

# INSIGHT

RASSEGNA TRIMESTRALE DEI MERCATI

T2 2023

IN EVIDENZA IN QUESTO NUMERO:



ASSET ALLOCATION  
REGIONALE



SELEZIONE  
TITOLI GLOBALI



ASSET ALLOCATION  
REGIONALE



COSTRUZIONE  
PORTAFOGLI REGIONALI

## Un quartetto di preoccupazioni



### PANORAMICA

Quattro temi globali

### US

Tre percorsi per  
ridurre i tassi

### UK

Due punti deboli  
a lungo termine

### FOCUS SPECIALE

Discordia globale

## PANORAMICA

L'attenzione dei mercati finanziari può spostarsi rapidamente da un problema all'altro. Con un quartetto di questioni che dominerà le prospettive per il resto dell'anno, prevediamo che il sentiment di mercato sarà volatile e fortemente mutevole.

Il primo trimestre del 2023 si è chiuso con il fallimento di due banche statunitensi (SVB e Signature Bank) e l'improvvisa acquisizione di Credit Suisse da parte di UBS. Molto probabilmente si tratta di eventi idiosincratichi e al momento le autorità competenti si sono mosse per evitare il contagio al resto del sistema finanziario. Tuttavia, i timori non sono stati completamente fugati e probabilmente incomberanno per il resto del 2023. Allo stesso tempo, restano le precedenti preoccupazioni dei mercati finanziari in merito a inflazione, resilienza della crescita globale (con una probabile recessione) e tensioni geopolitiche. Indubbiamente, l'attenzione si sposterà di nuovo su questi temi. Nel post-pandemia, nei mercati globali i riflettori si sono spostati, spesso rapidamente, da una preoccupazione all'altra. Non prevediamo un cambio di rotta.

### Un quartetto di preoccupazioni

Questo quartetto di preoccupazioni – stabilità finanziaria, inflazione, crescita e geopolitica – ovviamente, non è una novità. Difficilmente, in un anno, almeno una delle quattro non compare sulle prime pagine dei giornali. La pandemia di Covid le ha fatte emergere tutte e quattro. La politica, le normative e la cooperazione possono mitigare i rischi che comportano, ma è inevitabile che ci siano dei limiti alla possibilità di gestirle.

### Stabilità finanziaria

Per promuovere la stabilità finanziaria esistono norme e regolamenti nazionali e globali. Per le banche, queste misure sono state inasprite dopo la crisi finanziaria globale, imponendo livelli più elevati di capitale e liquidità. Le norme eccessivamente severe sono spesso criticate dai soggetti regolamentati. Tuttavia, il sistema in atto non è bastato a impedire il fallimento di SVB nel marzo 2023. La Fed sta cercando di risalire alle cause e, a tempo debito, riferirà in proposito.<sup>1</sup> Sembra innegabile, tuttavia, che gran parte della responsabilità sia dell'esposizione alle obbligazioni a lunga duration. Era già successo anche per i fondi pensione nel Regno Unito, a settembre 2022. Quando i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine salgono, come è successo di recente, il loro prezzo può scendere in modo rilevante. Ad esempio a marzo 2023, quando SVB è fallita, il prezzo dei titoli di Stato USA di riferimento a 30 anni era diminuito di circa il 30% rispetto all'inizio del 2022. (vedi Figura 1).

### Inflazione

Il prezzo e il rendimento di un'obbligazione trentennale dipendono dalle aspettative sui tassi di interesse (e, di conseguenza, sull'inflazione) nei trent'anni successivi. Trattandosi di un lungo periodo, è difficile che le aspettative siano soddisfatte con un grado di attendibilità elevato. Tuttavia, fino a non molto tempo fa queste aspettative erano fondate, poiché le banche centrali miravano, con successo, a tenere bassa l'inflazione. Il loro impegno di contenimento dell'inflazione prosegue.<sup>2</sup>

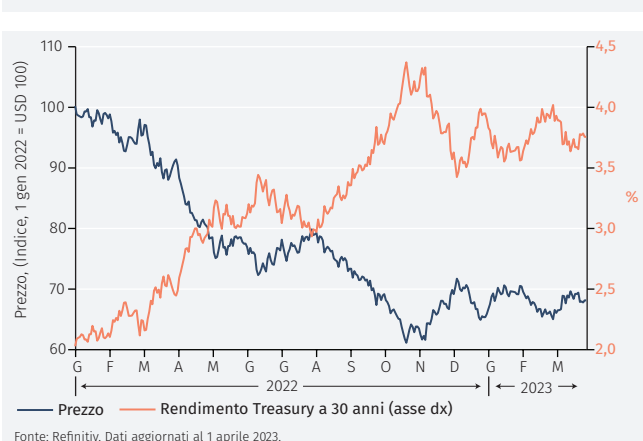
<sup>1</sup> La revisione del consiglio della Federal Reserve Board sarà pubblicata il 1° maggio. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20230313a.htm>

<sup>2</sup> L'impegno è stato espresso dalla BCE che il 14 febbraio 2023, il giorno di San Valentino, ha scritto in un Tweet "Le rose sono rosse, le viole sono blu, manterremo la rotta e riporteremo l'inflazione a 2".

<sup>3</sup> Olivier Blanchard, ad esempio, di recente ha suggerito un obiettivo del 3%, inferiore alla sua precedente richiesta di puntare al 4%. A un tasso del 3%, i prezzi raddoppiano ogni 24 anni; a un tasso del 2%, ogni 36 anni. Vedere <https://tinyurl.com/yxu6emh2>

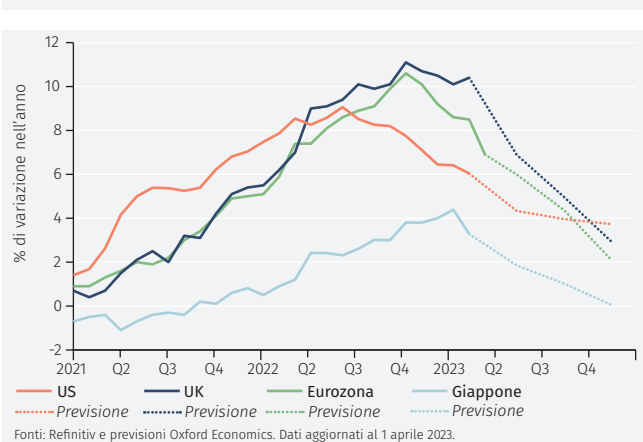
<sup>4</sup> Previsioni IMF *World Economic Outlook*, gennaio 2023.

### 1. Buoni del Tesoro USA a 30 anni



Negli Stati Uniti, qualcuno ha suggerito un obiettivo di inflazione più elevato.<sup>3</sup> Ora, con il calo dei tassi d'inflazione nelle principali economie sviluppate, e con una previsione generale di un ulteriore forte abbassamento entro fine anno (cfr. Figura 2), non ci sembra il momento giusto per cambiare le regole del gioco.

### 2. Calo dell'inflazione

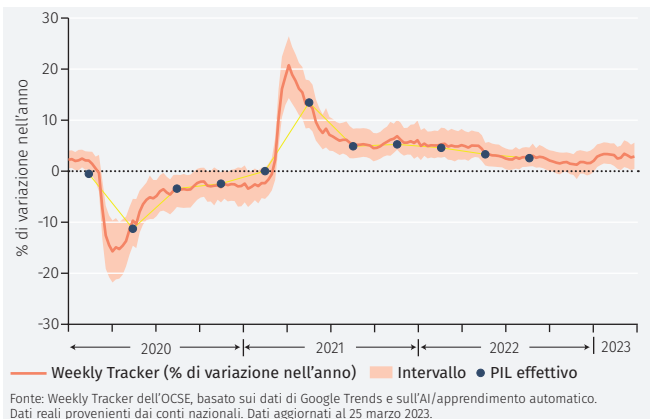


### Timori di recessione

Nelle principali economie sviluppate la crescita economica è rimasta relativamente stabile e positiva, senza segnali di recessione (per ora). Questo è il quadro che emerge dal nuovo Weekly Tracker dell'attività nelle economie OCSE (cfr. Figura 3). La Cina e l'India, nessuna delle quali fa parte dell'OCSE, sono destinate a crescere più in fretta, rispettivamente del 5% e del 6%.<sup>4</sup>

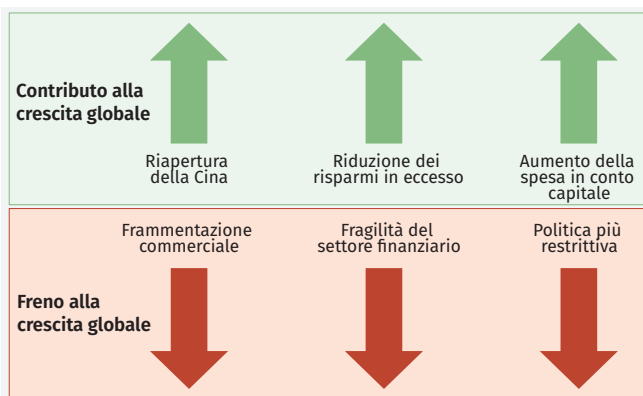
# PANORAMICA

## 3. Crescita del PIL nelle economie OCSE



La riapertura della Cina è uno dei tre fattori principali a sostegno della crescita globale quest'anno (cfr. Figura 4). Qui, come altrove, si può attingere ai risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia per sostenere la spesa dei consumatori, il secondo fattore di sostegno alla crescita. Secondo le nostre stime, i risparmi in eccesso a livello globale ammontano a quasi 5.000 miliardi di dollari.<sup>5</sup> In terzo luogo, la spesa in conto capitale è aumentata in tre aree principali: infrastrutture ecologiche, spesa per la difesa e creazione di nuove capacità grazie alla rilocalizzazione della produzione.

