

INSIGHT

RASSEGNA TRIMESTRALE DEI MERCATI

T3 2021

IN EVIDENZA IN QUESTO NUMERO:



ASSET ALLOCATION
GLOBALE STRATEGICA



SELEZIONE
TITOLI GLOBALI



ASSET ALLOCATION
REGIONALE



COSTRUZIONE
PORTAFOGLI REGIONALI

Un rimbalzo
maggiore



PANORAMICA

Giorni migliori, giorni peggiori

SVIZZERA

Il difficile compito della riforma delle pensioni

AMERICA LATINA

Diventa più rischioso

FOCUS SPECIALE

Disruption finanziaria

PANORAMICA

Dopo il 2020, uno dei peggiori anni per la crescita economica globale, quest'anno sembra essere uno dei migliori. Infatti, il rimbalzo delle attività è maggiore di quanto molti si aspettavano solo pochi mesi fa.

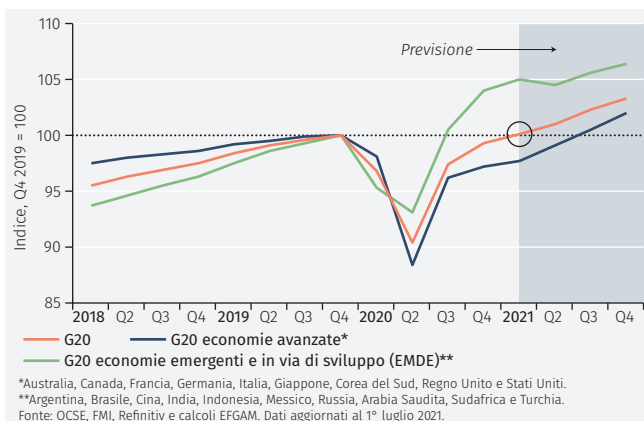
Ripresa globale: un rimbalzo maggiore

“Ci sono stati giorni migliori e giorni peggiori”¹ è una sintesi appropriata degli sviluppi economici globali di quest'anno e dello scorso anno.

Quest'anno, la Banca Mondiale prevede per l'economia mondiale la più forte ripresa post-recessione in oltre ottant'anni.² La Fed ha rivisto le previsioni di crescita del PIL degli Stati Uniti al 7% (dal 4,2% di appena sette mesi fa).³

L'anno scorso, la contrazione del PIL effettivo degli Stati Uniti è stata la più grande registrata nel dopoguerra; per l'eurozona, il calo è stato il maggiore dal lancio nel 1999; e per il Regno Unito, il calo del 2020 è stato il più significativo dal 1706, quando era in corso la guerra con la Francia.

1. G20 PIL: di nuovo sopra il livello pre-crisi

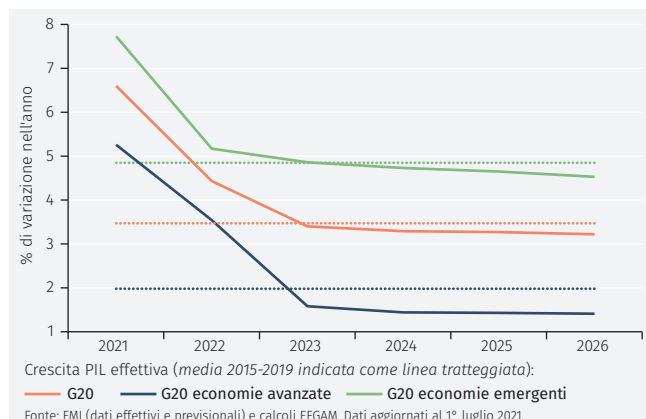


Nel complesso, per le economie del G20 il PIL effettivo era già al di sopra del livello pre-Covid nel primo trimestre del 2021 (vedi Figura 1). La ripresa è stata guidata dalla Cina, ma anche la Corea del Sud e l'Australia hanno superato i loro livelli pre-Covid. Gli Stati Uniti sono destinati a raggiungere un traguardo simile nel secondo trimestre; e la maggior parte delle economie europee saranno vicine ai loro livelli di PIL pre-pandemia entro la fine del 2021/inizio 2022. Mentre la risposta fiscale per sostenere l'economia statunitense è stata rapida e significativa, la risposta dell'eurozona, sebbene in misura ampia, è più “a scoppio ritardato”: si concentra su priorità a più lungo termine come la riduzione delle emissioni di carbonio e l'adozione delle tecnologie digitali.

I tassi di crescita rapida non saranno duraturi

Dopo aver riconquistato i livelli di attività pre-Covid, cosa possiamo aspettarci? I tassi di crescita possono rimanere elevati per un po', poiché la domanda latente, specialmente per i viaggi, le vacanze e l'intrattenimento, si riprende gradualmente. Ma, guardando al 2023 e oltre, esiste la diffusa preoccupazione (in particolare da parte del FMI, le cui previsioni sono indicate nella Figura 2) che si verifichi un

2. G20 crescita: ritorno alla “normalità”?

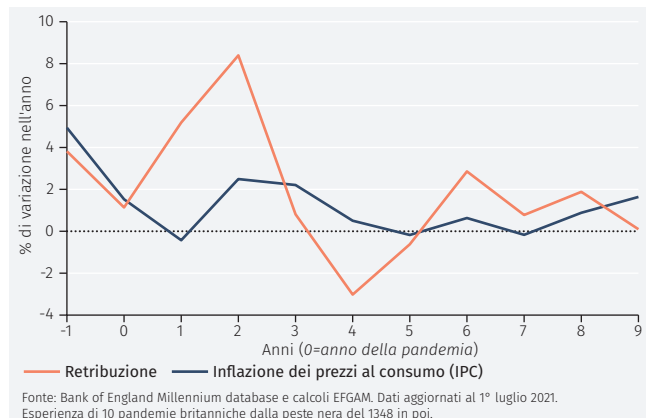


rallentamento fino ad arrivare a tassi inferiori rispetto a quelli del mondo pre-Covid. Le preoccupazioni riguardano diversi fronti. Il rallentamento della crescita della popolazione e della forza lavoro è una caratteristica di molte economie avanzate, così come della Cina. La tendenza all'indebolimento della produttività rimane una preoccupazione e, come ha detto Paul Krugman, “la produttività non è tutto ma, nel lungo periodo, è quasi tutto”. Cioè, la capacità di un Paese di migliorare il proprio standard di vita nel tempo dipende quasi interamente dalla capacità di aumentare la produzione per lavoratore. Il tipo di infrastruttura necessaria per facilitare tutto ciò varia enormemente, sia per i settori 'old school' (trasporti, energia, acqua e servizi igienici) che per il mondo digitale. Migliorarla è una priorità ovunque.

Le pressioni sull'inflazione sono destinate a diminuire.

L'altra grande incertezza economica per i prossimi mesi riguarda l'inflazione. Un recupero dell'inflazione è stato osservato in molte economie, in particolare negli Stati Uniti. Il fatto che questo rimbalzo possa annunciare l'inizio di un nuovo periodo maggiormente inflazionistico per l'economia

3. Pandemia, inflazione e salari



¹ Frase di apertura di *A Tale of Two Cities* di Charles Dickens.

² Banca Mondiale *Prospettive economiche globali* Giugno 2021. <https://tinyurl.com/yz35efjr>

³ Fed, *Sintesi delle proiezioni economiche*. Misurata come crescita tra il quarto trimestre dell'anno in corso e il quarto trimestre dell'anno precedente.

PANORAMICA

mondiale desta parecchie preoccupazioni; ma la maggior parte delle banche centrali, così come molti analisti del settore privato, vedono questo fenomeno come temporaneo. Per ora, siamo probabilmente in un momento di "frastuono del picco di inflazione": distinguere la tendenza di fondo è molto più difficile del solito.

