

# INSIGHT

RASSEGNA TRIMESTRALE DEI MERCATI

T3 2020

IN EVIDENZA IN QUESTO NUMERO:



ASSET ALLOCATION  
GLOBALE STRATEGICA



SELEZIONE  
TITOLI GLOBALI



ASSET  
ALLOCATION REGIONALE



COSTRUZIONE DI  
PORTAFOGLI REGIONALI

## Prossime mosse



### PANORAMICA

L'attenzione è rivolta alla politica statunitense e alle elezioni presidenziali di novembre

### US

Allentamento della politica senza precedenti

### ASIA

Riduzione della povertà e aumento delle disuguaglianze in Cina

### FOCUS SPECIALE

ESG dopo la pandemia

## PANORAMICA

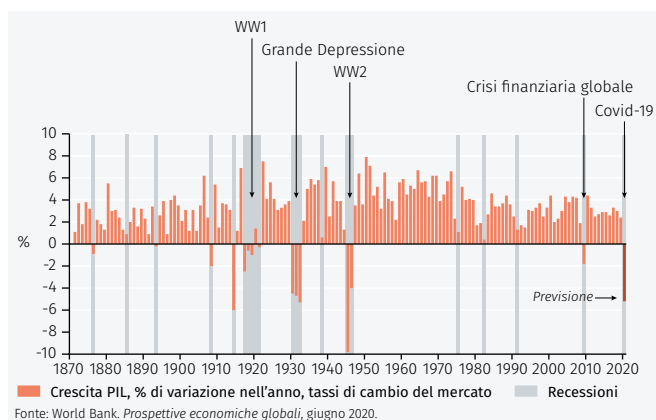
La recessione globale del 2020 sarà grave, ma la risposta politica è stata rapida e sostanziale. Cosa possiamo aspettarci in futuro nelle economie, nelle linee strategiche e nella politica?

### Una recessione globale unica

Si prevede che nel 2020 il PIL globale si contrarrà di circa il 5%, il che lo rende la più grande recessione dalla fine della Seconda guerra mondiale.<sup>1</sup> Inoltre, è unica nel suo genere perché negli ultimi 150 anni nessun'altra recessione globale è stata causata da una pandemia. A rischio di un uso eccessivo del termine, non c'è dubbio che ci troviamo in un 'periodo senza precedenti'.

Le recessioni sono spesso innescate da una crisi finanziaria (la più recente è la crisi finanziaria globale del 2009), tipicamente a seguito di un'eccessiva espansione del denaro e del credito e di un boom dei prezzi delle attività. Ma ci sono stati altri fattori scatenanti: i due shock petroliferi degli anni '70 e il forte inasprimento della politica monetaria statunitense all'inizio degli anni '80 per frenare l'inflazione. Guardando più indietro, le brevi recessioni della fine dell'Ottocento hanno avuto origine nel settore agricolo. Nel 1876, ad esempio, un'invasione di locuste ha devastato i raccolti nel nuovo Midwest allargato degli Stati Uniti.

### 1 PIL mondiale dal 1870



Fonte: World Bank. *Prospettive economiche globali*, giugno 2020.

Nell'attuale fase di recessione, molti hanno manifestato stupore per l'abisso che si è aperto tra il comportamento del mercato azionario e l'economia reale.<sup>2</sup> L'indice MSCI delle azioni mondiali, sceso di quasi un terzo tra l'inizio dell'anno e il 23 marzo, ha recuperato la maggior parte delle perdite entro il 1° luglio. Il Nasdaq americano, con un'alta rappresentanza di aziende tecnologiche, ha raggiunto nuovi massimi. I recenti movimenti dei prezzi sembrano suggerire la tendenza al rialzo a lungo termine dell'indice USA S&P 500 (vedi Figura 2).

### Mercato azionario: esiste indifferenza?

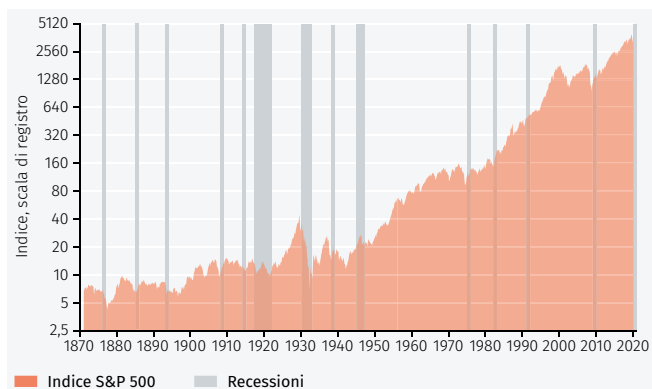
Ciò significa che il mercato azionario è indifferente di fronte ai danni economici causati da Covid-19? Ci sono tre motivi per pensare che il comportamento del mercato sia ragionevole. Il primo è la vasta portata

<sup>1</sup> La definizione di recessione globale data dalla Banca Mondiale si basa su una contrazione annuale del PIL globale pro capite, misurata utilizzando le ponderazioni del PIL ai prezzi del 2010 e ai tassi di cambio di mercato, ma in parte è anche una definizione oggettiva. Pertanto, alcuni anni in cui si è registrata una crescita positiva, nella Figura 1 sono indicati come recessioni.

<sup>2</sup> "Una lacuna pericolosa", la copertina di *The Economist* del 9 maggio 2020, riassume questa visione.