## 4. Fattori di crescita globale



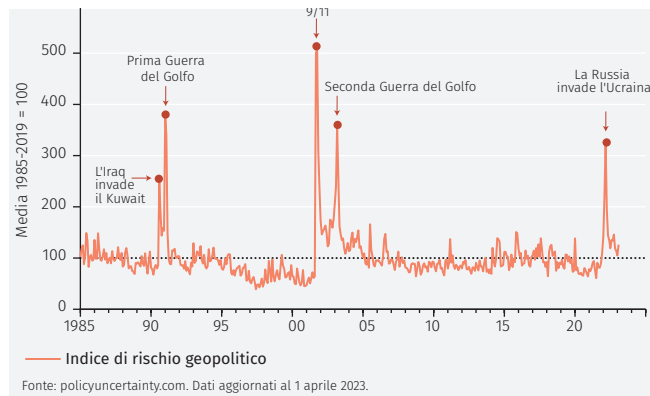
La rilocalizzazione, naturalmente, riflette la maggiore frammentazione del commercio globale. La produzione interna di semiconduttori negli Stati Uniti e in Europa può essere giustificata da motivi di sicurezza nazionale, ma è quasi certamente meno efficiente rispetto a catene di approvvigionamento globali altamente integrate. Molto probabilmente, penalizza la crescita globale. In uno scenario in cui la fragilità del settore finanziario continua a destare preoccupazioni e gli effetti ritardati di una politica più restrittiva incominciano a farsi sentire (nel mercato immobiliare, soprattutto), la crescita globale deve chiaramente affrontare alcuni ostacoli. L'equilibrio tra questi tre fattori

favorevoli e tre fattori frenanti determinerà l'andamento dell'economia globale per il resto dell'anno.

## Tensioni geopolitiche

Secondo un parametro, le tensioni geopolitiche (cfr. Figura 5) sono diminuite, pur rimanendo al di sopra della media di lungo termine. Naturalmente, l'andamento futuro è difficile da prevedere, ma l'allentamento delle tensioni è uno dei nostri temi chiave per il 2023.

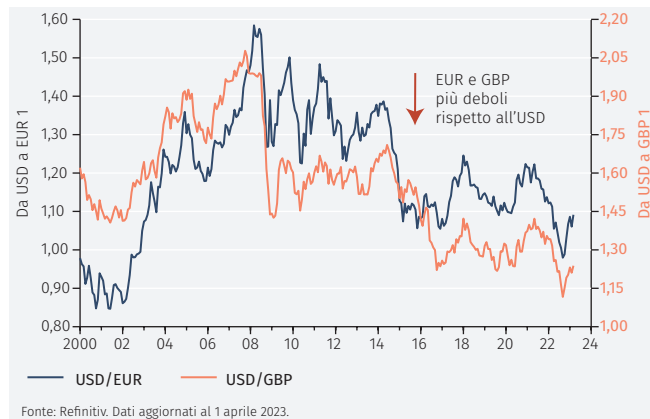
## 5. Indice di rischio geopolitico



## Debolezza del dollaro USA

Questo quartetto di preoccupazioni influirà sulle prospettive delle valute globali. Il calo del valore della sterlina e dell'euro rispetto al dollaro dopo la crisi finanziaria globale del 2008 (cfr. Figura 6) è stato un riflesso della forza generale del dollaro, amplificato da preoccupazioni specifiche a livello regionale (crisi dell'euro nel 2009-2015 e Brexit nel 2016). Nel primo trimestre del 2023, tuttavia, entrambe le valute hanno recuperato rispetto al dollaro. Resta da vedere se questo segnerà un'inversione di tendenza.

## 6. Euro e sterlina rispetto al dollaro USA



<sup>5</sup> Fonte: Stime di Refinitiv ed EFGAM al 1° aprile 2023. La stima dei risparmi in eccesso a livello globale corrisponde a quella dei risparmi in eccesso rispetto al tasso di risparmio medio 2018-2019 nel periodo dal T1 2020 in poi.

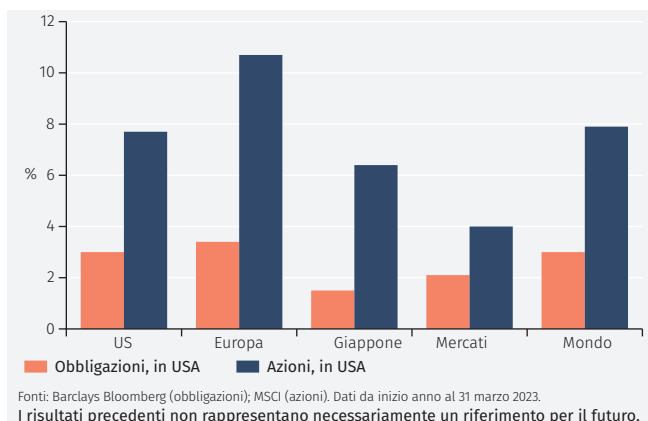
## ANDAMENTO DEL MERCATO DEGLI ASSET

All'inizio del 2023, quello della volatilità è stato un tema centrale. Tuttavia, alla fine del primo trimestre, sia i mercati azionari che quelli obbligazionari avevano generato rendimenti positivi. Il dollaro USA era relativamente stabile.

### Andamento del mercato degli asset

I rendimenti dei mercati azionari e obbligazionari globali sono stati positivi nel primo trimestre del 2023. I rendimenti in dollari USA delle obbligazioni e delle azioni sono stati pari rispettivamente al 3,0% e al 7,9% (cfr. Figura 7).<sup>6</sup> A febbraio, l'aumento dell'inflazione e gli aumenti effettivi e previsti dei tassi d'interesse hanno spinto al rialzo i rendimenti obbligazionari in tutto il mondo, con una conseguente flessione dei prezzi dei titoli di debito. Tuttavia, queste pressioni sono diminuite nella seconda parte del trimestre, dopo che le aspettative del mercato sui tassi d'interesse si sono attenuate, in parte a causa dei problemi del settore bancario negli Stati Uniti e in Svizzera. Nel complesso, il dollaro è stato relativamente stabile, con un indebolimento rispetto all'euro e alla sterlina e un rafforzamento rispetto allo yen.

### 7. Andamento del mercato degli asset

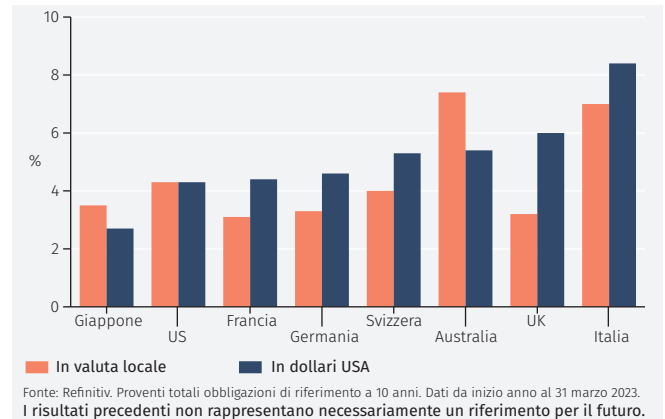


### Mercati obbligazionari

Dopo un primo trimestre volatile, alla fine del periodo i rendimenti totali dei titoli di Stato a 10 anni di tutti i principali mercati erano positivi, in valuta locale e in dollari USA (cfr. Figura 8). All'inizio di marzo, il rendimento delle obbligazioni USA di riferimento a 10 anni ha raggiunto un picco di oltre il 4%, per poi tornare ai minimi di gennaio a fine mese. Il calo dei rendimenti a 10 anni è stato ancora più consistente in Australia (73 punti base), dove i mercati hanno previsto che la banca centrale del Paese avrebbe interrotto la serie di rialzi dei tassi back-to-back, e in Italia, dove i timori verso l'orientamento di bilancio del nuovo governo si sono attenuati.

I rendimenti in dollari USA dei mercati europei sono stati generalmente sostenuti dal rafforzamento delle valute (euro, sterlina e franco svizzero) rispetto al dollaro USA. È successo il contrario in Giappone e in Australia, dove la debolezza valutaria ha penalizzato i rendimenti in dollari USA.

### 8. Rendimento del mercato obbligazionario

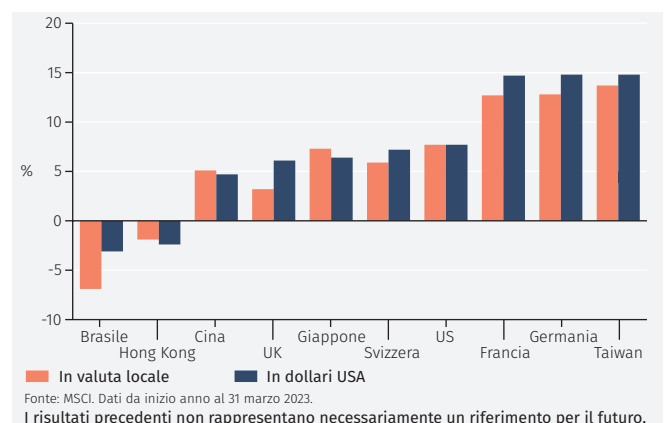


### Mercati azionari

I rendimenti complessivi del 7,7% del mercato azionario statunitense sono stati superati da Francia e Germania, sia in euro che in dollari (cfr. Figura 9). La rivalutazione dei meriti delle azioni europee è stato un fattore importante. Anche il mercato taiwanese si è rivelato solido, beneficiando in particolare della generale rivalutazione del settore tecnologico.

