spesa per consumi negli USA



Il terzo motivo di preoccupazione è che il tasso di crescita statunitense, dopo una ripresa dell'attività nel 2022, possa rallentare nuovamente. Tra il 2012 e il 2019 il tasso di crescita annuale medio era di circa il 2%, un valore ampiamente atteso in considerazione dell'andamento della produttività e della tendenza demografica a più lungo termine.

Il "rischio di coda", piuttosto improbabile, è che l'inflazione rimanga elevata più a lungo del previsto e che la Fed sia costretta ad adottare misure più restrittive per tenerla sotto controllo. A nostro avviso, è molto più probabile che l'inflazione subisca un calo verso la fine del 2022 e che la necessità di un inasprimento della politica monetaria da parte della Fed sia moderata, forse inferiore ai tre aumenti di 25 punti base del tasso Fed Funds che il mercato ha scontato all'inizio del 2022.

## REGNO UNITO

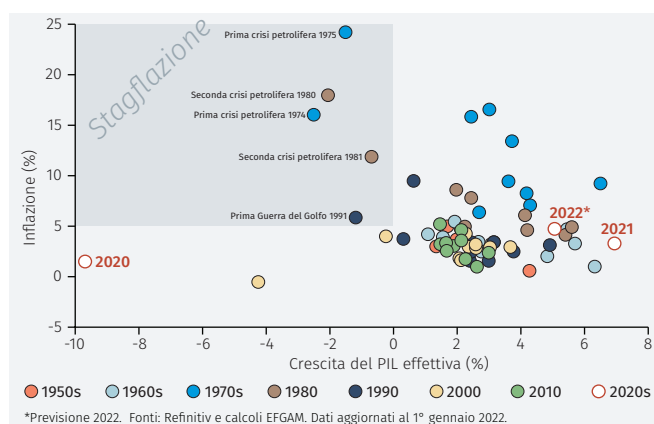
In passato il Regno Unito ha attraversato un periodo di stagflazione, caratterizzato da una crescita assente o dalla contrazione del PIL reale accompagnata da un livello elevato di inflazione. Si tratta di un rischio attuale, benché probabilmente temporaneo.

### Stagflazione nel passato

"La stagflazione non è un termine che utilizziamo", afferma Andrew Bailey, governatore della Bank of England.<sup>3</sup> Tuttavia, il termine è ampiamente diffuso al di fuori di questa istituzione. Si riferisce alla combinazione di stagnazione dell'economia (assenza di crescita o contrazione del PIL reale) e di inflazione elevata.

Il Regno Unito ha conosciuto tre periodi di stagflazione (cfr. Figura 14): 1974-1975, 1980-1981 e 1991. I primi due erano legati alle crisi petrolifere che determinarono un aumento del prezzo del greggio rispettivamente del 300% e del 200%; nel terzo periodo, coincidente con la prima Guerra del Golfo, si è registrato un aumento più modesto del prezzo del petrolio (34%).

### 14. Stagflazione nel Regno Unito

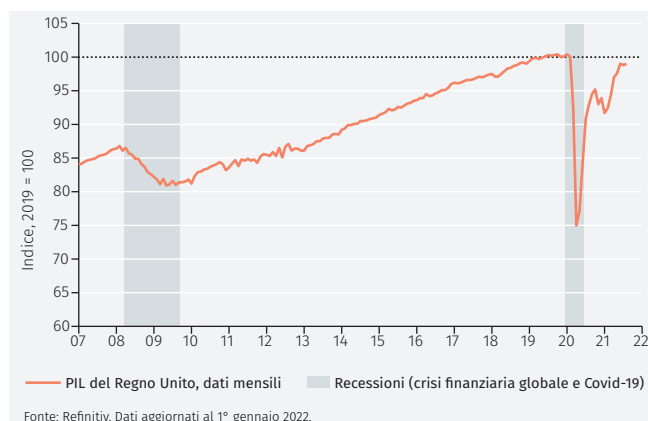


Alla luce dell'aumento del 270% dei prezzi del petrolio tra il valore minimo del 2020 e il picco del 2021, non si può escludere il rischio di una nuova stagflazione. Naturalmente, la correlazione non implica necessariamente un nesso casuale. I monetaristi fanno notare che, in passato, quei periodi di inflazione elevata sono stati preceduti da una rapida crescita monetaria. Ma tra gli antefatti occorre anche ricordare una politica fiscale accomodante e un tasso di cambio debole della sterlina.

### La minaccia attuale

L'attuale minaccia di stagflazione risulta evidente dalle previsioni a breve termine. È altamente probabile che la diffusione della variante Omicron del Covid determini una contrazione della crescita del PIL tra novembre e dicembre 2021 e, con ogni probabilità, anche tra l'ultimo trimestre del 2021 e il primo trimestre del 2022. Ciò significa che il PIL del Regno Unito si manterrà ancora al di sotto del livello pre-pandemico (cfr. Figura 15) nella prima parte dell'anno.

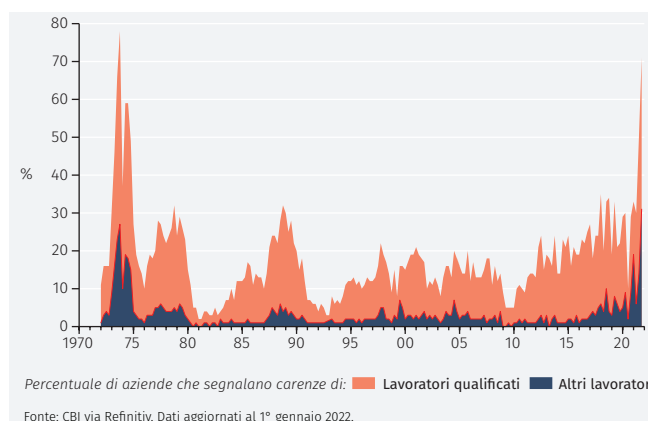
### 15. PIL mensile Regno Unito



Secondo le recenti previsioni della Bank of England, l'inflazione raggiungerà il picco del 6% nel primo trimestre. Vi sono chiare pressioni sui costi dovute non soltanto all'aumento dei prezzi del petrolio, ma anche alla carenza di manodopera nel mercato (cfr. Figura 16) e alle interruzioni della catena di approvvigionamento. Come in passato, tra gli antefatti occorre ricordare la rapida crescita monetaria, un'impennata del disavanzo di bilancio e la debolezza della sterlina. Pertanto, a inizio 2022, la combinazione dei dati relativi alla crescita e all'inflazione induce a ritenere che il Regno Unito sia in fase di stagflazione.