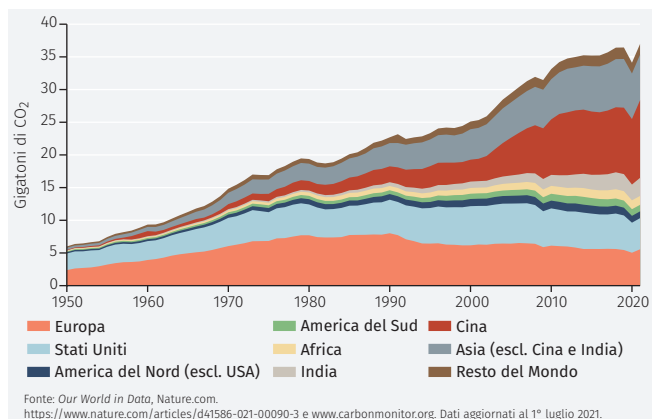
Ci sono due preoccupazioni principali relative alla tendenza inflazionistica dei prezzi al consumo. La prima riguarda il fatto che l'inflazione può essere spinta verso l'alto da salari maggiori. Dal personale dei bar in Gran Bretagna agli scaricatori di porto a San Francisco, la carenza di manodopera si osserva in tutto il mondo. Un'ampia panoramica della storia economica del Regno Unito mostra che i salari, spinti più in alto dalla carenza di manodopera, di solito sono aumentati bruscamente all'indomani delle pandemie (vedi Figura 3). Tuttavia, l'aumento dei salari sembra essere temporaneo e la tendenza generale negli anni che seguono la pandemia è per una minore, e non maggiore, inflazione dei prezzi al consumo. In generale, ciò si spiega con il fatto che la domanda moderata tende ad essere un fattore più importante della carenza di offerta.

Questo suggerisce che la seconda forza inflazionistica (carenza di fornitura di semiconduttori, nuove auto e materiali da costruzione, ecc.) potrebbe anche non essere di lunga durata. In effetti, negli Stati Uniti si osservano già i segnali di recupero di queste carenze: l'economia avanzata si è ripresa più velocemente. Nel complesso, quindi, tendiamo ad essere ottimisti sulle prospettive di inflazione e anche il mercato obbligazionario statunitense sembra aver accettato questo messaggio.

Le "tre C": climate change, cars and copper (cambiamento climatico, automobili e rame)

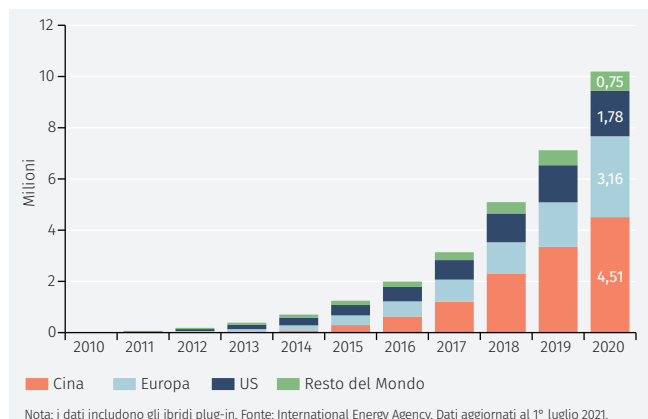
Un gradito effetto collaterale della diminuzione delle attività nel 2020 è stato il calo delle emissioni di anidride carbonica. Ma non è durato. I dati per i primi quattro mesi del 2021 mostrano un netto incremento (vedi Figura 4). Un modello simile è stato osservato dopo la crisi finanziaria globale: la riduzione delle emissioni di carbonio in quel periodo appare ora come un fenomeno temporaneo.

4. Emissioni globali di CO2



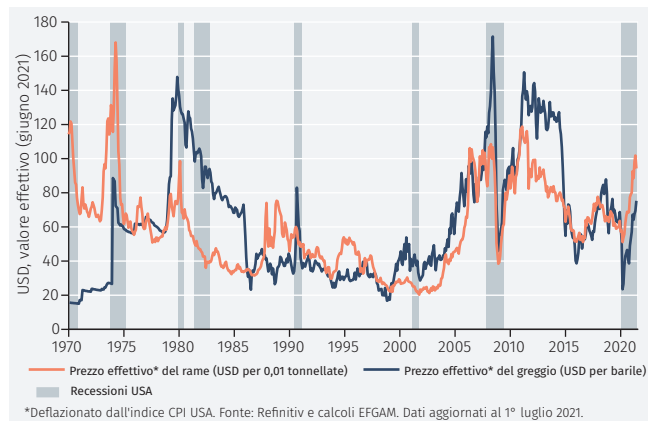
Tuttavia appare chiaro che c'è una maggiore attenzione rispetto alle questioni ambientali e un maggiore impegno internazionale ad agire in modo coordinato. C'è stata una rapida crescita delle installazioni per l'energia solare ed eolica e dei progetti per ulteriori ampliamenti in questo settore. Le auto elettriche, una

5. Scorte globali di auto elettriche



rarità solo pochi anni fa, sono ora più comuni. Ma in tutti questi campi bisogna fare di più. Su 1,4 miliardi di auto in circolazione nel mondo, per esempio, solo 10 milioni sono veicoli elettrici (vedi Figura 5). L'elettrificazione dell'economia si estende a molti altri settori. Ma di per sé questa tendenza porterà a un forte aumento della domanda di alcune materie prime (in particolare rame, alluminio, nichel e zinco). Anche se il prezzo del rame è salito bruscamente negli ultimi mesi, in termini realistici è ancora al di sotto dei picchi precedenti (vedi Figura 6). In quel mercato, contrariamente alla tendenza generale, una forte domanda può prevalere sulla scarsa risposta dell'offerta.

6. Prezzi del rame e del petrolio in termini reali



Alcuni sono preoccupati dal fatto che i mercati finanziari possano avere difficoltà a finanziare il passaggio a una nuova infrastruttura più green. Per contenere il riscaldamento globale a 2,0°C al di sopra dei livelli preindustriali, una stima suggerisce che saranno necessari 50.000 miliardi di dollari nei prossimi 30 anni.⁴ Ma dato che c'è stato un cambiamento nelle priorità di molti investitori per favorire gli investimenti incentrati sul clima, dubitiamo che ci saranno problemi nell'attrarre i finanziamenti necessari. Un quadro di questo aspetto è fornito dalla risposta fiscale globale alla pandemia di Covid: 16.000 miliardi di dollari finora.⁵ A fronte di questa spesa, il costo per la mitigazione del cambiamento climatico può sembrare molto più accettabile.

⁴ stime Morgan Stanley. Vedi <https://tinyurl.com/4yr48et5>

⁵ FMI Monitoraggio fiscale Aprile 2021.

ANDAMENTO DEL MERCATO DEGLI ASSET

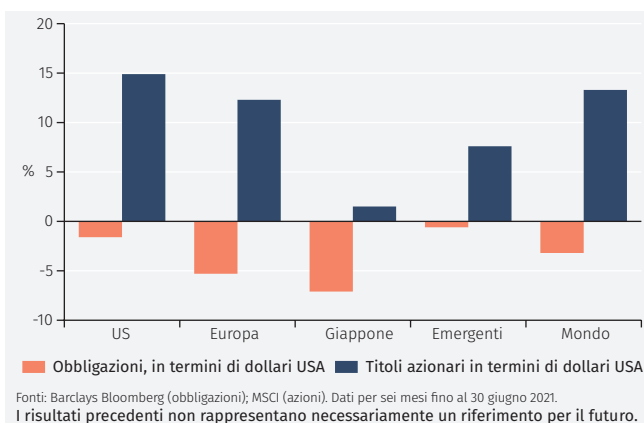
La prima metà del 2021 ha visto un ampio recupero dei mercati azionari globali, guidato dagli Stati Uniti. I mercati obbligazionari sono stati sotto pressione a causa di un aumento dei rendimenti che riflette le preoccupazioni sull'inflazione, ma queste si sono attenuate verso la fine del periodo.