In Brasile la valuta si è rafforzata rispetto al dollaro USA, in parte in seguito al consolidamento dei prezzi delle materie prime; tuttavia, l'incertezza in merito alla direzione politica ha turbato il mercato azionario dopo la buona performance del 2022. Il mercato cinese ha realizzato guadagni grazie alla riapertura dell'economia e a segnali di un approccio più favorevole ai mercati da parte delle autorità.

### 9. Rendimento del mercato azionario



<sup>6</sup> I rendimenti obbligazionari globali sono misurati dall'Indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond che comprende i titoli obbligazionari societari governativi e investment grade emessi da entità dei mercati sviluppati ed emergenti in 24 Paesi. I rendimenti azionari globali sono misurati dall'Indice MSCI World, che rappresenta le azioni di società ad alta e media capitalizzazione di 23 mercati sviluppati.

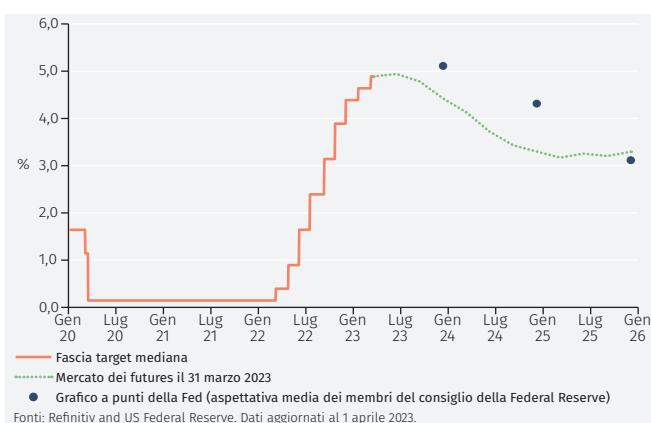
## STATI UNITI

La questione principale nei prossimi mesi è se la Fed o i mercati finanziari seguiranno la giusta direzione sul piano dei tassi d'interesse. La risposta va ricercata nelle probabilità di recessione, nella stabilità finanziaria e nell'efficacia dei tassi d'interesse per ridurre l'inflazione.

### Chi avrà ragione? Il mercato o la Fed?

La previsione mediana dei responsabili della Fed è che il tasso dei Fed Fund aumenterà leggermente entro fine anno. Per contro, i mercati dei future si aspettano due tagli di 25 punti base (cfr. Figura 10). Tuttavia, le aspettative del mercato sui tassi d'interesse sono spesso volatili e possono cambiare in fretta, come hanno fatto finora nel 2023 (cfr. Figura 11). È possibile che le previsioni del mercato sui tassi si rivelino corrette e che le aspettative della Fed siano sbagliate? I percorsi possibili sono tre: due poco graditi, uno molto più auspicabile.

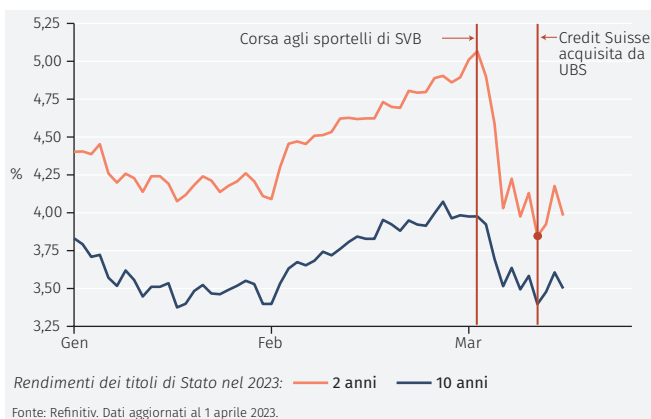
#### 10. Tasso dei Fed Fund: percorsi effettivi e attesi



### Due percorsi poco graditi: recessione e problemi del settore bancario

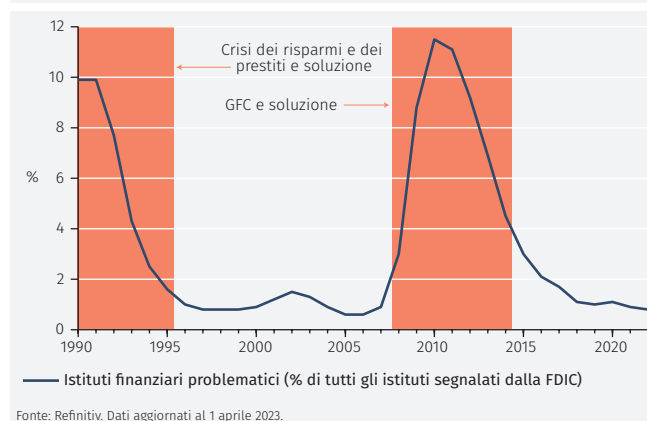
Il primo percorso non gradito è che l'economia entri in recessione. Tutte le recessioni dal 1960 sono state precedute da un'inversione della curva dei rendimenti (tassi a breve termine superiori ai rendimenti a 10 anni). È successo a fine dicembre 2022. Con un intervallo medio tra l'inversione e la recessione di circa un anno, il rischio è evidente.

#### 11. Mercato obbligazionario statunitense: una corsa sfrenata



Il terzo percorso consiste in ulteriori problemi nel settore bancario: è stato stimato che la riduzione di valore delle attività e l'aumento dei depositi non garantiti potrebbero esporre un maggior numero di banche al rischio d'insolvenza.<sup>7</sup> Questo rischio sembra basso, ma in passato i problemi del settore bancario erano sembrati contenuti, prima di diffondersi in modo più ampio. Inoltre, c'è voluto molto tempo per risolverli (cfr. Figura 12). La crisi dei risparmi e dei prestiti è iniziata a metà degli anni '80, ma è stata completamente risolta solo nel 1995. La crisi finanziaria iniziata nel 2007/2008 non è stata risolta completamente fino al 2014.

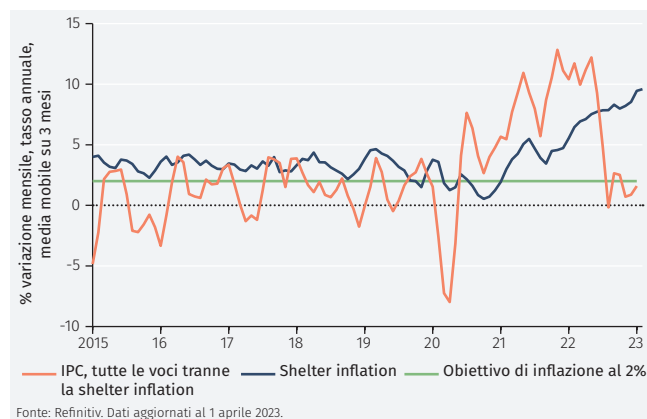
#### 12. Banche in difficoltà



### Un percorso auspicabile: il ritardo degli effetti della stretta monetaria

Un percorso più auspicabile e, secondo noi, più probabile, sarebbe un brusco calo dell'inflazione IPC. Esclusa l'inflazione sui servizi abitativi (*shelter inflation*), il dato si attesta intorno al 2% (annualizzato) dall'estate scorsa, ma la shelter inflation (che rappresenta circa 1/3 dell'IPC) è molto più alta (cfr. Figura 13). Il lavoro della Fed di San Francisco<sup>8</sup> dimostra che un aumento di 100 pb del tasso sui Fed Fund può ridurre la shelter inflation di oltre 3 punti percentuali in 2 anni e mezzo, suggerendo che la stretta della Fed finora è sufficiente per portarla a zero entro la metà del 2024.

#### 13. Inflazione dei prezzi al consumo negli Stati Uniti



<sup>7</sup> Si veda questo articolo, ad esempio: <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/monetary-tightening-us-bank-fragility-2023-mark-market-losses>

<sup>8</sup> Lettera economica della FRBSF del 13 febbraio 2023, "Can Monetary Policy Tame Rent Inflation?"

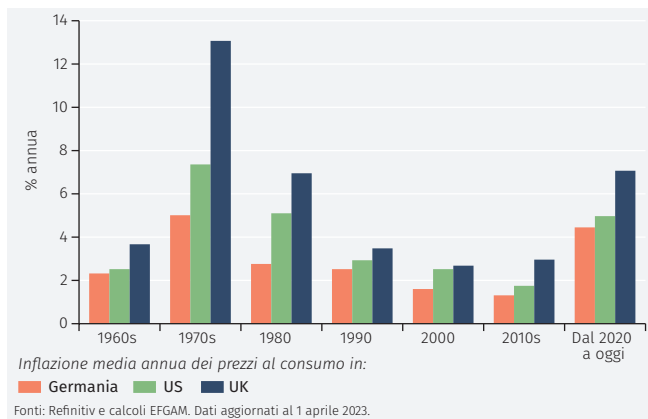
## REGNO UNITO

In un contesto in cui l'inflazione elevata e la fragilità del settore finanziario rappresentano due delle principali preoccupazioni a livello globale, il Regno Unito si trova in una posizione scomoda. Storicamente il Paese è soggetto al rischio di inflazione, e il suo settore finanziario è ampio.