Per il 2022 nel suo complesso, tuttavia, la rapida crescita del PIL e un calo dell'inflazione (le previsioni di consenso indicano una variazione media su base annua del 5% in entrambe le misure) inducono a ritenere che non ci sarà bisogno di menzionare il termine non utilizzato dalla Bank of England.

### 16. Carenza di manodopera che limita la produzione



<sup>3</sup> Monetary Policy Report, conferenza stampa del 4 novembre 2021. <https://tinyurl.com/2bket9ps>. Ben Broadbent, Vice Governatore per la politica monetaria, ha preferito parlare di "un classico trade-off che determina una crisi" per spiegare l'aumento dell'inflazione e il calo del PIL derivante dall'aumento dei prezzi del petrolio.

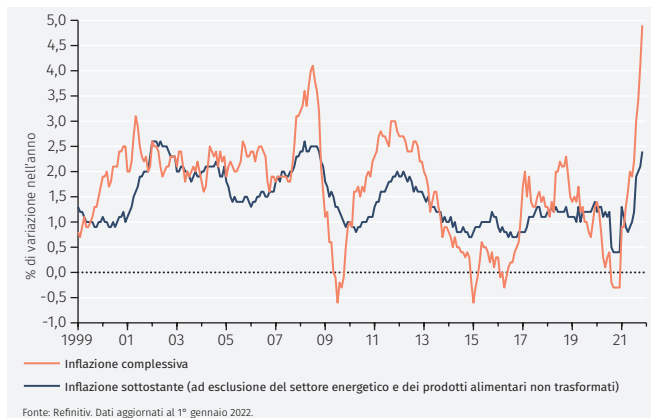
## EUROZONA

Le difficoltà che sempre incontrano i vari stati membri dell'Eurozona nella gestione della politica monetaria sono acute da tassi di inflazione elevati e divergenti e da un significativo divario tra prodotto effettivo e potenziale (output gap).

### Inflazione ai massimi storici nell'Eurozona

Il tasso di inflazione complessiva dei prezzi al consumo nell'Eurozona è salito al 4,9% a novembre 2021, il più alto dall'introduzione dell'euro nel 1999. Tuttavia, escludendo i prezzi dell'energia e dei generi alimentari (non lavorati), il tasso è meno che dimezzato, attestandosi al 2,4% (cfr. Figura 17). Questo approccio viene utilizzato dalle banche centrali sulla base del presupposto che l'esclusione delle componenti volatili, come il settore alimentare ed energetico, offra una valutazione più accurata delle tendenze sottostanti.

### 17. Inflazione apparente e sottostante dell'Eurozona



Se il tasso del 2,4% fosse di fatto più rappresentativo dell'inflazione sottostante, è ampiamente in linea con l'obiettivo simmetrico del 2% fissato dalla Banca Centrale europea (introdotto a luglio 2021). Benché lo scostamento dall'obiettivo di inflazione, fissato nella formula "vicina, ma inferiore al 2%", possa essere vista come un fatto trascurabile, riteniamo invece che abbia una certa importanza. In particolare, ciò significa che un'inflazione temporaneamente superiore al 2% è accettabile.<sup>4</sup>

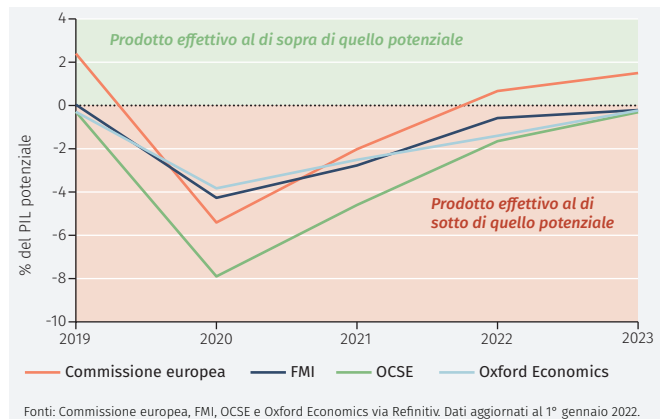
### Due preoccupazioni

Ciò nonostante, vi sono due principali preoccupazioni circa le prospettive di inflazione.

Innanzitutto, il PIL dell'Eurozona è ancora inferiore al prodotto potenziale. Sebbene le stime varino, le misure riportate nella Figura 18 collocano il prodotto effettivo tra il 2% e il 4,5% al di sotto di quello potenziale nel 2021. Tutte le stime, tranne una, mostrano che il divario persisterà sia nel 2022 che nel 2023. Di norma, un output gap di tale entità dovrebbe determinare una pressione al ribasso sull'inflazione. Pertanto, l'attuale tasso sottostante superiore al 2% è più preoccupante di quanto possa apparire a prima vista. Inoltre, le stime dell'output gap variano sensibilmente tra i 19 stati membri dell'Eurozona, con alcuni che hanno già superato il prodotto potenziale (Stati baltici e Slovenia) e diversi Stati membri più grandi (Italia e Francia in primis) che dovrebbero superarlo nel 2023.

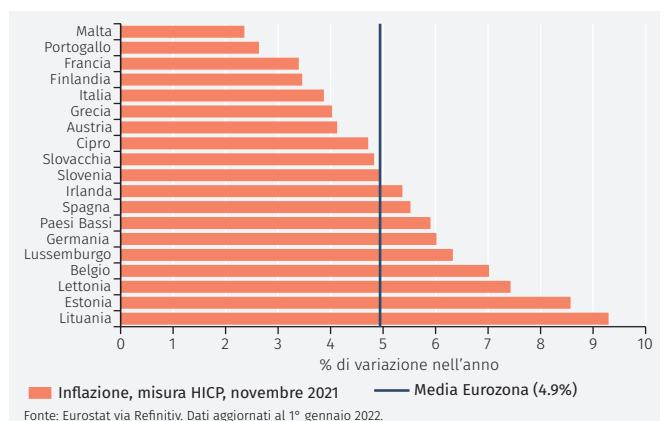
<sup>4</sup> The ECB's New Framework: The Bright Spots Are in the Grey Areas, Stefan Gerlach, <https://tinyurl.com/2zuj338a>

### 18. Stime dell'output gap nell'Eurozona



In secondo luogo, riflettendo in parte questa divergenza tra gli output gap, il divario dei tassi di inflazione è il più ampio mai registrato dall'introduzione dell'euro (cfr. Figura 19). Negli Stati baltici, gli ultimi tassi d'inflazione sono compresi tra il 7% e il 9%, mentre tale valore è appena superiore al 2% a Malta e in Portogallo.