Andamento del mercato degli asset

Nella prima metà del 2021 i mercati azionari mondiali hanno registrato utili del 13,3% (vedi Figura 7) sulla base del rendimento totale dell'indice MSCI World in dollari USA. I rendimenti dei mercati obbligazionari globali, invece, sono stati negativi, con un -3,2% sulla base dell'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate.⁶ In molti dei mercati più grandi (in particolare Giappone, Svizzera ed eurozona) i rendimenti sono stati compromessi, in termini di dollari USA, dal deprezzamento della valuta.

allentarsi. Nel mercato statunitense, il rendimento totale dei titoli di stato a 10 anni per il primo semestre (indicato nella Figura 8) è stato di -3,2%. In Australia e Nuova Zelanda, i rendimenti in valuta locale sono stati ancora più negativi che negli Stati Uniti. In entrambe le economie, l'aumento dei rendimenti obbligazionari ha rispecchiato la crescente fiducia nella ripresa economica, ma nonostante questo, entrambe le valute si sono indebolite rispetto al dollaro statunitense. Le preoccupazioni per l'economia e le Olimpiadi hanno minato lo yen giapponese, portando a rendimenti obbligazionari fortemente negativi in termini di dollari USA.

7. Rendimenti del mercato degli asset



Nell'eurozona, le obbligazioni greche a 10 anni hanno prodotto i rendimenti più elevati. I rendimenti sono rimasti stabili intorno all'1% e l'alto tasso cedolare delle obbligazioni greche ha contribuito al profitto. Tuttavia, in tutti i mercati obbligazionari dell'eurozona e, in misura ancora maggiore in Svizzera, i rendimenti in dollari USA sono stati minati dalla debolezza della valuta locale. Nel Regno Unito, i rendimenti dei gilt decennali sono aumentati moderatamente, causando perdite di capitale e rendimenti negativi in valuta locale, ma la sterlina è stata una delle poche valute a guadagnare rispetto al dollaro USA durante la prima metà dell'anno.

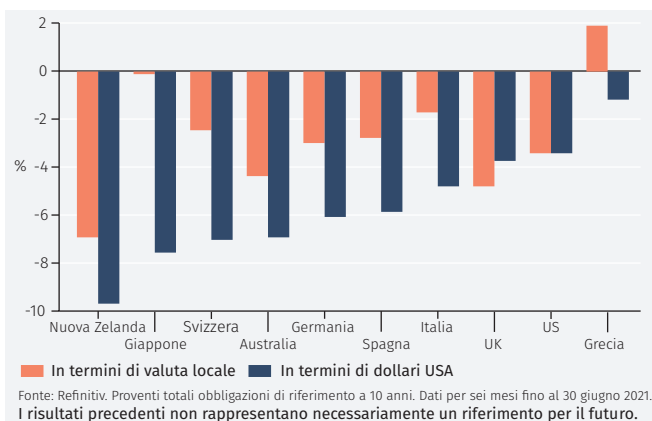
Mercati azionari

Nella prima metà dell'anno il mercato azionario statunitense ha prodotto rendimenti pari a quasi il 15% (vedi Figura 9). I profitti sono stati più alti in due mercati minori: Taiwan, che ha beneficiato dei solidi e costanti risultati delle aziende tecnologiche, e la Russia, che ha beneficiato di prezzi del petrolio più alti. Le preoccupazioni sulla gestione dell'economia hanno pesato sulle azioni turche e sulla lira turca. Sebbene i rendimenti delle azioni giapponesi siano stati superiori al 9% in termini di yen, la debolezza dello yen ha ridotto questo valore ad appena l'1,5% in termini di dollari.

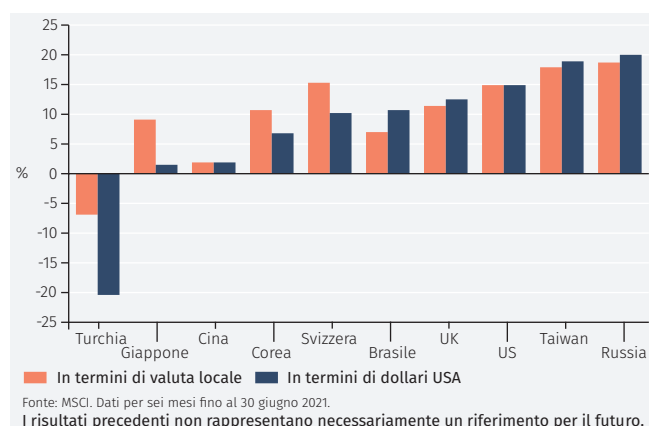
Mercati obbligazionari

Nel primo trimestre, nei mercati obbligazionari c'è stato un aumento generale dei rendimenti a lunga scadenza (e un conseguente calo dei prezzi), ma nel secondo trimestre gran parte di questi rendimenti hanno invertito la tendenza quando le preoccupazioni per l'inflazione hanno cominciato ad

8. Rendimento del mercato obbligazionario



9. Rendimento del mercato azionario



⁶ 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.

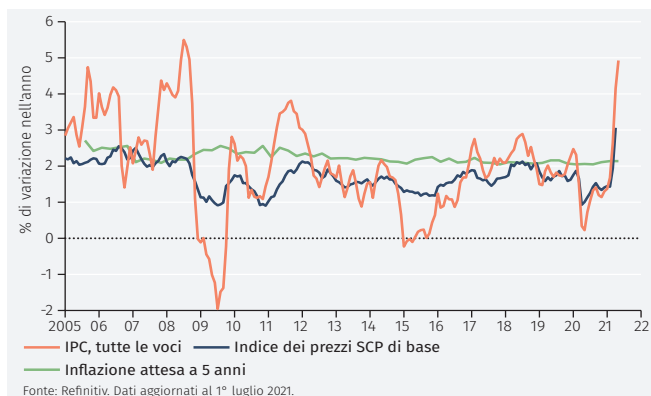
STATI UNITI

La Fed si trova di fronte a un dilemma: la crescita è forte, e questo suggerisce che la politica monetaria dovrebbe essere rafforzata quanto prima, ma il rialzo dell'inflazione è visto come un fattore solo temporaneo, e questo suggerisce cautela. I segnali del mercato obbligazionario sono, forse, rassicuranti.

Il dilemma della Fed

La Fed, e molti operatori del mercato finanziario, sono chiaramente entusiasti del fatto che l'economia statunitense stia crescendo così intensamente quest'anno. Per l'anno in corso, la Fed ha aumentato drasticamente le proiezioni per la crescita del PIL effettivo al 7%, ma le previsioni per il 2022 e il 2023 non sono state modificate. In base a ciò, la spinta all'economia è vista come temporanea e di più breve durata di quanto molti analisti esterni si aspettino.