### Un'economia a rischio inflazione...

Storicamente, l'economia del Regno Unito è esposta al rischio di inflazione. Per diversi decenni, l'inflazione è stata più alta rispetto a Stati Uniti e Germania, ad esempio (cfr. Figura 14). Questa percezione è stata in parte corretta, fino a poco tempo fa, dal successo della strategia di targeting dell'inflazione. Ma i dubbi rimangono.

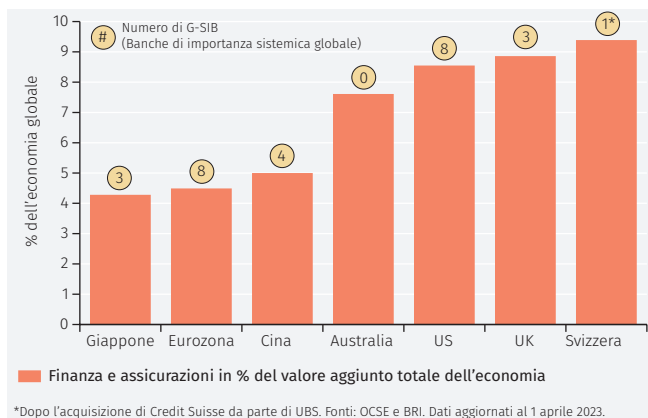
#### 14. Regno Unito a rischio inflazione



### ...con un ampio settore finanziario

Il Regno Unito, inoltre, ha un vasto settore finanziario, che rappresenta quasi il 10% del valore aggiunto dell'intera economia (cfr. Figura 15). Questo significa che i periodi di instabilità del settore finanziario, a livello nazionale (la crisi bancaria secondaria del 1974/75, ad esempio) o globale, tendono a colpire duramente l'economia del Regno Unito. Durante la crisi finanziaria globale, il PIL del Regno Unito ha registrato un ulteriore calo e ha recuperato più lentamente rispetto a Stati Uniti ed Eurozona. Nel Regno Unito si trovano tre delle 29 G-SIB (Global Systemically Important Banks), ovvero banche di importanza sistemica globale le cui attività ammontano al 166% del PIL, un dato superiore a quello di Stati Uniti ed Eurozona.<sup>9</sup>

#### 15. Importanza del settore finanziario



La recente persistenza dell'inflazione desta preoccupazioni. L'inflazione core e gli aumenti salariali attualmente si attestano a circa il 6% (cfr. Figura 16), rievocando l'immagine della spirale salari-prezzi degli anni '70. L'invito del governatore della Bank of England ai lavoratori, di non chiedere aumenti salariali eccessivi, e alle aziende, di non trasferire costi più elevati, sembrano poco in sintonia con lo stato d'animo attuale. Inoltre, le previsioni della Banca di una recessione di due anni, che risalgono al novembre 2022, sono state riviste. Ora la Banca e l'Office for Budget Responsibility non prevedono alcuna recessione.

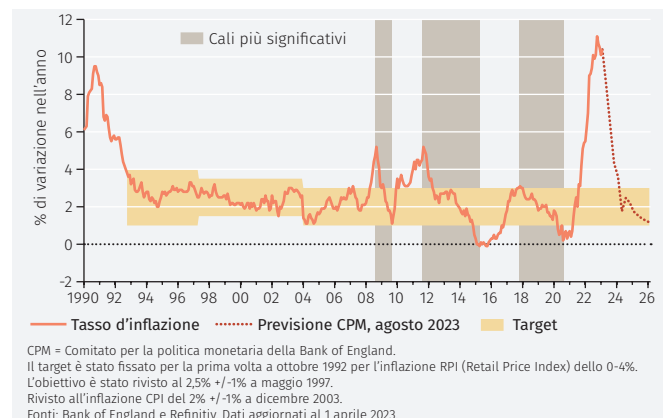
#### 16. Inflazione nel Regno Unito: ancora stabile



### ...ma è previsto un rapido declino

La credibilità delle previsioni della Banca potrebbe, ovviamente, essere ristabilita in fretta. Le sue proiezioni di inflazione (cfr. Figura 17) stimano un rapido declino dall'inizio dell'estate, con il tasso di inflazione che tornerà all'obiettivo nel secondo trimestre del 2024. Questo scenario sarebbe ben accolto.

#### 17. Obiettivo in materia di inflazione nel Regno Unito



<sup>9</sup> Gli Stati Uniti e l'Eurozona hanno entrambi 8 G-SIB, con un patrimonio di circa 14.000 mila miliardi di USD, che rappresentano rispettivamente il 56% e il 104% del PIL.

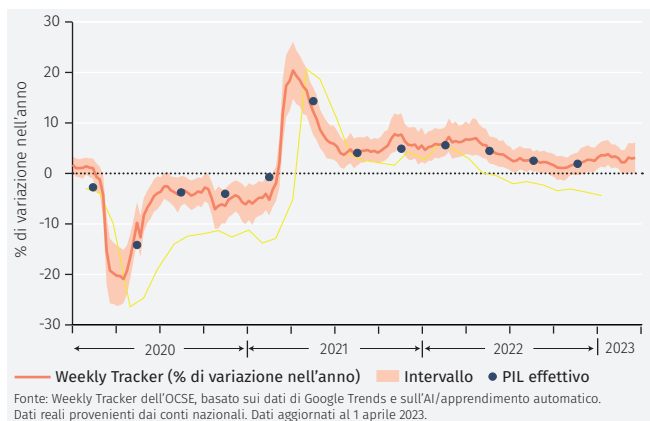
# EUROZONA

Finora l'Eurozona è sfuggita alla recessione, ma le preoccupazioni per il settore bancario hanno gettato un'ombra sulle prospettive per il resto dell'anno. I tassi d'interesse della BCE ora sono allineati alle aspettative inflazionistiche.

## Crescita all'inizio del 2023

La crescita del PIL nell'Eurozona si è in parte ripresa nei primi mesi del 2023, rimanendo positiva. Questo è il messaggio del Weekly Tracker dell'OCSE (cfr. Figura 18). Almeno finora, la recessione ampiamente attesa nella regione è stata evitata. La crescita è stata più forte in Irlanda, un Paese che in genere sovraperforma il resto del blocco. Bene anche i Paesi Bassi e gli Stati baltici (cfr. Figura 19). La Francia, invece, ha perso terreno. Qui, l'attività risentirà delle proteste per la riforma delle pensioni di fine marzo.

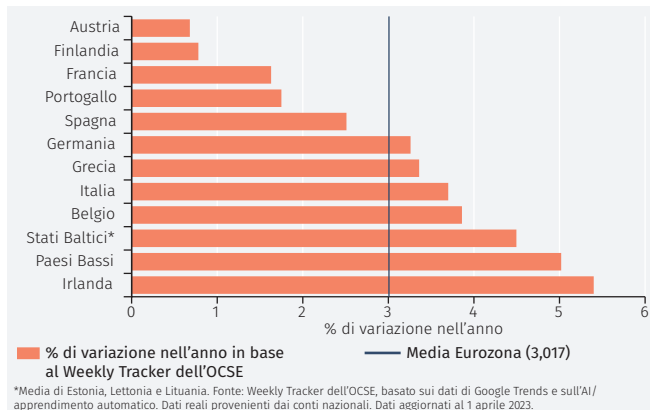
### 18. PIL settimanale nell'Eurozona



## Riforme francesi e settore bancario

“Sappiamo tutti cosa fare, solo che non sappiamo come essere rieletti dopo averlo fatto”, il commento di Jean-Claude Juncker sulle riforme economiche è appropriato nel contesto. La riforma delle pensioni in Francia, che attualmente alza l'età minima di pensionamento da 62 a 64 anni, era già stata tentata in passato. Il tentativo del 1995 è stato archiviato dopo le proteste diffuse. Le proteste dei *gilets jaunes* nel 2018 hanno impedito l'aumento della tassa sul carburante. Tuttavia, le riforme strutturali restano chiaramente necessarie, se valutate a livello

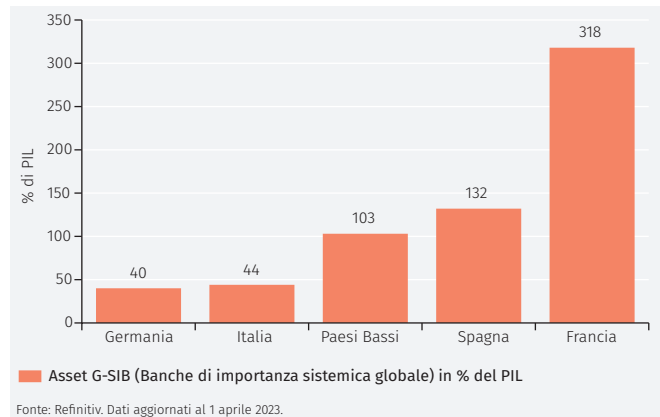
### 19. Crescita del PIL tra i membri dell'Eurozona



di spesa pubblica: 58% del PIL nel 2022, 9 punti percentuali in più rispetto alla media dell'Eurozona.

Un'altra preoccupazione riguarda il sistema bancario. La Francia ha quattro G-CB, con asset pari a oltre il 300% del PIL del Paese (cfr. Figura 20). È un dato molto più alto rispetto ad altre economie dell'Eurozona, ben al di sopra di quello del Regno Unito.