### 19. Dispersione dei tassi di inflazione nell'Eurozona



Nella consapevolezza degli errori politici commessi in passato, in particolare l'aumento dei tassi d'interesse nel luglio 2008 quando i prezzi del petrolio raggiunsero un picco temporaneo e subito prima dello scoppio della crisi finanziaria globale, è altamente probabile che la BCE manterrà una politica monetaria accomodante per tutto il 2022.

Nello specifico, gli acquisti di asset continueranno probabilmente per tutto il 2022, assorbendo la quasi totalità delle nuove emissioni nette di titoli di stato.

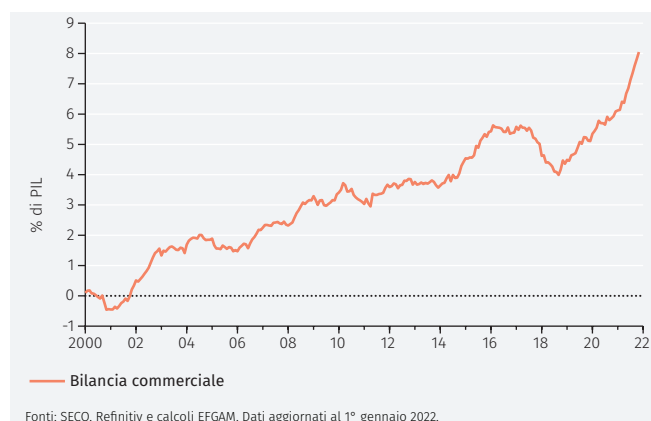
## SVIZZERA

La ripresa dell'economia svizzera prosegue. Il PIL dovrebbe crescere di oltre il 3,5% nel 2021 e di circa il 3% nel 2022. Le prospettive favorevoli sono sostenute dal rafforzamento del commercio internazionale e da una politica monetaria accomodante.

### Aumenta il surplus commerciale

La Svizzera, una piccola economia aperta, è molto sensibile all'andamento del commercio internazionale. Inoltre, essendo specializzata nella fabbricazione di prodotti chimici e farmaceutici, le sue esportazioni sono molto competitive. Non sorprende che il surplus commerciale svizzero abbia raggiunto il livello record di 58,2 miliardi di franchi svizzeri, equivalente all'8,1% del PIL, nei dodici mesi fino a novembre 2021 (cfr. Figura 20). La rapida crescita delle esportazioni sostiene il settore manifatturiero, che finora è riuscito a far fronte alle criticità della catena logistica globale meglio di quanto abbiano fatto gran parte dei suoi partner commerciali.

### 20. Svizzera: bilancia commerciale



### Politica espansionistica della SNB

Nonostante le prospettive di crescita favorevoli, la Banca nazionale svizzera (SNB) ha riconfermato la sua politica monetaria espansionistica, basata su tassi d'interesse negativi e sulla disponibilità a intervenire sui mercati dei cambi per contrastare un eccessivo apprezzamento del franco svizzero.

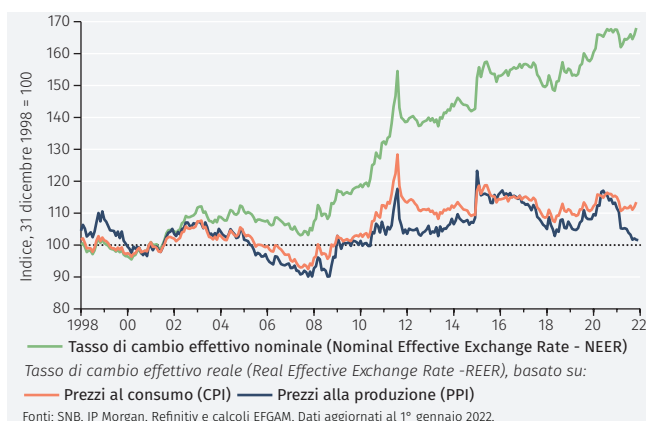
La SNB ha rivisto al rialzo le previsioni di inflazione per il 2022, lasciando invariate le previsioni per il 2023 e il 2024 all'1% su base annua. Pertanto si prevede, sugli orizzonti rilevanti per la politica monetaria, che l'inflazione rimanga nella fascia bassa del range 0-2% con cui la SNB definisce la stabilità dei prezzi. Ciò riflette l'aspettativa che i prezzi dell'energia e le strozzature della catena di approvvigionamento si riducano nel tempo. Pertanto, la SNB ha dichiarato di non ravvisare l'urgenza di modificare la sua politica monetaria per il prossimo futuro.

Inoltre, il Presidente Jordan ha spiegato che l'impatto del rialzo del franco è stato mitigato dall'inflazione elevata in altri paesi e che, pertanto, il tasso di cambio reale, rettificato per l'inflazione dei prezzi al consumo, è rimasto pressoché invariato dall'inizio della pandemia (cfr. Figura 21).

<sup>5</sup> Viene considerato il PPI poiché rappresenta un indicatore tempestivo dei prezzi alle esportazioni ed è disponibile con frequenza mensile per la maggior parte delle economie.

<sup>6</sup> Sulla base della parità del potere di acquisto (PPA).

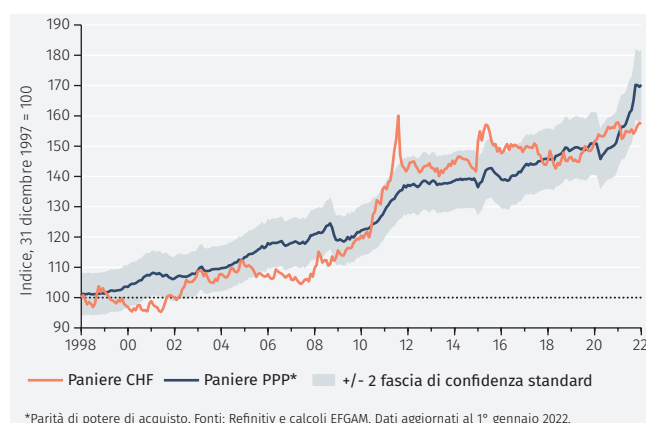
### 21. Indici del tasso di cambio franco svizzero



### Tasso di cambio del franco svizzero

Tuttavia, il quadro è diverso quando si esaminano i differenziali del prezzo alla produzione.<sup>5</sup> Relativamente a questa misura, il franco si è svalutato del 7,5% dall'inizio della pandemia, tornando ai livelli osservati alla fine degli anni '90. Inoltre, il recente ampliamento del differenziale di inflazione dei prezzi alla produzione tra la Svizzera (3,3% a novembre) e l'Eurozona (21,9% a ottobre) e gli Stati Uniti (13,6% a novembre) implica che il tasso di cambio di equilibrio stimato del franco svizzero<sup>6</sup> è notevolmente aumentato rispetto a un paniere composto dal dollaro statunitense e dall'euro (cfr. Figura 22). Ciò suggerisce che il franco svizzero potrebbe rafforzarsi ulteriormente raggiungendo a breve la parità sul tasso di cambio EUR/CH.