10. Inflazione USA: IPC, Core PCE e previsioni a lungo termine



Allo stesso modo, anche l'aumento dell'inflazione è visto dalla Fed come temporaneo. Sembra probabile che il tasso d'inflazione principale dell'IPC, che a maggio è salito a 4,9% (vedi Figura 10), scenderà nel corso dell'anno. La misura scelta dalla Fed per l'inflazione (l'indice dei prezzi Core PCE) è già più bassa (3,4%) e le aspettative di inflazione a 5 anni non hanno registrato grosse variazioni, suggerendo che i mercati non sono troppo preoccupati per le prospettive a lungo termine. Tuttavia,

11. Buoni del Tesoro USA a 30 anni

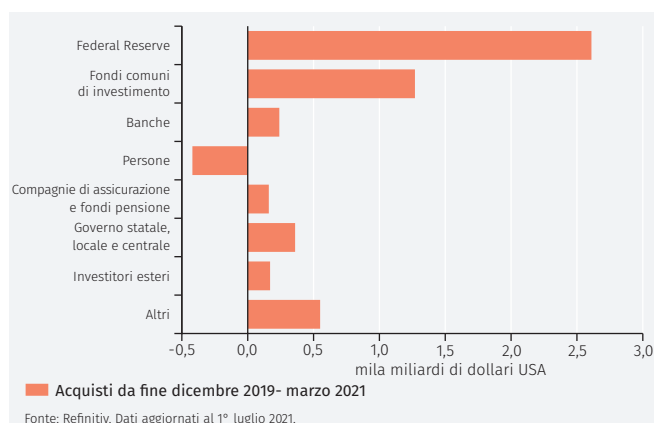


da inizio anno ad oggi ci sono state alcune grandi oscillazioni nei prezzi delle obbligazioni che in parte riflettono la difficoltà dei mercati finanziari di determinare le prospettive di inflazione.

Messaggio dai mercati obbligazionari

Il prezzo dei Treasury USA di riferimento a 30 anni è sceso del 17% tra l'inizio dell'anno e la metà di marzo, prima di riprendersi (vedi Figura 11). Ciò significa che il 1° luglio 2021 i rendimenti trentennali erano al 2,1%. Questa è forse la più solida approvazione che i mercati finanziari potrebbero dare rispetto alla credibilità dell'obiettivo di inflazione della Fed del 2% sul lungo periodo.⁷

12. Chi compra i buoni del tesoro americani?



Naturalmente, molti non si fideranno di un tale segnale, dato che proviene dal mercato obbligazionario notoriamente volubile e volatile. Inoltre, si può affermare che il mercato dei Treasury è distorto dai grandi acquisti della Fed: è stata il maggiore acquirente dall'inizio della pandemia, mentre gli investitori privati hanno venduto e gli investitori stranieri hanno apparentemente perso interesse (vedi Figura 12).

Questi grandi temi saranno i protagonisti della seconda metà del 2021. Entro fine anno dovrebbe emergere un quadro molto più chiaro degli sviluppi economici post-pandemia. Pensiamo che la visione della Fed si dimostrerà generalmente corretta: un'esplosione temporanea dell'inflazione e una crescita temporaneamente maggiore, seguite da qualcosa di simile a una crescita e un'inflazione basse e stabili che hanno caratterizzato il mondo pre-pandemico.

⁷ Supponendo che i tassi effettivi siano in media vicini allo zero in quel periodo.

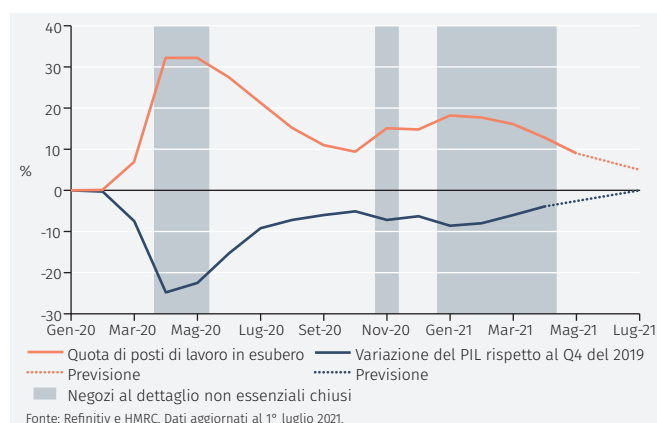
REGNO UNITO

Il Regno Unito sta ritornando ai livelli di attività pre-Covid, ma le aspettative di una rapida ripresa delle spese al consumo sembrano mal riposte. La preoccupazione per l'inflazione e i rendimenti dei gilt rimane.

La via del ritorno

L'economia britannica è sulla buona strada per riguadagnare i livelli di PIL pre-Covid, probabilmente nel terzo trimestre (vedi Figura 13). Il fattore principale che spinge la crescita a breve termine è la ripresa delle spese al consumo. Ma il sostanziale rimbalzo a "molla elicoidale" che alcuni si aspettano, sulla base di un rapido resoconto dei "risparmi in eccesso", sembra improbabile. Infatti, dopo un'impennata iniziale nelle vendite al dettaglio in seguito all'allentamento in aprile delle misure di lockdown, il trend è stato un po' deludente. Anche se nel primo trimestre del 2021 le famiglie hanno risparmiato un quinto del reddito disponibile e i risparmi accumulati superano di oltre 200 miliardi di sterline il valore normale per il periodo, riteniamo che non sia corretto pensare che tali risparmi si esauriscano rapidamente per due motivi principali.⁸

13. Regno Unito: dipendenti in aspettativa e PIL

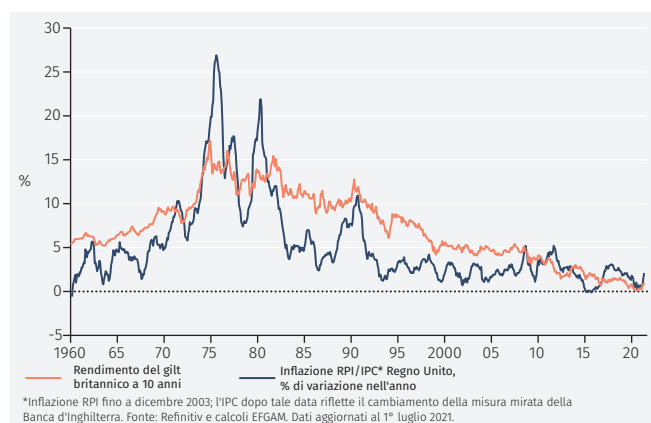


In primo luogo, il mercato del lavoro è rimasto indietro rispetto alla ripresa della produzione. Anche se il numero di posti di lavoro in esubero è sceso da un picco di oltre il 30% in aprile/maggio 2020, è ancora del 9%. Per molti lavoratori, l'insicurezza riguardante il lavoro è aumentata; altri hanno riconsiderato i loro modelli di lavoro; alcuni hanno lasciato il Paese. In secondo luogo, c'è una certa esitazione a spendere per alcune attività, soprattutto data la rapida diffusione della variante Delta del Covid. Anche se il 1° luglio l'85% della popolazione sopra i 18 anni aveva ricevuto la prima dose di vaccino e il 62% aveva ricevuto anche la seconda, la prudenza nell'intraprendere molte attività pre-pandemiche è ancora evidente. Inoltre, la capacità di alcuni settori di rispondere alla maggiore spesa dei consumatori è ancora limitata da restrizioni di capienza e da carenze di personale. Inoltre, i prezzi di molti servizi (sistemazione in albergo e pasti al ristorante, per esempio) sono aumentati, a volte sensibilmente. Anche se i consumatori possono avere più soldi da spendere, sono ancora attenti ai prezzi.

Aumento dell'inflazione e mercati finanziari del Regno Unito

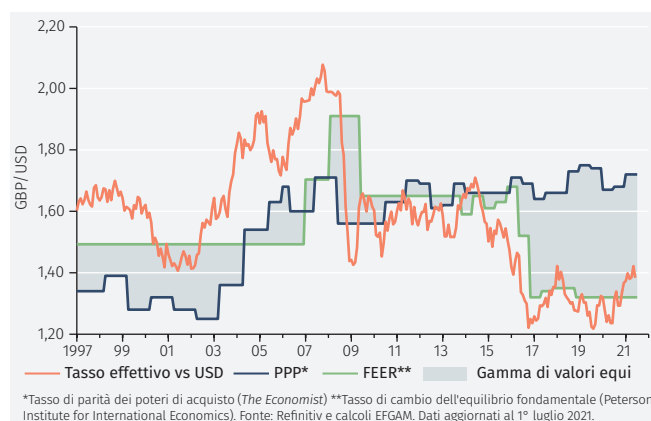
In effetti, l'aumento dell'inflazione sta diventando una preoccupazione più ampia. La Banca d'Inghilterra si aspetta che il tasso di inflazione nominale dei prezzi al consumo salga al 3% nel 2021. Anche così, un aumento del tasso d'interesse principale sembra improbabile a breve e la Banca intende continuare con il proprio programma di acquisto di asset. Questo atteggiamento ha contribuito a mantenere il rendimento dei titoli di stato decennali ad appena lo 0,7%, meno della metà del tasso statunitense. Per molti anni il Regno Unito ha visto un calo tendenziale dell'inflazione e dei rendimenti dei gilt (vedi Figura 14), ma i mercati potrebbero essere troppo ottimisti sulla possibilità che entrambi rimangano bassi.