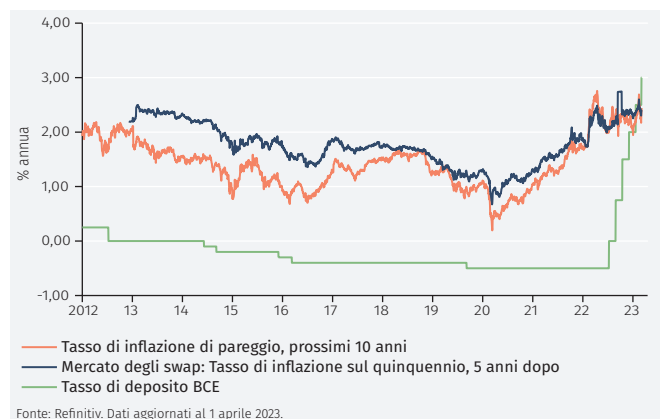
### 20. Eurozona: Asset di G-SIB



## Allineamento tra tassi della BCE e aspettative di inflazione

Dopo che la BCE ha alzato i tassi d'interesse dello 0,5% a marzo, la Presidente Lagarde ha dichiarato che probabilmente l'inflazione resterà “troppo alta troppo a lungo”, e che il Consiglio direttivo sa di avere “più terreno da coprire” nell'aumento dei tassi. I mercati finanziari prevedono altri due aumenti di 25 punti base, con il picco dei tassi nel terzo trimestre del 2023. Questo probabilmente porterebbe i tassi al di sopra delle aspettative di inflazione a medio termine (cfr. Figura 21) e, in questo senso, sembrerebbe adeguato.

### 21. Tasso di riferimento della BCE e aspettative di inflazione dell'euro



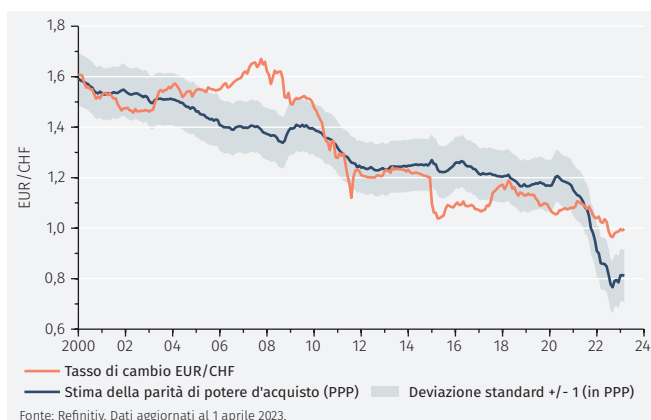
## SVIZZERA

La Banca nazionale svizzera (BNS) ha portato il tasso di riferimento all'1,5% e non si può escludere un ulteriore aumento. La causa principale è la preoccupazione per i trend dell'inflazione sottostante.

### Inflazione e tasso di riferimento

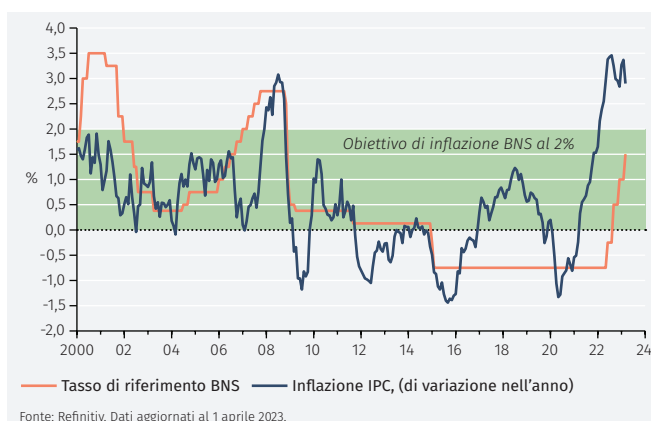
La BNS ha aumentato i tassi d'interesse dello 0,50%, portandoli all'1,50% a marzo, aggiungendo che "non si possono escludere" ulteriori aumenti. Nell'ultimo trimestre del 2022, la banca centrale ha venduto 27 miliardi di franchi svizzeri delle sue riserve in valuta estera per sostenere la valuta nazionale (che è ancora più debole del tasso PPP, cfr. Figura 22), limitando così l'inflazione importata. Anche così, sembra probabile che a giugno ci sarà un altro aumento dei tassi d'interesse (quasi certamente dello 0,25%).

### 22. Tasso di cambio euro-franco svizzero e tasso PPP



In base ai contratti future, il tasso di riferimento della BNS raggiungerà un picco di circa il 2% (implicando un ulteriore aumento dello 0,25% a settembre). L'aggressività della BNS riflette la revisione al rialzo delle sue previsioni condizionali sull'inflazione, che ora vedono l'inflazione rimanere al di sopra della fascia obiettivo dello 0-2% (vedi figura 23) fino alla fine del 2025 (a marzo 2023 era al 2,9%). La banca centrale ha rilevato che gli aumenti dei prezzi ora sono "su ampia scala", il che implica il rischio che l'attuale inflazione elevata si rifletta nelle previsioni del settore privato.

### 23. Inflazione svizzera e tasso di riferimento della BNS



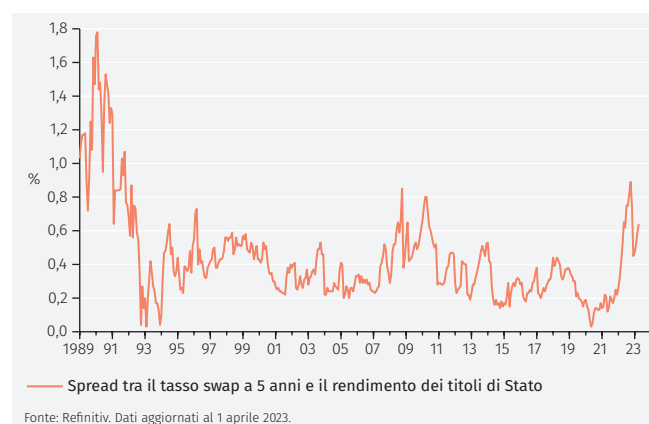
Alla luce delle prospettive, la BNS ha riconosciuto che i recenti sviluppi del settore finanziario hanno aumentato l'incertezza. La fiducia della banca centrale nelle previsioni condizionali sull'inflazione probabilmente oggi è più bassa del solito e non si può escludere uno scenario di ribasso, in cui l'economia rallenti bruscamente e l'inflazione torni rapidamente all'obiettivo.

### Separazione tra stabilità monetaria e finanziaria

Per il momento, la BNS ha separato la lotta all'inflazione da aspetti legati alla stabilità finanziaria. In quest'ultimo caso, la banca centrale sta offrendo ampia liquidità al sistema finanziario. Tuttavia, le condizioni di finanziamento nel settore non finanziario si sono inasprite, dopo l'aumento dei costi di finanziamento da parte delle banche seguito alle turbolenze nel settore finanziario.

Lo spread tra il tasso swap interbancario a medio termine e il rendimento dei titoli di Stato svizzeri è salito a livelli osservati l'ultima volta durante la crisi finanziaria globale (cfr. Figura 24), riflettendo i rinnovati timori sul rischio di controparte.

### 24. Maggiori preoccupazioni per il settore bancario



### Lo status di "porto sicuro" della Svizzera è a rischio?

Alcuni opinionisti ritengono che i problemi di Credit Suisse e la sua acquisizione da parte di UBS significhino che la Svizzera ha perso il suo fascino come porto sicuro. A onor del vero va detto che, durante la crisi finanziaria globale, c'erano timori simili, ma si sono dimostrati troppo pessimisti. Allora come oggi, la rapida risposta delle autorità svizzere è stata efficace nel preservare la stabilità finanziaria senza imporre alcuna perdita a depositanti e clienti.

Lo status di "porto sicuro" svizzero, a nostro parere, resisterà alle ultime avversità.

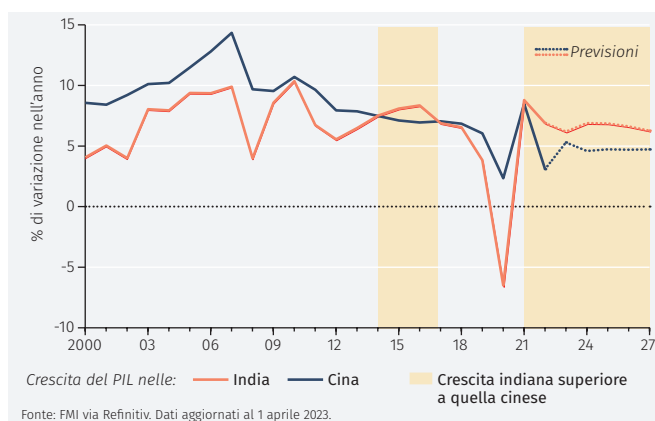
## ASIA

L'attività economica in Asia è stata strettamente correlata all'espansione del credito, spesso in un ciclo di espansione e contrazione. Per risolvere i problemi della Cina servirà del tempo, ma l'India sembra meglio posizionata.