### 22. Paniere di tassi di cambio del franco svizzero e PPP\*



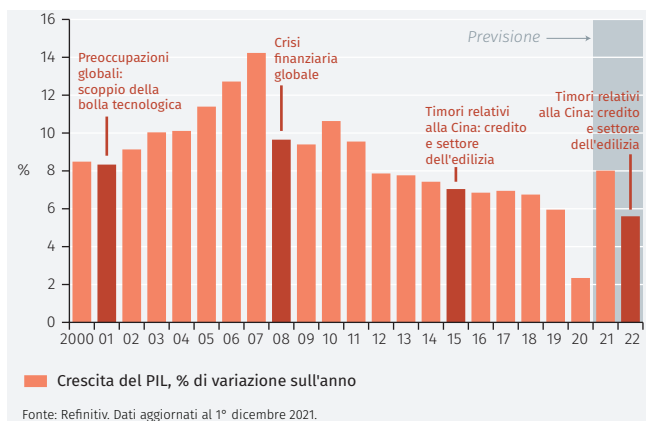
# ASIA

Negli ultimi due decenni, le prospettive di crescita economica della Cina sono state oggetto di preoccupazioni ricorrenti. Il Covid, il trend del credito e l'andamento del settore dell'edilizia rappresentano gli attuali motivi di preoccupazione a breve termine. I problemi a più lungo termine riguardano le tendenze demografiche e la governance.

## Cina: preoccupazioni ricorrenti

Le prospettive di crescita economica della Cina sono state oggetto di preoccupazioni ricorrenti negli ultimi due decenni (cfr. Figura 23). Alcune minacce provenivano dall'esterno (come la crisi finanziaria globale), mentre altre sono state di natura più interna. Ogni volta, i timori si sono dimostrati eccessivi. La Cina, soprattutto grazie a un'abile manipolazione delle strategie politiche, è stata in grado di evitare un brusco rallentamento.

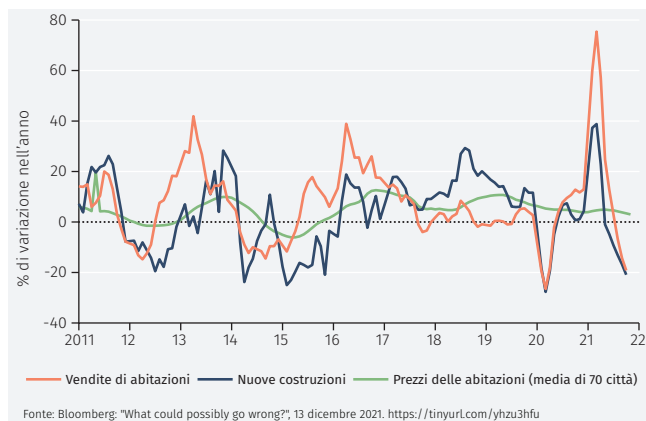
### 23. Crescita della Cina: timori ricorrenti



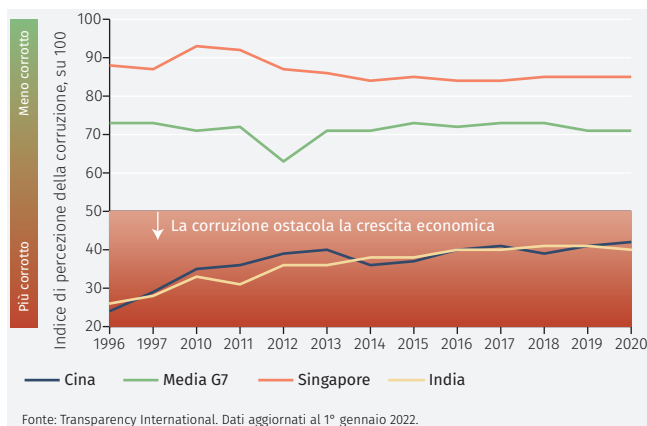
Ora ravvisiamo alcuni problemi a breve termine e altri, di carattere più ampio, proiettati sul lungo periodo. La strategia "zero Covid" della Cina prevede la vaccinazione di massa, azioni immediate e rigorose per contenere eventuali focolai e rigide restrizioni sui viaggi all'interno e all'esterno del paese. Qualora fosse necessario attuare ripetuti lockdown e adottare ulteriori restrizioni di viaggio nell'ipotesi di una scarsa efficacia dei vaccini contro nuove varianti di Covid, il commercio e la crescita subirebbero un impatto negativo.

Questa preoccupazione va ad aggiungersi ai timori legati al settore dell'edilizia abitativa, dal momento che le vendite e la costruzione di nuove abitazioni sta attualmente registrando una netta contrazione (cfr. Figura 24).

### 24. Cina: vendite, nuove costruzioni e prezzi delle abitazioni



### 25. Percezione della corruzione in Asia



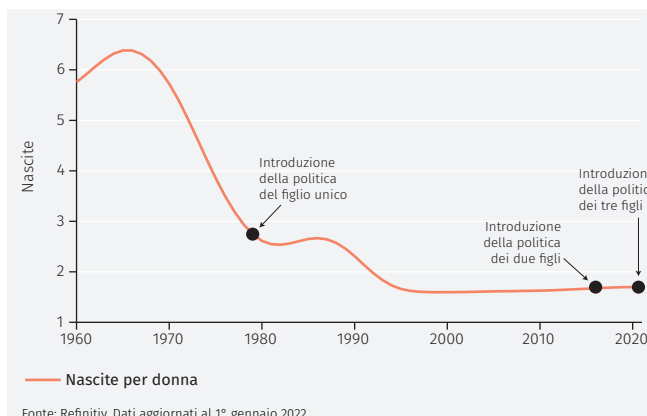
Dato che il settore immobiliare rappresenta il 25-50% della crescita della Cina e che è stato in gran parte finanziato ricorrendo al credito, i rischi appaiono evidenti. Una ristrutturazione pluriennale, anziché un nuovo "momento Lehman", sembra essere comunque la soluzione più probabile. La ragione principale è che le banche cinesi, prevalentemente controllate dallo stato, probabilmente agevoleranno una ristrutturazione del debito immobiliare con qualche forma di assistenza da parte del governo.