14. Rendimenti dei gilt del Regno Unito e inflazione



La sterlina ha recuperato rispetto al dollaro statunitense scambiando a 1,38 USD/GBP il 1° luglio. Questa misura rientra ancora nella fascia bassa del range che possiamo considerare 'giusto valore' (vedi Figura 15). Ma le incertezze persistenti sulla crescita, la politica e i nuovi accordi commerciali del Regno Unito rimangono, limitando il rialzo.

15. Sterlina sottovalutata



⁸ Vedi la nostra pubblicazione *Infocus Risparmi "in eccesso" e prospettive di consumo*, Giugno 2021.

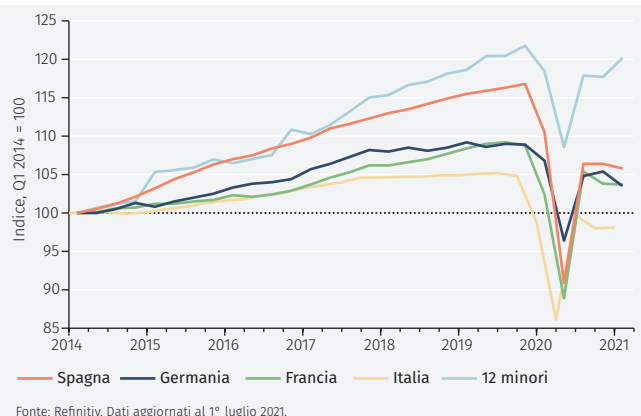
EUROZONA

La ripresa dell'eurozona, più lenta rispetto a molte altre economie, sta iniziando a prendere velocità. Dovrebbe aumentare con l'avanzare del 2021. Il sostegno politico continuerà, ma le sfide di crescita a lungo termine rimangono.

Economie più grandi, ripresa più lenta

La ripresa economica dell'eurozona è stata più lenta di quella degli Stati Uniti e della Cina, anche se l'attività dei servizi, che aveva ritardato il settore manifatturiero, ora mostra segni di ripresa più incoraggianti. Tuttavia, in alcune delle economie più grandi i livelli del PIL effettivo (vedi Figura 16) sono ancora ben al di sotto dei livelli pre-pandemici. L'Italia, in particolare, sta recuperando lentamente. La Germania e le economie più piccole e flessibili dell'eurozona stanno registrando un netto recupero.

16. Recupero del PIL effettivo dell'eurozona: è dominato dai Paesi più piccoli



Nella seconda metà del 2021 e nel 2022, l'economia dell'eurozona beneficerà indirettamente degli incentivi fiscali concessi dall'amministrazione Biden negli Stati Uniti e della crescita in Cina, che favoriscono la domanda di esportazione dall'eurozona. Analogamente, i fondi del Piano di Recupero e Resilienza cominceranno ad essere erogati nella seconda metà dell'anno.

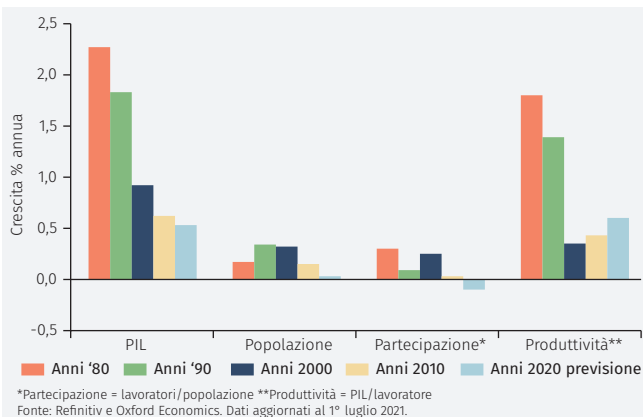
Anche se il tasso d'inflazione nell'eurozona è aumentato, la misura è stata molto meno marcata che negli Stati Uniti. Sembra probabile che qualsiasi manovra al di sopra dell'obiettivo della BCE "meno del, ma vicino al, 2%" non sarà significativa o approvata. Infatti, il tasso è sceso dal 2% di maggio all'1,9% di giugno.

In questa luce, il sostegno politico sembra destinato a continuare. In particolare, gli acquisti di asset della BCE saranno sostenuti fino all'estate.⁹ E, per un altro anno, le restrizioni del Patto di Stabilità e Crescita sugli incentivi fiscali rimarranno sospese.

Vincoli futuri per la crescita

In prospettiva, le tendenze demografiche limiteranno la crescita. La crescita della popolazione nelle tre maggiori economie è destinata ad essere vicina allo zero negli anni 2020 e i tassi di partecipazione sono previsti in calo (vedi Figura 17). Questo pone l'accento sulla produttività nel sostegno alla crescita. Un segno incoraggiante è che l'eurozona è più avanti di

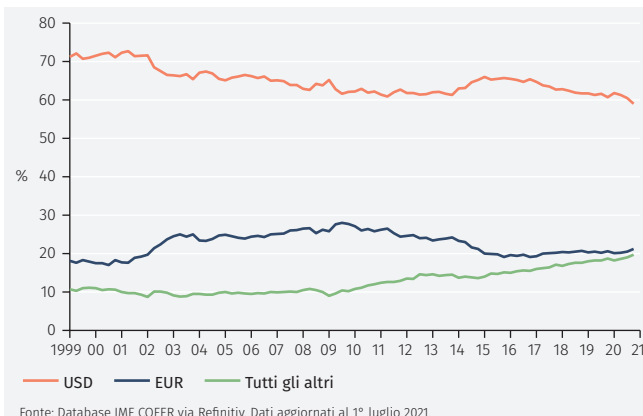
17. Francia, Germania e Italia: tendenze di crescita



molte economie nella transizione verso le tecnologie green e nella riduzione delle emissioni di carbonio. Dato il rischio per la crescita posto dal cambiamento climatico, questo può mettere la futura crescita dell'eurozona su una base più solida, anche se il cambiamento climatico non rispetta i confini geografici.

Nell'ambito dei mercati finanziari, l'eurozona è diventata anche il leader nell'emissione di obbligazioni green. Questo potrebbe aumentare la domanda internazionale di euro. Tuttavia, la volontà del Consiglio europeo di aumentare l'uso dell'euro come valuta di riserva è ancora ostacolata dai tassi d'interesse zero o negativi. La quota dell'eurozona nelle riserve valutarie globali è stabile, ma ad un livello relativamente basso (vedi Figura 18).

18. Quota delle riserve valutarie globali



L'eurozona ha di fronte molte sfide, ma anche alcune grandi opportunità.

⁹ Il PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) è il programma di acquisto di asset lanciato dalla BCE nel marzo 2020. L'importo iniziale di 750 miliardi di euro è stato aumentato di 600 miliardi di euro il 4 giugno 2020 e di 500 miliardi di euro il 10 dicembre, per un totale di 1.850 miliardi di euro.

SVIZZERA

Con l'economia svizzera di nuovo in carreggiata e la politica monetaria con il pilota automatico, l'attenzione si è rivolta alla politica fiscale, in particolare al generoso regime pensionistico pubblico. La riforma gioverebbe all'economia, ma sarà difficile da realizzare.