### India vs. Cina

L'India e la Cina sono due Paesi densamente popolati, che per un po' di tempo sono cresciuti rapidamente. La crescita dell'India è rimasta perlopiù indietro rispetto a quella della Cina dal 2000, superandola solo brevemente e in modo marginale tra il 2014 e il 2016. Tuttavia, in base alle ultime previsioni dell'FMI le cose cambieranno e l'India resterà un passo avanti nella crescita per i prossimi cinque anni (cfr. Figura 25). Ci sembra una previsione ragionevole: i dati demografici favoriscono l'India, con una popolazione in crescita e più giovane rispetto alla Cina; la spesa in conto capitale del settore pubblico è solida i settori bancario e immobiliare sono molto più forti rispetto al passato.

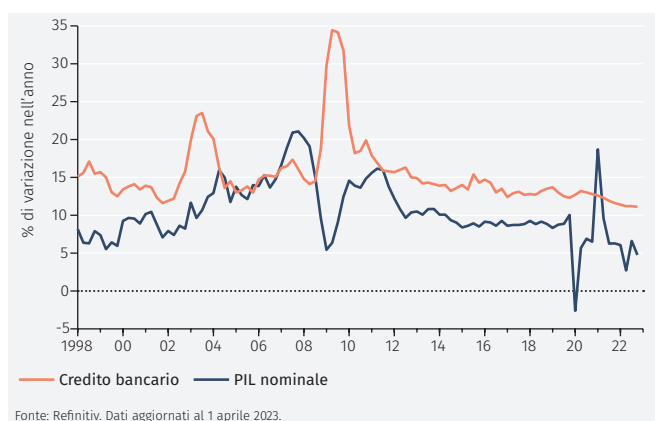
#### 25. India vs. Cina



### Espansione del credito e settore immobiliare

Per un po' di tempo (cfr. Figura 26) la crescita nominale dell'economia cinese è stata strettamente correlata all'espansione del credito. Questo andamento è stato osservato nei mercati asiatici. Tuttavia, in alcuni casi l'espansione del credito è stata eccessiva. È stata una causa importante dell'eccessivo sviluppo del settore immobiliare residenziale e dei problemi che ne sono seguiti. Per risolverli, a nostro avviso, servirà ancora un po' di tempo. Come succede sempre con gli indicatori cinesi, la situazione è poco chiara: le vendite di immobili sono calate,

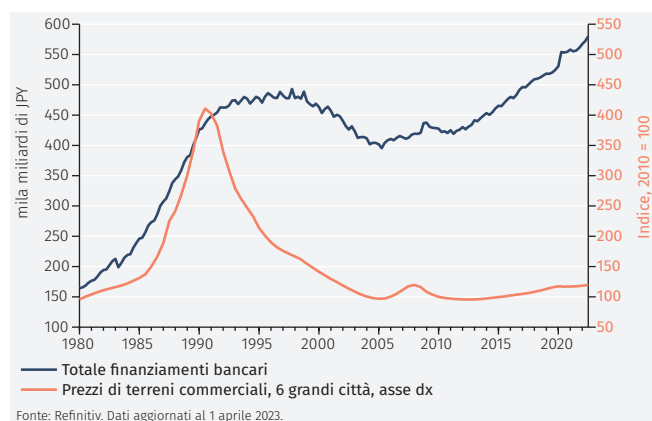
#### 26. Cina: credito bancario e PIL



ad esempio, ma i prezzi hanno tenuto bene, anche grazie alle vendite di terreni da parte delle autorità locali. Al contrario, il settore immobiliare indiano attualmente è caratterizzato da forti vendite e prezzi in aumento, con il settore bancario in grado di fornire credito.

C'è da sperare che la correzione della Cina dopo l'espansione del settore immobiliare alimentata dal credito non duri quanto quella del Giappone, dove ci sono voluti decenni per superare le conseguenze del boom dei prestiti bancari e dei prezzi dei terreni degli anni '80 (cfr. Figura 27).

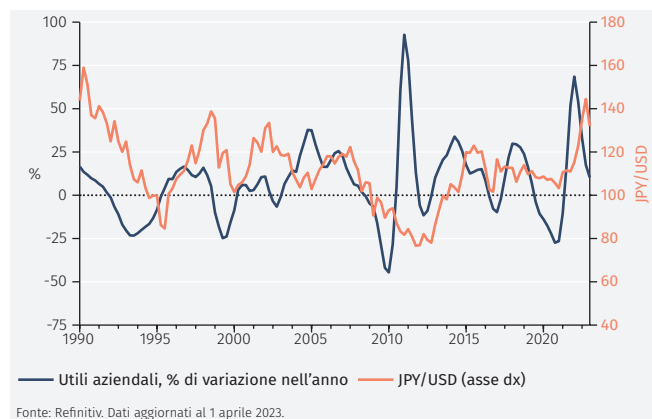
#### 27. Giappone: prestiti bancari e prezzi dei terreni



### Giappone: Yen e utili societari

Ora, in Giappone il settore aziendale è guarito. La solidità degli utili aziendali resta un tema importante nel 2023 e riteniamo che un ulteriore sostegno ai profitti delle società deriverà dagli effetti ritardati della debolezza dello yen nel 2022 (cfr. Figura 28).

#### 28. Giappone: utili societari e yen



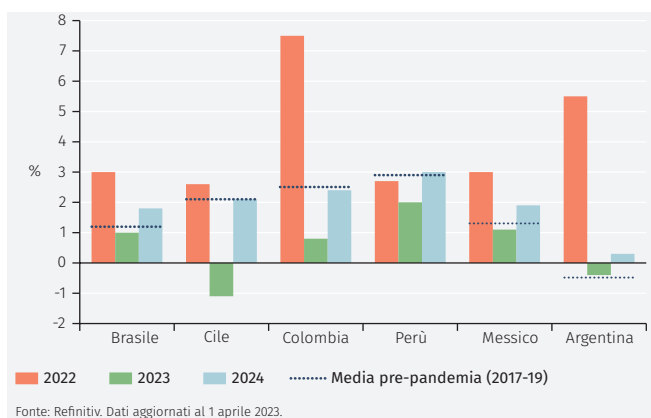
## AMERICA LATINA

I problemi a breve termine (crescita debole e inflazione elevata) stanno mettendo sotto pressione le economie dell'America Latina. La domanda principale è se la loro gestione metta a rischio le riforme di lungo termine.

### Problemi a breve termine

Nel 2023 la maggior parte delle economie dell'America Latina registrerà una crescita più debole rispetto al 2000 e al periodo pre-Covid (cfr. Figura 29).

#### 29. Modello di crescita del PIL in America latina



I due principali ostacoli sono l'aumento dei tassi d'interesse e il potenziale calo dei prezzi delle materie prime. In Brasile, ad agosto 2022 il tasso d'interesse di riferimento è stato aumentato al 13,75% ed è stato mantenuto a questo livello (cfr. Figura 30). L'inflazione è al di sopra dell'obiettivo stabilito dalla banca centrale, anche se non con un margine ampio quanto quello osservato nella maggior parte delle economie sviluppate: a febbraio è stata del 5,6% su base annua, a fronte di un obiettivo del 3,25%. La banca centrale è sottoposta a pressioni per alzare l'obiettivo di inflazione. Questo ridurrebbe l'urgenza di mantenere i tassi d'interesse così elevati. Il Presidente Lula ha descritto i tassi d'interesse reali elevati come non giustificabili.

#### 30. Brasile: inflazione e tasso politico



I tassi reali elevati riflettono tuttavia il premio al rischio sugli asset brasiliani, che è stato spinto al rialzo dai timori sulla direzione che prenderà la politica fiscale. Anche prima dell'inizio del mandato del Presidente Lula il 1° gennaio, il Congresso ha approvato un'esenzione

di un anno dal tetto di spesa fiscale (che limita l'aumento della spesa all'inflazione). Il tetto era stato tolto anche durante il Covid, e questo solleva alcuni dubbi sul fatto che non ci sia un controllo rigoroso sulla spesa pubblica. A dire il vero, con il vento favorevole dell'aumento dei prezzi delle materie prime, nei primi due mandati di Lula (cfr. Figura 31) c'è stato un calo sostanziale dei livelli di debito pubblico. Stando alle previsioni dell'FMI, è improbabile che accada di nuovo, ma la riduzione del rapporto sarà favorita dall'aumento della crescita economica nominale.

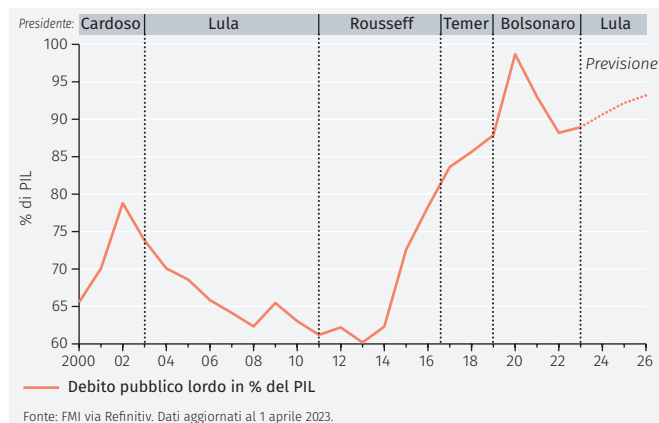
### Dollari e pesos di soia e malbec

In Argentina, i severi controlli sui capitali e le pressioni sul settore agricolo, recentemente aggravate dalla siccità, hanno portato all'introduzione di tassi di cambio paralleli. Il "dollaro di soia" e il "dollaro di malbec" offrono tassi di cambio più favorevoli per gli esportatori di questi prodotti. Tuttavia, questi doppi tassi di cambio causano distorsioni manipolando i prezzi relativi di un'economia e favorendo determinati settori. L'eliminazione del doppio tasso di cambio in genere determina un'allocatione più efficiente delle risorse.<sup>10</sup> Con le elezioni generali del 2023, tuttavia, nessun cambiamento sarà imminente.