### Governance e dati demografici

Due domande più complesse a lungo termine riguardano la governance e le dinamiche demografiche cinesi. La Cina è ancora percepita come un'economia con un livello di corruzione così elevato da ostacolarne la crescita economica (cfr. Figura 25). L'India si trova in una posizione analoga. Anche le dinamiche demografiche cinesi rappresentano un freno alla crescita. I tassi di fertilità sono calati bruscamente (cfr. Figura 26) nonostante l'introduzione di una riforma che ha consentito di avere un maggior numero di bambini. La popolazione in età lavorativa ha quasi certamente raggiunto il picco (cfr. Focus speciale a pagina 11).

Per la Cina, superare le attuali sfide sarà un'impresa più difficile che in passato.

### 26. Cina: tasso di fertilità



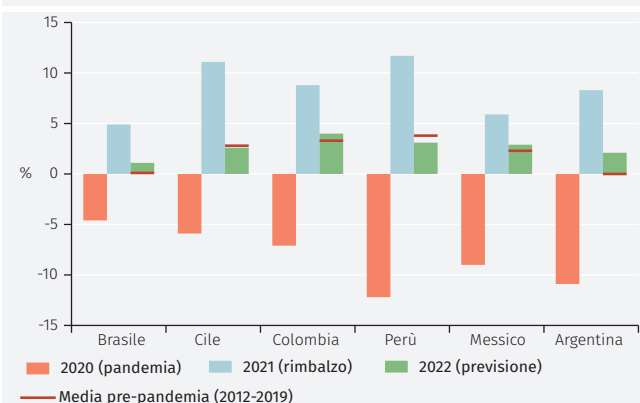
## AMERICA LATINA

Dopo la netta ripresa registrata nel 2021, la crescita dell'America Latina dovrebbe tornare a un ritmo più normale nel 2022. A quanto sembra, i rischi per la crescita, soprattutto in Brasile, sono stati sovrastimati.

### Un ritorno alla "normalità"

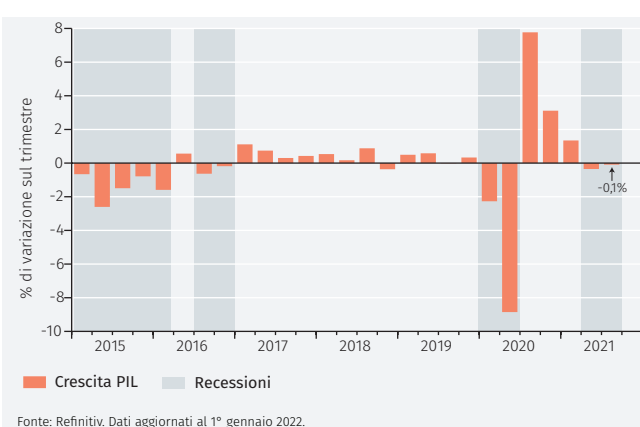
L'America Latina è stata una delle regioni più colpite dal Covid nel 2020, ma ha messo a segno un forte rimbalzo nel 2021. Questa rapida ripresa sembra destinata a generare, nel 2022, un tasso di crescita simile a quello osservato prima della pandemia (cfr. Figura 27).

#### 27. Crescita del PIL in America Latina: ritorno ai tassi pre-pandemici



In Brasile, le prospettive di crescita sono state caratterizzate da una buona dose di pessimismo. L'economia è già entrata nella quarta recessione dal 2015 (cfr. Figura 28) e le previsioni per il 2022 sono state riviste nettamente al ribasso. I timori riguardano l'inasprimento della politica monetaria, in particolare l'aumento dei tassi d'interesse, e l'incertezza politica in vista delle elezioni presidenziali di novembre. Ciò potrebbe scoraggiare gli investimenti e l'attuazione di ulteriori riforme strutturali.

#### 28. Brasile: quarta recessione dal 2015



### Brasile: una visione più ottimistica

Riteniamo che il pessimismo sulle prospettive del Brasile sia esagerato. Se è vero che i tassi d'interesse sono saliti bruscamente, ciò rappresenta anche un segnale positivo dell'indipendenza della banca centrale che si manifesterà, a nostro avviso, in un ritorno a tassi di inflazione, tassi di interesse e rendimenti obbligazionari

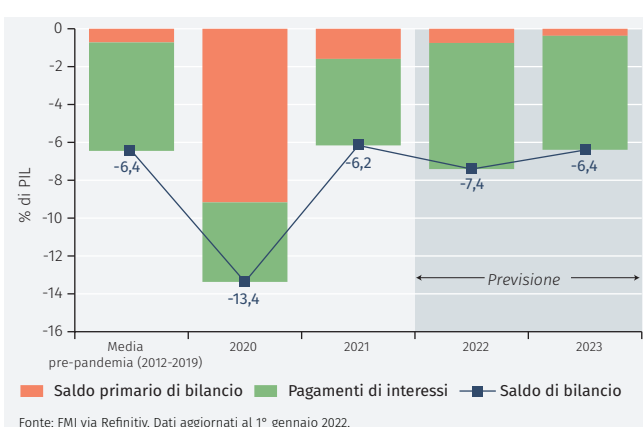
meno elevati. Nel frattempo, la politica fiscale è stata gestita in modo responsabile. Sebbene il livello del debito pubblico rispetto al PIL sia aumentato nettamente nel 2020 (a fronte di una contrazione del PIL nominale), la ripresa dell'economia ha contribuito a contenerlo e ora si attesta a un livello appena superiore a quello del periodo pre-pandemia (cfr. Figura 29).

#### 29. Brasile: aumento dell'onere del debito



Per vincolo costituzionale, la spesa pubblica non può aumentare in termini reali (rettificati per tenere conto dell'inflazione). Dopo la sospensione di questa legge nel 2020, si è registrato un netto aumento del disavanzo primario (cfr. Figura 30) che, in quel momento, riteniamo sia stato opportuno. Ora si sta tornando verso una situazione di equilibrio, sebbene il maggior esborso per il pagamento degli interessi peserà sul disavanzo fiscale complessivo.

#### 30. Brasile: saldo di bilancio



Dopo un avvio molto lento, il Brasile ha inoltre compiuto notevoli progressi nel controllo della pandemia, soprattutto grazie alla produzione locale di vaccini.

## FOCUS SPECIALE: SCARSEGGIANO I LAVORATORI?

Una delle conseguenze inaspettate del Covid è stata la riduzione del tasso di partecipazione, ovvero la percentuale di persone occupate o in cerca di lavoro rispetto alla popolazione attiva. Oltre ai problemi demografici preesistenti, il mondo potrebbe trovarsi a corto di lavoratori?