Svizzera: di nuovo in pista

Con l'allentamento delle misure contro la pandemia, i dati dei sondaggi indicano che l'economia svizzera è rimbalzata fortemente dopo la contrazione del primo trimestre (vedi Figura 19). La crescita della domanda interna, guidata dal settore dei servizi, sta raggiungendo il settore manifatturiero, che trae vantaggio dalla normalizzazione del commercio internazionale. L'inflazione è aumentata rientrando nella fascia obiettivo della BNS dello 0-2% (anche se ciò è in gran parte dovuto agli effetti di base e il forte franco svizzero rimane una forza deflazionistica). La BNS ha confermato che non ha fretta di inasprire la politica: i tassi d'interesse negativi e gli interventi sui cambi per limitare la forza del franco dovrebbero continuare.

19. Sondaggi PMI svizzeri

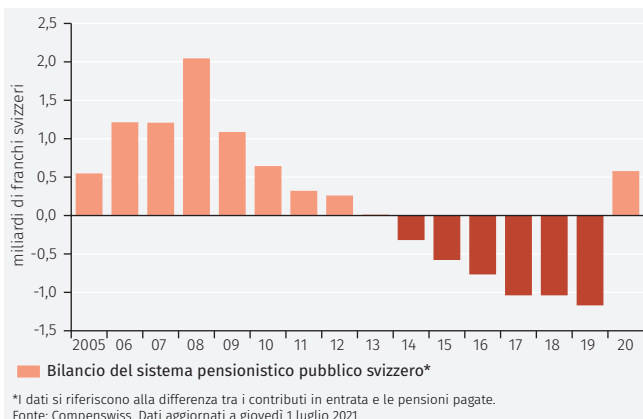


Riforma delle pensioni pubbliche

Con la politica monetaria che viaggia con il pilota automatico, il dibattito pubblico si è spostato sulla politica fiscale e, in particolare, sul sistema pensionistico pubblico. Il Consiglio Federale ha proposto una riforma dell'Assicurazione pubblica per la Vecchiaia e i Superstiti (AVS): l'aumento dell'età pensionabile per le donne a 65 anni, la stessa degli uomini, e le maggiori entrate per il programma ottenute con l'aumento dell'aliquota IVA svizzera sono le proposte chiave. Entrambe le camere del Parlamento hanno votato la riforma. Ma è improbabile che entri in vigore: i sondaggi dell'opinione pubblica suggeriscono che sarebbe respinta se sottoposta a referendum. Questa potrebbe non essere una cattiva notizia.

La riforma proposta si limita a contenere i costi finanziari per alcuni anni, mentre le tendenze demografiche sfavorevoli che colpiscono l'AVS si svilupperanno per decenni. Secondo le proiezioni della Camera Alta svizzera, nel 2031 il deficit dell'AVS salirà a 4,4 miliardi di franchi

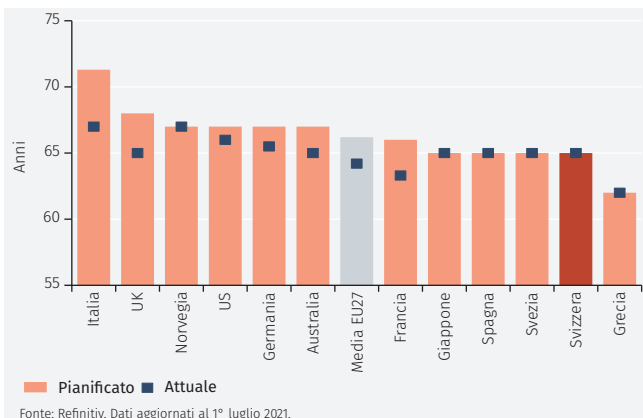
20. Situazione del sistema pensionistico pubblico svizzero



(quattro volte il recente livello - vedi Figura 20). In seguito, l'invecchiamento della popolazione aumenterebbe ulteriormente il deficit, rendendo inevitabile l'adozione di nuove misure, tra cui tagli alle prestazioni pensionistiche o una maggiore tassazione. Una soluzione più equa sarebbe un aumento generalizzato dell'età pensionabile. Fin dalla creazione dell'AVS nel 1948, l'età pensionabile maschile svizzera è rimasta a 65 anni, anche se l'aspettativa di vita alla nascita è aumentata di più di 15 anni.

Nel corso degli anni, l'età pensionabile è stata aumentata nella maggior parte dei paesi dell'OCSE, anche in Germania e in Italia dove è già più alta che in Svizzera (ed è previsto un ulteriore aumento, vedi Figura 21). In Svizzera, l'innalzamento dell'età pensionabile migliorerebbe le prestazioni pensionistiche fornite, ridurrebbe la necessità di tasse più alte e gioverebbe alla competitività delle imprese svizzere. Resta da vedere se questi interventi, di per sé difficili, saranno messi in atto.

21. Normale età di pensionamento: attuale e prevista



ASIA

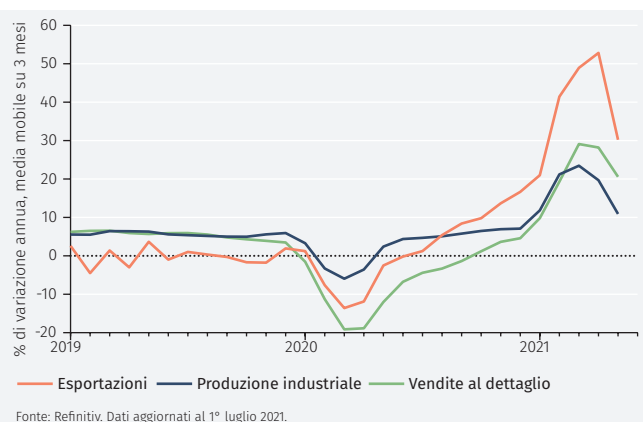
I piani della Cina per la liberalizzazione del mercato dei capitali si basano sui progressi già fatti con lo sviluppo economico. Naturalmente c'è ancora molto da fare e sarebbe sorprendente se tutto andasse perfettamente liscio.

Cina: rallentamento dopo una rapida ripresa

Uno dei lati positivi di un'economia pianificata a livello centrale è che un programma credibile e ben eseguito può produrre grandi risultati. In pratica, poche di queste economie pianificate hanno avuto successo. Ma la gestione economica portata avanti dalla Cina negli ultimi anni deve essere sicuramente considerata un successo.

Più recentemente, la Cina si è ripresa rapidamente dalla pandemia di Covid. Il recupero è stato trainato dalle esportazioni e dalla produzione industriale (vedi Figura 22) seguite dalle spese al consumo. Questa ripresa è stata realizzata senza grandi incentivi fiscali o un alleggerimento del credito, misure che hanno caratterizzato la risposta alla crisi finanziaria globale. All'epoca la risposta politica è stata accolta positivamente. Ora, con la preoccupazione per l'alto livello di credito e l'apparente soddisfazione delle autorità per un tasso di crescita più lento e sostenibile, l'approccio è stato diverso. Sono in atto le misure di contenimento del credito. In netto contrasto con le economie avanzate, i tassi di interesse non sono stati tagliati. Non sono stati concessi incentivi fiscali su larga scala.