### Opportunità a lungo termine

L'America Latina, con la sua ricca dotazione di risorse, naturalmente ha un enorme potenziale. Inoltre, questo potenziale può essere sfruttato per soddisfare le esigenze della moderna economia globale. Il Presidente Lula, due settimane dopo l'elezione, ha partecipato al vertice sul clima COP27 e le questioni relative alla tutela ambientale sono molto importanti per il suo governo. L'Argentina ha un enorme margine di espansione del turismo (in particolare l'eco-turismo) nel mondo post-Covid. Il dibattito su una potenziale unione valutaria tra Brasile e Argentina, anche se ambiziosa, dimostra un nuovo spirito di cooperazione tra queste due economie. Le opportunità a lungo termine, tuttavia, spesso si scontrano con la necessità di adottare misure di breve termine.

#### 31. Brasile: l'onere del debito si sta stabilizzando?



<sup>10</sup> Vedere <https://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/what-countries-need-consider-when-dual-exchange-rates-are-problem>

---

## FOCUS SPECIALE: DISCORDIA GLOBALE

---

*Global Discord*, il titolo del nuovo libro di Paul Tucker, è stato il tema della sua presentazione per EFG a Zurigo, l'8 marzo. L'argomento è senz'altro in sintonia con gli attuali sviluppi mondiali.

### Istituzioni di cooperazione

I piani di cooperazione globali dipendono dalle culture politiche sottostanti e dalle norme condivise dai principali Stati coinvolti. Nel dopoguerra, la politica internazionale e le sue istituzioni si sono basate sulla coesistenza pacifica. Le istituzioni di collaborazione, come l'FMI, la Banca Mondiale e l'Organizzazione mondiale del commercio (ex GATT) sono state create nel periodo successivo alla seconda guerra mondiale.

Alla fine del ventesimo secolo, queste istituzioni avevano un orientamento liberale americano di fondo. Quindi, con l'affermazione di Stati con norme diverse, in particolare la Cina, nel ventunesimo secolo, questo orientamento è stato messo in discussione. Lo scontro tra Cina e Occidente è ideologico, secondo Paul Tucker. È irrealistico pensare che la filosofia del Partito Comunista cinese (CCP) cambierà radicalmente in seguito al successo economico della Cina e della sua maggiore integrazione con il resto del mondo.

### Quattro scenari

Tucker descrive quattro scenari per il futuro dell'ordine internazionale:

1. il mantenimento dello status quo
2. una lotta tra superpotenze
3. una nuova guerra fredda
4. un nuovo ordine mondiale.

Quando ha iniziato a scrivere il libro (tra il 2018 e il 2021), Tucker pensava che ci trovassimo tra lo scenario 1 e lo scenario 2: il mantenimento dello status quo e una lotta tra superpotenze (prevalentemente tra Stati Uniti e Cina). Dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, secondo Tucker ci troviamo tra lo scenario 2 e lo scenario 3.

L'autore pensa che le tensioni tra Cina e Occidente dureranno a lungo. Dovendo scegliere il parallelo storico più vicino a questa situazione, ha optato per il "lungo XVIII secolo", dal 1689 al 1815. Questo periodo è stato caratterizzato da continue tensioni e dalla guerra tra Gran Bretagna e Francia, le due potenze mondiali dominanti. Successivamente, il Concerto d'Europa ha proposto un nuovo modello di collaborazione internazionale.

Un altro parallelo che spesso viene citato per cercare di comprendere le tensioni attuali è la trappola di Tuciddide: l'inevitabilità della guerra quando una potenza in ascesa ne sfida una in carica. Nella guerra del Peloponneso descritta da Tuciddide, la potenza in ascesa di Atene sfidò la potenza in carica di Sparta. Dal lavoro di Graham Allison<sup>11</sup> è emerso che negli ultimi 500 anni queste condizioni si sono verificate sedici volte, in dodici delle quali è scoppiata la guerra.

L'interdipendenza globale è stata messa in evidenza dal Covid, con la dipendenza delle economie occidentali dalle forniture di Paesi spesso lontani (in particolare la Cina per i DPI e l'India per i farmaci). La guerra tra Russia-Ucraina ha evidenziato la dipendenza dell'Europa occidentale dal gas russo.

Tutto questo indica che siamo già in presenza degli elementi chiave del secondo e del terzo scenario di Tucker (una lotta tra superpotenze e una nuova guerra fredda).

### Tre teorie sulle relazioni internazionali

Tucker esamina le tre teorie principali delle relazioni internazionali. Queste si basano sul lavoro di Hobbes, con particolare attenzione al potere, Kant, che sottolinea l'importanza di norme e valori, e Grotio, con enfasi su istituzioni e interdipendenza.

Prese singolarmente, nessuna di esse delinea un quadro adeguato per comprendere la situazione attuale. Tucker, invece, ritiene che il lavoro di David Hume e Bernard Williams, che trattano i temi del potere, del valore e dell'interdipendenza, offra una spiegazione migliore.

Tucker ha valutato se la lotta tra superpotenze (tra Cina e Stati Uniti, ma più in generale con l'Occidente<sup>12</sup>), possa essere esacerbata. È possibile che l'integrazione economica cinese nell'economia globale, e il suo incontestato successo nella creazione di ricchezza, la inducano a diventare più "occidentale". Tucker è scettico. Fa riferimento ai sette "no" della PRC (nel Documento 9 del 2013), ovvero il "no" alla promozione di una democrazia costituzionale, alla società civile e ai diritti individuali, al neoliberalismo (mercattizzazione totale), all'idea occidentale di libertà di stampa e a qualsiasi dubbio sulla natura del "socialismo con caratteristiche cinesi".

Le organizzazioni internazionali di cooperazione non sono adatte a gestire la crescita del potere della Cina. Nel 2013 l'OMC si è pronunciata su una causa intentata dagli Stati Uniti contro la Cina, sostenendo che i suoi sussidi statali agli esportatori non fossero consentiti dalle norme dell'OMC. Questi sussidi venivano erogati dalle imprese statali cinesi, che l'OMC ha ritenuto non essere enti pubblici, una decisione che Tucker definisce ridicola. Poiché ogni membro dell'OMC può porre il veto, in questi casi è difficile trovare una soluzione. La strada più probabile è che si creino diversi cerchi concentrici di relazioni internazionali, basati su valori, geografia e storia. Il fatto che il Regno Unito sia entrato a far parte del CPTPP, formato da 11 nazioni del Pacifico (Australia, Brunei, Canada, Cile, Giappone, Malesia, Messico, Nuova Zelanda, Perù, Singapore e Vietnam) è una dimostrazione del fatto che i nuovi accordi possono essere sorprendenti.

<sup>11</sup> Graham Allison, *Destined for War: can America and China escape Thucydides' Trap?* (2017).

<sup>12</sup> La definizione di "Occidente" include qualsiasi stato che opera secondo lo stato di diritto e una forma di governo rappresentativo. Giappone, Corea del Sud e India sono inclusi, secondo Tucker.

## Esclusioni di responsabilità 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 un prospetto, una pubblicità, un'offerta pubblica né una raccomandazione ad acquistare, vendere, detenere o richiedere alcun investimento, titolo, strumento finanziario 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 a scopo puramente informativo e non deve essere inteso come una consulenza per l'investimento o una raccomandazione a intraprendere o non intraprendere azioni specifiche. Le informazioni contenute nel presente documento non tengono conto degli obiettivi di investimento specifici, della situazione finanziaria o delle esigenze particolari 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 rilascia alcuna dichiarazione o garanzia in merito alla 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 o omissioni o per aver fatto affidamento sulle opinioni o sulle dichiarazioni contenute nel presente documento; inoltre, ciascun membro del Gruppo EFG declina espressamente qualsiasi responsabilità, tra cui (a titolo esemplificativo ma non esaustivo) la responsabilità per danni incidentali o conseguenti, derivanti dalle stesse cause o risultanti da eventuali azioni o mancate azioni da parte del destinatario sulla base delle informazioni contenute nel 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 (in toto o in parte) ad altre persone senza il preventivo consenso scritto 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, numero di registrazione 7389746. Sede legale: EFG Asset Management (UK) Limited, 116 Park Street, London W1K 6AP, Regno Unito, telefono +44 (0)20 7491 9111.

Gestori Indipendenti di Patrimoni: nel caso in cui il presente documento sia fornito a Gestori Indipendenti di Patrimoni (di seguito "GIP"), è severamente vietata la riproduzione, la divulgazione o la distribuzione del documento (integralmente o parzialmente) da parte dei GIP e il documento non può essere messo a disposizione dei loro clienti e/o terzi. Ricevendo questo documento i GIP confermano che prenderanno le decisioni e trarranno le conclusioni in modo autonomo su come procedere ed è responsabilità dei GIP assicurarsi che le informazioni fornite siano in linea con le condizioni dei loro clienti per quanto riguarda eventuali conseguenze di investimento, legali, normative, fiscali o di altro genere. EFG non si assume alcuna responsabilità per eventuali danni, perdite o costi (diretti, indiretti o conseguenti) che possano derivare da qualsiasi uso del presente documento da parte dei GIP, dei loro clienti o di terzi.