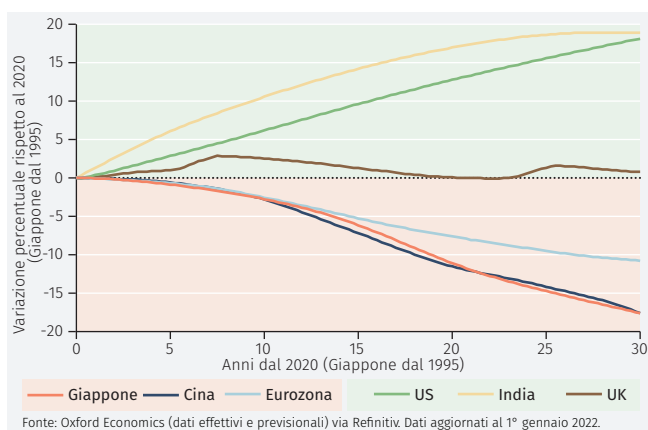
### Trappola malthusiana

Due secoli fa, Thomas Malthus espresse i suoi timori in merito a un'esplosione della popolazione globale. Sosteneva che la crescita della popolazione sarebbe stata di gran lunga superiore alla capacità del mondo di produrre cibo. Secondo questa teoria, la cosiddetta "trappola malthusiana", la crescita demografica sarebbe stata contenuta in un modo o nell'altro da guerre, carestie, pestilenze o controlli delle nascite. La politica cinese del figlio unico, introdotta nel 1979, rifletteva queste preoccupazioni. Ma Malthus si sbagliava. La popolazione mondiale, che era di circa un miliardo di persone quando elaborò la sua teoria, probabilmente supererà gli 8 miliardi a breve (il 1° gennaio 2022 ammontava a 7,92 miliardi) e ora, nel mondo, ci sono più bambini e adolescenti obesi che sottopeso.<sup>8</sup>

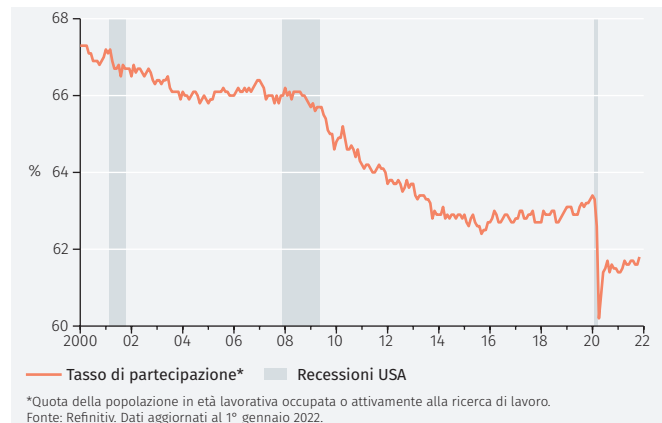
### Calo della popolazione in età lavorativa

Elon Musk ha recentemente espresso una visione molto diversa rispetto a Malthus: la carenza di lavoratori potrebbe minacciare la civiltà umana, a meno che l'intelligenza artificiale e la robotica non si sviluppino con sufficiente rapidità.<sup>9</sup> Sebbene si preveda un aumento della popolazione in età lavorativa negli Stati Uniti nei prossimi 30 anni (cfr. Figura 31) e una tendenza simile in India, è possibile che il calo demografico in Cina segua l'andamento osservato in Giappone sin dal 1995. Il calo nei paesi dell'Eurozona non è complessivamente così marcato, ma è più netto nei paesi

### 31. Popolazione in età lavorativa



### 32. Tasso di partecipazione USA



periferici rispetto a quelli centrali dove si registra una crescita. Si prevede che la popolazione in età lavorativa del Regno Unito rimanga sostanzialmente invariata.

### La "Great Resignation"

Oltre a preoccupare il calo della popolazione in età lavorativa, il tasso di partecipazione è diminuito in molte economie (la tendenza degli Stati Uniti è illustrata nella Figura 32). Questo fenomeno è stato denominato "Great Resignation", ovvero le "grandi dimissioni". I postumi del Covid a lungo termine, le difficoltà di lavorare da casa durante il lockdown prendendosi cura dei bambini e il timore di esporsi al virus hanno contribuito ad alimentare questa ondata di dimissioni di massa.

Ma un fattore ancora più importante è stato il sostegno offerto alle famiglie. I pagamenti in contanti alle famiglie effettuati durante la pandemia, che negli Stati Uniti ammontava a 2 trilioni di dollari, ovvero circa 16.000 dollari per famiglia, hanno disincentivato la ricerca di lavoro, riducendo il tasso di partecipazione di 0,6 punti percentuali (circa la metà del calo complessivo) secondo talune stime.<sup>10</sup> In Europa, dove sono stati utilizzati più diffusamente dei programmi per la conservazione dei posti di lavoro (come il Furlough Scheme, una sorta di cassa integrazione britannica), il calo del tasso di partecipazione è stato inferiore. Da una ricerca di Morgan Stanley è comunque emerso che il 36% degli europei incrementa il proprio reddito tramite piattaforme per la creazione di contenuti, e-commerce e trading (ad es, Bitcoin e NFT) e circa il 40% aspira a lasciare il proprio posto di lavoro entro due anni.<sup>11</sup>

La "Great Resignation" potrebbe rivelarsi una conseguenza duratura, anche se involontaria, del Covid e delle politiche adottate in risposta alla pandemia.

<sup>7</sup> *An Essay on the Principle of Population*, Thomas Malthus (1798)

<sup>8</sup> *The Economist World Ahead 2022*, "Growing up—and out"

<sup>9</sup> <https://tinyurl.com/bdeyv32m>

<sup>10</sup> <https://tinyurl.com/2p8dkmsw>

<sup>11</sup> *What If...The "Great Resignation" Doesn't End?*, Morgan Stanley, 24 novembre 2021.

## Informazioni importanti

**Il valore degli investimenti e il reddito che ne deriva può aumentare o diminuire e le performance precedenti non costituiscono un indicatore delle future performance. I prodotti di investimento possono essere soggetti ai rischi da investimento, che comprendono, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, la possibile perdita, totale o parziale, del capitale investito.**

Il presente documento non costituisce e non deve essere interpretato come una proposta, un annuncio pubblicitario, un'offerta pubblica o una collocazione o consiglio di acquisto, vendita, mantenimento o richiesta per qualsiasi investimento, operazione su titoli, altri strumenti finanziari o altri prodotti o servizi. Il presente documento non intende essere la descrizione definitiva dei termini e condizioni di qualsiasi investimento, operazione su titoli, altri strumenti finanziari o altri prodotti o servizi. Il presente documento è fornito solo a scopo informativo e non deve essere inteso come un consiglio di investimento o qualsiasi altra raccomandazione specifica rispetto a particolari azioni o inazioni. Le informazioni contenute nel presente documento non tengono conto degli obiettivi di investimento specifici, della situazione finanziaria o delle specifiche esigenze del destinatario. Prima di realizzare qualsiasi investimento o in caso di dubbi relativi alle informazioni fornite nel presente documento, l'utente è tenuto a richiedere personalmente una consulenza professionale idonea alle proprie condizioni specifiche.