22. Cina: esportazioni, produzione e vendite al dettaglio

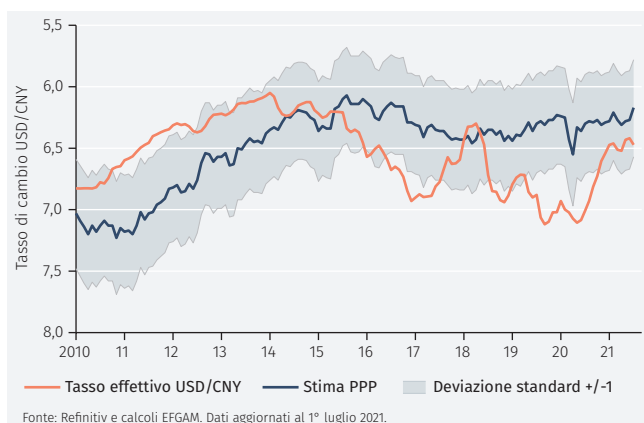


Il fatto che i tassi di interesse siano più alti che in Occidente spiega in parte l'apprezzamento del renminbi (vedi Figura 23). Questo aiuterà a contenere i prezzi delle importazioni, a fornire un cuscinetto per il futuro deprezzamento se le tensioni commerciali USA-Cina dovessero intensificarsi e potrebbe contribuire a riequilibrare l'economia verso una situazione più orientata al consumo.¹⁰

Wealth Connect

Il prossimo passo nello sviluppo della Cina sarà un allentamento dei controlli sui capitali e una maggiore internazionalizzazione del renminbi. La Cina prepara il programma Wealth Connect che permetterà di investire fino a 150 miliardi di Rmb (23 miliardi di dollari) tra Hong Kong e la

23. Tasso di cambio del renminbi cinese e PPP

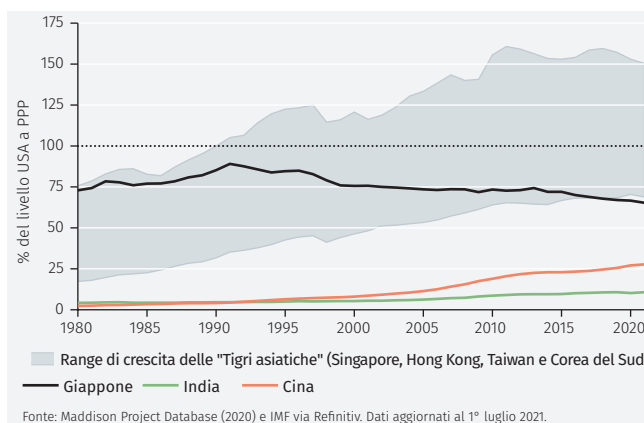


Cina continentale. Lo schema si aggiungerà ai programmi esistenti che collegano i mercati azionari e obbligazionari. Nel frattempo, continua l'internazionalizzazione del renminbi. Seppur modesta (2,3%), la quota di riserve valutarie internazionali è raddoppiata negli ultimi tre anni.

C'è ancora tanto da recuperare

Sulla base di una riforma economica di successo, la ristrutturazione del mercato finanziario dovrebbe servire a spingere la Cina verso standard di prosperità più elevati. Anche dopo i grandi progressi della Cina, i redditi pro capite equivalgono ancora a un quarto di quelli degli Stati Uniti (vedi Figura 24). L'India è molto più indietro. Ma entrambi i Paesi hanno ancora molta strada da fare se vogliono emulare il successo delle Tigri Asiatiche; e l'esperienza del Giappone mostra che anche le economie di grande successo possono incontrare difficoltà nella crescita costante. Si prospettano le prove più difficili dell'efficacia dell'approccio cinese allo sviluppo del mercato economico e finanziario.

24. Prosperità asiatica: PIL pro capite in % rispetto al livello USA



¹⁰ Vedi *The economic and social effects of real exchange rate – Evidence from the Chinese provinces*, Ping Hua, OCSE 2011. <https://www.oecd.org/dev/pgd/46838088.pdf>

AMERICA LATINA

Nella politica latino-americana ci sono stati importanti cambiamenti, in varie direzioni. Nel complesso, i rischi nella regione sono aumentati. In alcuni Paesi, non esiste la sicurezza che si possa realizzare il processo di riforma e sviluppo dell'economia.

Cambiamento del panorama politico

In America Latina c'è stato chiaramente un cambiamento nella politica. Anche se le cause comuni del cambiamento sono state il Covid e gli effetti deleteri sulla crescita, le finanze pubbliche e (in alcuni casi) l'inflazione, la politica si è mossa in direzioni diverse nei vari Paesi.

In Ecuador, il nuovo presidente è più conservatore del suo predecessore.

In Perù, il nuovo presidente Pedro Castillo ha utilizzato una piattaforma per realizzare una campagna di nazionalizzazione, aumento degli interventi governativi e maggiori tasse per i ricchi. Anche se questo atteggiamento è apparentemente moderato, la precedente posizione politica favorevole al mercato è chiaramente messa in discussione.

In Messico, il presidente López Obrador ha perso la maggioranza di due terzi nel Congresso ostacolando le riforme (in particolare la riforma fiscale) che, è opinione diffusa, sono state troppo lente.

Potrebbe essere che, in alcuni casi, il peggio sia alle spalle. L'aumento dei prezzi dei metalli industriali (specialmente il rame) aiuterà il Perù e il Cile (i primi due produttori mondiali) mentre la Colombia beneficerà dell'aumento dei prezzi del petrolio. Alla fine, la pandemia di Covid sarà messa sotto controllo. E gli incentivi statunitensi daranno una spinta generale (anche se modesta) a tutta la regione.

Aumentano i rischi

Tuttavia, nel complesso, le nostre valutazioni del rischio Paese dell'America Latina (vedi Figura 25) sono peggiorate e attualmente il rischio è alto in tutti i Paesi tranne il Cile. Le ragioni principali del maggior rischio sono un peggioramento delle posizioni fiscali e una crescita effettiva più lenta. I mercati obbligazionari, naturalmente, sono

lungimiranti e c'è da aspettarsi che valutino tali rischi. Ci preoccupa, tuttavia, l'eventualità che tali valutazioni non vengano fatte e diffidiamo dell'esposizione al reddito fisso nella regione. Fa eccezione il Brasile, dove la Banca Centrale ha agito con determinazione per contenere l'inflazione. I rendimenti delle obbligazioni decennali in valuta locale sono del 9,5%, sicuramente ben al di sopra del probabile tasso di inflazione a lungo termine e i rendimenti denominati in dollari USA con scadenza analoga sono del 3,1%, uno spread di rendimento ragionevole rispetto agli Stati Uniti.

Sebbene il rischio possa essere più basso in Cile, anche lì l'incertezza sulla riforma costituzionale rimarrà per qualche tempo e sono emerse spaccature in quello che era considerato uno schema pensionistico ben costruito. In seguito a pressioni politiche, sono stati permessi i prelievi dai fondi pensione accumulati, minando potenzialmente la redditività futura del sistema.

Fuori controllo

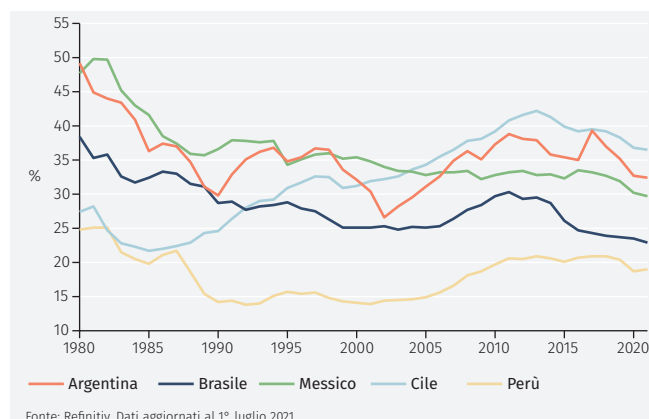
Negli anni '80 il Cile è stato all'avanguardia delle riforme in America Latina. A quel tempo, le riforme dei "Chicago Boys" facevano eco a quelle del presidente Reagan negli Stati Uniti e di Margaret Thatcher nel Regno Unito: deregolamentazione e privatizzazione, controllo monetario per far scendere l'inflazione, tagli alle tasse e promozione dell'impresa privata. Questo ha permesso al Cile di crescere fortemente dalla metà degli anni '80 in poi, ma ora il progresso si è capovolto. Altre economie latino-americane hanno fatto solo deboli progressi nel tentativo di avvicinarsi agli standard di vita degli Stati Uniti (vedi Figura 26). In alcune economie, è improbabile che l'attuale incertezza politica e finanziaria spinga la regione nella giusta direzione. È garantito un approccio altamente selettivo all'esposizione.