Se il presente documento è stato ricevuto da una delle consociate o filiali indicate qui sotto, occorre tenere presente quanto segue:

**Australia:** Il presente documento è stato preparato e pubblicato da EFG Asset Management (UK) Limited, una società a responsabilità limitata con numero di registrazione 7389746 e sede legale all'indirizzo 116 Park Street, London W1K 6AP (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 detenere 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 all'utilizzo esclusivo da parte della persona a cui viene consegnato o inviato e non può essere riprodotto, in toto o in parte, a beneficio di altre persone.

### 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 del 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 vigenti in 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" nell'accezione di cui alla sezione 761G del 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. Sede legale: Goodman's Bay Corporate Centre, West Bay Street e Sea View Drive, Nassau, Bahamas.

**Bahrain:** EFG AG Bahrain è una filiale di EFG Bank AG autorizzata dalla Banca Centrale del Bahrain (CBB) come Investment Business Firm Category 2 ed è autorizzata a svolgere le seguenti attività: a) Trattare strumenti finanziari in qualità di agente; b) Organizzare operazioni su strumenti finanziari; c) Gestire strumenti finanziari; d) Fornire consulenza su strumenti finanziari; e) Gestire un Organismo di Investimento Collettivo. Sede legale: EFG AG Filiale di Bahrain, Manama / Front Sea / Block 346 / Road 4626 / Edificio 1459 / Ufficio 1401 / C.P. 11321 Manama -- Regno del Bahrain.

**Isole Cayman:** EFG Wealth Management (Cayman) Ltd, è autorizzata e regolamentata dalla Cayman Islands Monetary Authority ("CIMA") a fornire attività di investimento in titoli dirette o provenienti dalle Isole Cayman ai sensi della Securities Investment Business Law (come rivista) delle Isole Cayman. Sede legale: Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Isole Cayman. EFG Bank AG, Filiale delle Cayman, è autorizzata come Banca di Classe B e regolamentata dalla CIMA. Sede legale: EFG Wealth Management (Cayman) Ltd, Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Isole Cayman. **Cipro:** EFG Cyprus Limited è una società di investimento con sede a Cipro, iscritta al registro delle società con numero HE408062, con sede legale in Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cipro. EFG Cyprus Limited è autorizzata e regolamentata dalla Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC).

**Dubai:** EFG (Medio Oriente) Limited è regolamentata dalla DFSA. Il presente documento è destinato "solo a clienti professionali". Sede legale: EFG (Middle East) Limited DIFC, Gate Precinct 5, 7th Floor PO Box 507245 - Dubai, UAE.

**Grecia:** EFG Bank (Luxembourg) S.A., Filiale di Atene è una filiale non-booking di EFG Bank (Luxembourg) S.A., autorizzata a promuovere i prodotti e i servizi di EFG Bank (Luxembourg) S.A. in base alla libertà di stabilimento dell'UE, in virtù di una licenza concessa dall'autorità di vigilanza finanziaria lussemburghese "CSSF". Sede legale: 342 Kifisias Ave. & Ethnikis Antistaseos Str. - 154 51 N. Psychiko, Registro commerciale generale n. 143057760001.

**Hong Kong:** La filiale di Hong Kong di 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. Sede legale: EFG Bank AG, filiale di Hong Kong, 18° piano, International Commerce Centre, 1 Austin Road West - Kowloon, Hong Kong.

**Liechtenstein:** EFG Bank von Ernst AG è regolamentata dalla Financial Market Authority Liechtenstein. Sede legale: EFG Bank von Ernst AG, Egertastrasse 10 - 9490 Vaduz, Liechtenstein.

**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.

**Lussemburgo:** EFG Bank (Luxembourg) S.A. è autorizzata dal Ministero delle Finanze del Lussemburgo e controllata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). EFG Bank (Luxembourg) S.A. è membro del Fondo di Garanzia dei Depositi del Lussemburgo (F.G.D.L. - Fonds de Garantie des Dépôts Luxembourg) e membro del Luxembourg Investor Compensation Scheme (S.I.I.L. - Système d'Indemnisation des Investisseurs Luxembourg). R.C.S. Luxembourg no. B113375. Sede legale: EFG Bank (Luxembourg) S.A. - 56, Grand-Rue, L-1660 Lussemburgo.

**Monaco:** EFG Bank (Monaco) SAM è una società per azioni di diritto pubblico monegasca registrata al numero 90 5 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 regolamentate 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 in conformità alle normative della Repubblica Popolare Cinese per l'amministrazione delle banche con investimenti stranieri e alle regole di attuazione correlate. Registrazione n.: 31000500424509. 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 allo svolgimento di attività senza scopo di lucro, tra cui attività di collegamento, ricerche di mercato e consulenza.

**Portogallo:** EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal è una filiale di EFG Bank (Luxembourg) S.A., autorizzata e regolamentata dalla Banca del Portogallo a fornire servizi di investimento (consulenza sugli investimenti e ricezione e trasmissione di ordini) a clienti registrati in Lussemburgo. La filiale di Lisbona, che non è un booking centre, agisce con un passaporto dell'Unione europea rilasciato dalla CSSF. Iscrizione al registro delle società n. 98649439. Sede legale: Avenida da Liberdade Nº 131 - 6° Dto. 1250 - 140 Lisbona.

**Singapore:** Singapore (UEN N. T03FC6371) è autorizzata dall'Autorità monetaria di Singapore come banca wholesale a svolgere attività bancarie; inoltre, svolge attività regolamentate di negoziazione di prodotti dei mercati dei capitali (titoli, organismi di investimento collettivo, contratti derivati negoziati in borsa, contratti di cambio a pronti ai fini di transazioni valutarie con leva e contratti derivati fuori borsa), gestione di fondi, finanziamento di prodotti e fornitura di servizi di custodia in qualità di Exempt Capital Markets Services Entity ai sensi del Securities and Futures Act 2001 e di fornitura di servizi di consulenza finanziaria, in qualità di Exempt Financial Adviser, ai sensi del Financial Advisers Act 2001, offrendo consulenza, direttamente o tramite pubblicazioni o documenti, in forma elettronica, cartacea o di altro tipo, e offrendo consulenza tramite l'emissione o la divulgazione di analisi o rapporti di ricerca, in forma elettronica, cartacea o di altro tipo, relativi ai seguenti prodotti di investimento: titoli, organismi di investimento collettivo, contratti derivati negoziati in borsa, contratti derivati over-the-counter, contratti di cambio a pronti non finalizzati a transazioni valutarie con leva, contratti di cambio a pronti finalizzati a transazioni valutarie con leva e depositi strutturati. Prima di impegnarsi ad acquistare il prodotto d'investimento, è necessario richiedere la consulenza di un consulente finanziario in merito all'idoneità del prodotto d'investimento, tenendo conto degli obiettivi d'investimento specifici, della situazione finanziaria o delle esigenze particolari del destinatario. Si prega di contattare EFG Bank AG (filiale di Singapore) per qualsiasi questione o richiesta derivante da o in relazione alla presente pubblicazione. Si fa tuttavia presente che EFG Bank AG (filiale di Singapore) non assume alcuna responsabilità legale in merito al contenuto di questa pubblicazione. EFG Bank AG (Filiale di Singapore) ed EFG Asset Management (UK) Limited attuano opportuni meccanismi e politiche di separazione per garantire l'indipendenza delle attività di ricerca di EFG Asset Management (UK) Limited, e procedure volte a evitare l'influenza indebita di emittenti, investitori istituzionali o altre parti esterne su EFG Asset Management (UK) Limited. Ove necessario, possono essere presi altri accordi per prevenire eventuali conflitti di interesse. Per Singapore, il presente documento e i prodotti qui menzionati sono destinati esclusivamente a "investitori accreditati" e "investitori istituzionali" ai sensi del Securities and Futures Act del 2001 ed eventuali norme emanate successivamente. Questo annuncio non è stato esaminato dall'Autorità monetaria di Singapore. Sede legale: EFG Bank AG, Singapore Branch 79 Robinson Road #18-01 Singapore 068897.

**Svizzera:** EFG Bank AG, Zurich, comprese le filiali di Ginevra e Lugano, è autorizzata e regolamentata da FINMA. Sede legale: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurigo, Svizzera. Filiali svizzere registrate: 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. Se si riceve questo documento da EFG Private Bank Limited, ciò è dovuto al fatto che l'investitore ha un contratto di consulenza con EFG Private Bank Limited e che quest'ultima ha valutato il prodotto o i prodotti a cui si fa riferimento in questo documento come adatti all'investitore. Il presente documento è stato approvato da EFG Private Bank Limited ed è distribuito da EFG Private Bank Limited.

EFG Private Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. EFG Private Bank Limited è un membro della London Stock Exchange. Iscrizione al registro delle società n. 2321802. Sede legale: EFG Private Bank Limited, Park House, 116 Park Street, London W1K 6AP, Regno Unito, telefono +44 (0)20 7491 9111.

**USA:** EFG Capital International Corp ("EFG Capital") è una 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, EFG Asset Management (Americas) Corp ("EFGAM Americas"), società di consulenza d'investimento registrata presso la SEC. 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 entrambe alla proprietà di EFG International AG e possono usufruire reciprocamente del personale associato. Sede legale: 701 Brickell Avenue, Nono piano - FL 33131 Miami.

© EFG. Tutti i diritti riservati