Anche se le informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, nessun membro del Gruppo EFG dichiara o garantisce la correttezza di tali informazioni, che possono essere incomplete o sintetiche. Qualsiasi parere espresso nel presente documento è soggetto a modifiche senza preavviso. Il presente documento può contenere pareri personali che non riflettono necessariamente la posizione di tutti i membri del Gruppo EFG. Nella misura massima consentita dalla legge, nessun membro del Gruppo EFG può essere ritenuto responsabile per le conseguenze di eventuali errori od omissioni ivi contenuti, e ciascun membro del Gruppo EFG rifiuta espressamente qualsiasi responsabilità, tra cui (a titolo esemplificativo ma non esaustivo) la responsabilità per danni incidentali o conseguenti, derivanti da tali errori od omissioni o da eventuali azioni o inazioni commessi dal destinatario in funzione del presente documento.

La fruibilità del presente documento in qualsiasi giurisdizione o Paese può essere contraria alle leggi o ai regolamenti locali e le persone che entrano in possesso del presente documento devono informarsi personalmente e osservare eventuali limitazioni. Il presente documento non può essere riprodotto, divulgato o distribuito (tutto o in parte) ad altre persone senza il consenso scritto preventivo di un membro autorizzato del Gruppo EFG.

Il presente documento è stato realizzato da EFG Asset Management (UK) Limited per l'uso da parte del Gruppo EFG e delle consociate e affiliate del Gruppo EFG in tutto il mondo. EFG Asset Management (UK) Limited è autorizzata e regolamentata dalla UK Financial Conduct Authority, registrazione n. 7389746. Sede legale: EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, Londra W1J 5JB, Regno Unito, telefono +44 (0)20 7491 9111.

Se hai ricevuto questo documento da una delle consociate o filiali indicate qui sotto, tieni presente quanto segue:

### Informazioni per gli investitori in Australia:

Il presente documento è stato realizzato e pubblicato da EFG Asset Management (UK) Limited, una società a responsabilità limitata con numero di registrazione 7389746 e sede legale all'indirizzo Leconfield House, Curzon Street, Londra W1J 5JB (telefono +44 (0)20 7491 9111). EFG Asset Management (UK) Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority, registrazione n. 536771. EFG Asset Management (UK) Limited è esente dall'obbligo di possedere una licenza australiana per i servizi finanziari che fornisce ai clienti wholesale in Australia ed è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito (numero di registrazione presso la FCA 536771) ai sensi delle leggi del Regno Unito che differiscono da quelle australiane. Il presente documento è riservato ed è destinato al solo utilizzo da parte della persona a cui viene consegnato o inviato e non può essere riprodotto, tutto o in parte, a beneficio di persone diverse.

### ASIC Class Order CO 03/1099

EFG Asset Management (UK) Limited gode dell'esenzione dell'Australian Securities & Investments Commission (ASIC) Class Order CO 03/1099 (Class Order) (come specificato per esteso nell'ASIC Corporations Repeal and Transitional Instrument 2016/396) per le imprese regolamentate dalla Financial Conduct Authority (FCA) del Regno Unito, ed è quindi sollevata dall'obbligo di detenere una licenza australiana per servizi finanziari (AFSL) ai sensi della Corporations Act 2001 (Cth) (Corporations Act) in relazione ai servizi finanziari che fornisce.

### Requisiti normativi del Regno Unito

I servizi finanziari che forniamo sono disciplinati dalla FCA secondo le leggi e i requisiti normativi del Regno Unito, che differiscono da quelli dell'Australia. Di conseguenza, qualsiasi offerta o altra documentazione da noi fornita contestualmente all'erogazione di servizi finanziari sarà preparata in conformità con tali leggi e requisiti normativi. I requisiti normativi del Regno Unito si riferiscono alla legislazione, alle norme emanate ai sensi della legislazione e a qualsivoglia altra politica o documento pertinente emessi dalla FCA.

### Status di cliente wholesale

Per poter ricevere i nostri servizi finanziari nel rispetto del Class Order, l'utente dev'essere considerato un "cliente wholesale" secondo la definizione della sezione 761G della Corporations Act. Di conseguenza, accettando la documentazione da noi prodotta prima o nel corso della fornitura di servizi finanziari, l'utente:

- ci garantisce di essere un "cliente wholesale";
- accetta di fornire le informazioni o le prove da noi eventualmente richieste a dimostrazione del proprio status di cliente wholesale;
- accetta che possiamo interrompere l'erogazione dei servizi finanziari qualora non dovesse più essere un cliente wholesale o non abbia fornito informazioni o prove soddisfacenti a dimostrazione del proprio status di cliente wholesale; e
- accetta di informarci per iscritto entro 5 giorni lavorativi laddove cessi di essere un "cliente wholesale" ai fini dei servizi finanziari da noi forniti.

**Bahamas:** EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. è autorizzata dalla Securities Commission of The Bahamas conformemente alla Securities Industry Act, 2011 e al Securities Industry Regulations, 2012 ed ha il permesso di svolgere operazioni su titoli dirette o provenienti dalle Bahamas compreso il commercio di titoli, la stipula di accordi su titoli, la gestione di titoli e la consulenza su titoli. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. è autorizzata inoltre dalla Central Bank of the Bahamas conformemente alla Banks and Trust Companies Regulation Act, 2000 come istituto bancario e di trust.

**Bahrain:** EFG AG Bahrain Branch è regolamentata dalla Central Bank of Bahrain con sede legale in Bahrain Financial Harbour, West Tower – 14° piano, Regno del Bahrain.

**Bermuda:** EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. è una società esente costituita in Bermuda con responsabilità limitata. Sede legale: Thistle House, 2° piano, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda.

**Isole Cayman:** EFG Bank è autorizzata dalla Cayman Islands Monetary Authority a svolgere attività bancarie conformemente alla Banks and Trust Companies Law delle Isole Cayman. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. è autorizzata dalla Cayman Islands Monetary Authority a svolgere attività di trust conformemente alla Banks and Trust Companies Law delle Isole Cayman, e a svolgere attività di investimento in titoli conformemente alla Securities Investment Business Law delle Isole Cayman.