25. America Latina: indici di rischio

	1997	2013	2021	Legenda
Argentina	8	14	18	■ Basso
Brasile	10	16	12	■ Medio
Cile	11	8	11	■ Alto
Colombia	9	7	13	
Messico	13	8	12	
Perù	10	6	13	

I punteggi di rischio si basano su una selezione di indicatori economici: equilibrio delle partite correnti, equilibrio del bilancio pubblico, debito pubblico lordo, inflazione, crescita del PIL e variazione della crescita del PIL, debito estero, attività estere nette, riserve in valuta estera, crescita del credito e variazione della crescita del credito.
Fonte: FMI, Refinitiv e calcoli EFGAM. Dati aggiornati al 1° luglio 2021.

26. Prosperità dell'America Latina: PIL pro capite in % rispetto al livello USA



FOCUS SPECIALE: DISRUPTION FINANZIARIA

Molti settori vivevano già momenti di scompiglio anche prima dell'accelerazione imposta dalla pandemia di Covid. Il comparto dei servizi finanziari è un settore che pensiamo sia ora maturo per una sostanziale rivoluzione.

Il passaggio da modelli di business consolidati a nuovi modelli di business, in breve 'disruption' (rivoluzione), è stato osservato in molti settori. In molti casi è stato accelerato dalla pandemia. Dalle visite mediche e dalla diagnostica sanitaria all'istruzione e al commercio al dettaglio, gli approcci tradizionali sono stati sostituiti da nuove soluzioni, tipicamente digitali.

Il settore finanziario è uno di quelli in cui la disruption è già iniziata e pensiamo che potrebbe andare molto oltre nei prossimi anni.

Perché la disruption? Tre ingredienti

Tre ingredienti chiave rendono un settore incline alla disruption. In primo luogo, se il settore non ha subito sostanziali cambiamenti da molto tempo e registra una customer experience mediocre. In secondo luogo, se gli operatori storici realizzano rendimenti elevati, offrendo il potenziale per il successo di una disruption. In terzo luogo, se esiste un catalizzatore, come la tecnologia, la regolamentazione o la demografia, per l'inizio della disruption.

Perché la finanza? Tre forze

Rispetto a questa lista di controllo, il settore dei servizi finanziari sembra maturo per la disruption. Per quanto riguarda il primo punto, la struttura del settore non cambia da molto tempo: le banche centrali come prestatori di ultima istanza, le banche e le compagnie di assicurazione come principali intermediari e il contante, le obbligazioni e le azioni come asset principali sono state i protagonisti per più di un secolo. L'età media delle dieci maggiori società che figurano nell'indice MSCI Financials statunitense è di 151 anni.¹¹

Secondo, i margini sono rimasti alti. Per molto tempo il valore aggiunto dalle società finanziarie statunitensi come

quota del PIL è cresciuto insieme alle attività finanziarie intermedie (lo stock di debito e di azioni). La figura 27 mostra la tendenza dal 1950, ma una simile situazione è stata osservata, in generale, fin dalla fine del XIX secolo.¹² Ciò significa che l'intermediazione finanziaria (valore aggiunto diviso per gli asset intermediati) ha avuto rendimenti di scala sostanzialmente costanti pari all'1,5-2% degli asset intermediati per più di 130 anni (anche se esistono alcune perplessità sulle esatte modalità di misurazione del valore aggiunto). In terzo luogo, l'avvento delle nuove tecnologie comporta il fatto che i modelli di business consolidati sono messi sempre più in discussione.

Vecchie reti contro nuove tecnologie

Solitamente, le banche di lunga data hanno una rete di filiali, un'archiviazione centralizzata dei dati e offerte "distinte": deposito, risparmio, mutuo e gestione patrimoniale sono forniti separatamente. In genere, le istituzioni finanziarie emergenti forniscono soluzioni on-line, basate su app, con archiviazione su cloud. Alcune sono cresciute rapidamente. Una società di pagamenti basata su app ha acquisito 70 milioni di clienti americani in 11 anni mentre un gigante del settore bancario ha impiegato 222 anni per raggiungere 60 milioni di clienti.

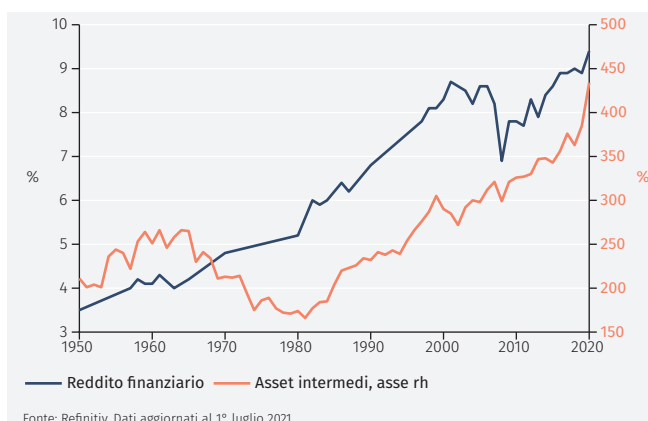
Altre forniscono una gamma di soluzioni, compresa la gestione patrimoniale. Questo è particolarmente importante perché la generazione dei millennial statunitensi, molti dei quali si trovano particolarmente a proprio agio e familiarizzano volentieri con la tecnologia basata su app, ha visto il proprio patrimonio decuplicarsi negli ultimi dieci anni, raggiungendo un valore di 5.900 miliardi di dollari.¹³ Inoltre, le loro preferenze di investimento (per esempio, con più enfasi sulla sostenibilità) potrebbero essere diverse da quelle delle generazioni più anziane.

Per il settore assicurativo, i provider innovativi usano i chatbot e l'intelligenza artificiale per elaborare le domande e i reclami, mentre donano una parte dei profitti assicurativi in beneficenza. Questo pacchetto fa indubbiamente gola a molti.

Naturalmente, ci sono dei rischi per questo nuovo approccio di disruption. Infatti, sia per le società finanziarie tradizionali che per quelle innovative, la cybersecurity è una questione importante. Accenture stima che circa 5.000 miliardi di dollari di beni rischiano qualche tipo di attacco informatico e la spesa annuale per la sicurezza informatica ammonta ora a 150 miliardi di dollari.¹⁴

In pratica, non sarà facile sfidare la posizione radicata delle istituzioni finanziarie di lunga data e queste organizzazioni storiche possono certamente abbracciare le nuove tecnologie.

27. Reddito finanziario e asset intermediati USA (% del PIL)



¹¹ Fonti: MSCI; informazioni aziendali.

¹² 'Has the US Finance Industry Become Less efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation', Thomas Philippon, *American Economic Review* 2015. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20120578>

¹³ Fonte: Federal Reserve. <https://tinyurl.com/3sthve8n>

¹⁴ Accenture *Cybersecurity Report*, 2020.

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:

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.

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 Level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, UAE.

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.

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.

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 (société 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, Luxembourg 2013 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 autorizzato 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 (Principauté de 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.

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.

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.

Repubblica Popolare Cinese ("PRC"): L'ufficio di rappresentanza a Shanghai della 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 non-profit che comprendono le relazioni, le ricerche di mercato e la consulenza.

Singapore: La filiale di Singapore di EFG Bank AG (UEN No. T03FC63711) 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.

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 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.

SVizzera: EFG Bank AG, Zurigo, comprese 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.