**Cile:** EFG Corredores de Bolsa SpA è autorizzata dalla Comisión para el Mercado Financiero ("Ex SVS") come agente di cambio che può svolgere operazioni di brokeraggio su titoli in Cile e attività secondarie disciplinate tra cui la gestione del portafoglio di titoli discrezionali, la stipula di accordi relativi a titoli e la consulenza per investimenti. Registrazione n. 215. Sede legale: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

**Cipro:** EFG Cyprus Limited è una società di investimento con sede a Cipro, iscritta al registro delle società con n. HE408062, con sede legale in Kennedy 23, Globe House, 6° piano, 1075, Nicosia, Cipro. EFG Cyprus Limited è autorizzata e regolamentata dalla Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC)

**Dubai:** EFG (Middle East) Limited è regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority con sede legale in Gate Precinct Building 05, Level 07, PO Box 507245, Dubai, Emirati Arabi Uniti.

**Guernsey:** EFG Private Bank (Channel Islands) Limited è autorizzata dalla Guernsey Financial Services Commission.

**Hong Kong:** EFG Bank AG è autorizzata come istituto bancario dalla Hong Kong Monetary Authority conformemente alla Banking Ordinance (Cap. 155, Laws of Hong Kong) e può svolgere attività regolamentate di Tipo 1 (commercio di titoli), Tipo 4 (consulenza su titoli) e Tipo 9 (gestione patrimoniale) in Hong Kong.

**Jersey:** EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited è regolamentata dalla Jersey Financial Services Commission per lo svolgimento di attività di investimento ai sensi della Financial Services (Jersey) Law 1998.

**Liechtenstein:** EFG Bank von Ernst AG è regolamentata dalla Financial Market Authority Liechtenstein, Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

**Lussemburgo:** EFG Bank (Luxembourg) S.A. è presente nell'elenco ufficiale delle banche costituite in Lussemburgo conformemente alla legge del Lussemburgo del 5 aprile 1993 sul settore finanziario (e successive modifiche e integrazioni) (la "Legge del 1993"), emanata dall'autorità di sorveglianza del Lussemburgo (Commission de Surveillance du Secteur Financier), come società per azioni di diritto pubblico ai sensi della legge del Lussemburgo (società anonyme) autorizzata a svolgere la propria attività conformemente all'articolo 2 della Legge del 1993. I residenti del Lussemburgo devono contattare esclusivamente EFG Bank (Luxembourg) S.A., 56 Grand Rue, Lussemburgo 2013, Granducato del Lussemburgo, telefono +352 264541, per qualsiasi informazione riguardante i servizi di EFG Bank (Luxembourg) S.A.

**Monaco:** EFG Bank (Monaco) SAM è una società per azioni di diritto pubblico monegasca registrata con il n. 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM è un istituto bancario che svolge attività finanziarie autorizzate e regolamentato dalla French Prudential Supervision and Resolution Authority e dalla Monegasque Commission for the Control of Financial Activities. Sede legale: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende – BP 37 – 98001 Monaco (Principato di Monaco), telefono: +377 93 15 11 11. Il destinatario del presente documento conosce perfettamente l'inglese e rinuncia alla possibilità di ottenere la versione francese della pubblicazione.

**Repubblica Popolare Cinese ("PRC"):** L'ufficio di rappresentanza a Shanghai di EFG Bank AG è approvato dalla China Banking Regulatory Commission ed è registrato presso la Shanghai Administration for Industry and Commerce conformemente alle normative della Repubblica Popolare Cinese per la gestione delle banche a investimenti esteri e le regole di implementazione collegate. Registrazione n. 310000500424509. Sede legale: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. L'ambito di attività di EFG Bank AG Shanghai Representative Office è limitato esclusivamente alla realizzazione di attività no-profit che comprendono le relazioni, le ricerche di mercato e la consulenza.

**Portogallo:** La filiale portoghese di EFG Bank (Luxembourg) S.A. è registrata presso la Portuguese Securities Market Commission con il numero 393 e presso la Bank of Portugal con il numero 280. Codice fiscale e numero del registro di commercio: 980649439. Sede legale: Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto – 1250-140 Lisboa, Portogallo.

**Singapore:** La filiale di Singapore di EFG Bank AG (UEN No. T03FC6371) è autorizzata dalla Monetary Authority of Singapore come banca di attività "all'ingrosso" per lo svolgimento di attività bancarie ed è un istituto di consulenza finanziaria esente come definito nella Financial Advisers Act e un licenziatario per i servizi relativi ai mercati finanziari come definito nella Securities and Futures Act.

**Svizzera:** EFG Bank AG, Zurich, comprende le filiali di Ginevra e Lugano, è autorizzata e regolamentata dalla Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA). Sede legale: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurigo, Svizzera. Filiali svizzere: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Ginevra 2 e EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

**Regno Unito:** EFG Private Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority, con registrazione n. 144036. EFG Private Bank Limited è un membro della London Stock Exchange. Iscrizione al registro delle società n. 2321802. Sede legale: EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, Londra W1J 5JB, Regno Unito, telefono +44 (0)20 7491 9111. In relazione a EFG Asset Management (UK) Limited si prega di notare l'informativa sullo status riportata qui sopra.

**Stati Uniti:** EFG Asset Management (UK) Limited è affiliata a EFG Capital, società di intermediazione statunitense autorizzata dalla Securities and Exchange Commission ("SEC") e associata alla Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") e alla Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). SEC, FINRA o SIPC non hanno approvato il presente documento o i servizi e prodotti forniti da EFG Capital o dalla relativa affiliata con sede negli Stati Uniti, EFGAM Americas. EFGAM Americas è registrata presso la SEC come società di consulenza per investimenti. I prodotti relativi a titoli e i servizi di brokeraggio sono forniti da EFG Capital, e i servizi di gestione patrimoniale sono forniti da EFGAM Americas. EFG Capital e EFGAM Americas sono società affiliate riconducibili alla stessa proprietà e possono usufruire reciprocamente del personale associato. Il presente documento non è destinato alla distribuzione a persone residenti negli Stati Uniti o per conto di queste ultime ad eccezione delle persone che sono "acquirenti qualificati" (come definito nella United States Investment Company Act del 1940, e successive modifiche e integrazioni (la "Investment Company Act")) e "investitori accreditati" (come definito nella Rule 501(a) ai sensi della Securities Act). Tutti i titoli citati nel presente documento non saranno registrati ai sensi della Securities Act o qualificati ai sensi di qualsiasi normativa sui titoli di Stato applicabile. Tutte le finanziarie citate nel presente documento non saranno registrate come società di investimento ai sensi della Investment Company Act. Gli analisti con sede al di fuori degli Stati Uniti sono ingaggiati da società affiliate non statunitensi che non sono soggette alle normative FINRA.