<sup>3</sup> Aggiornamento IMF *World Economic Outlook*, giugno 2020. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>

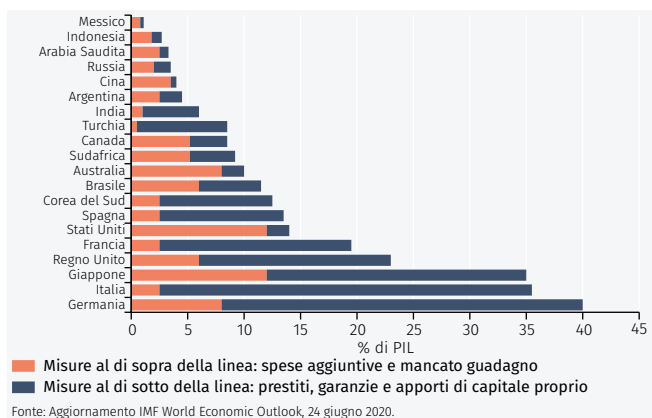
### 2. Indice S&P 500 dal 1870



Fonte: Robert Shiller database, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/>; Refinitive. Dati aggiornati a mercoledì 1 luglio 2020.

della risposta politica alla crisi (vedi Figura 3). A livello globale, la risposta della politica fiscale è ora stimata in circa 11 trilioni di dollari.<sup>3</sup> La metà di queste misure (5,5 trilioni di dollari) sono spese aggiuntive e mancate entrate, che incidono direttamente sui bilanci pubblici. La metà restante (5,5 trilioni di dollari) è costituita da vari prestiti, garanzie e apporti di capitale che in futuro, in caso di perdite, potrebbero aumentare il disavanzo e il debito pubblico. La risposta è stata maggiore nelle economie avanzate rispetto a quelle emergenti. L'attuale risposta fiscale è circa doppia rispetto a quella della crisi finanziaria globale del 2008/9. La risposta monetaria ha visto una prima rapida riduzione dei tassi d'interesse della politica nelle economie avanzate, seguita da consistenti acquisti di asset (vedi Figura 4). Gli acquisti delle quattro principali banche centrali hanno già raggiunto un volume doppio rispetto a quello registrato durante la crisi finanziaria globale e probabilmente saranno almeno tre volte superiori. Si prevede che la tendenza agli acquisti perdurerà per tutto il 2020 e

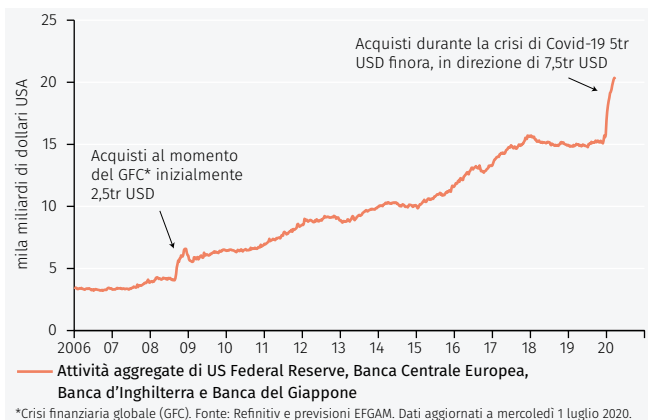
### 3. Risposta fiscale alla crisi



Fonte: Aggiornamento IMF *World Economic Outlook*, 24 giugno 2020.

# PANORAMICA

## 4. Risposta della Banca Centrale alla crisi



che entro la fine dell'anno si arriverà almeno a quota 7,5 trilioni di dollari USA.

In secondo luogo, il livello molto basso dei tassi d'interesse e dei rendimenti obbligazionari aumenta l'attrattiva delle azioni, sia dal punto di vista della generazione di reddito che della crescita potenziale.

Terzo, il cambiamento potenzialmente rapido delle pratiche lavorative e commerciali a seguito della crisi Covid-19 può esporre il settore ad alcune aree del mercato azionario. A questo proposito, il commento di Lenin "Ci sono decenni in cui non succede nulla, e ci sono settimane in cui accade tutto quello che potrebbe accadere in un decennio" calza a pennello. Le misure di emergenza messe in atto per far fronte alla crisi potrebbero essere solo temporanee. Ma pensiamo che tali misure siano destinate a innescare cambiamenti più essenziali a lungo termine nel modo di operare delle imprese, negli acquisti dei consumatori, nella natura dei viaggi d'affari e di piacere e nei mezzi di comunicazione.

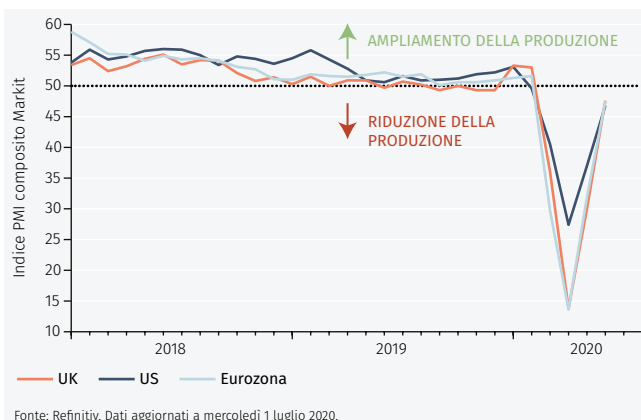
In questo senso, un ritorno ai comportamenti pre-Covid-19 è molto improbabile. Ciò significa che, sebbene ci sia stato un certo fervore circa la possibilità di una ripresa a forma di V (mostrata da alcuni indicatori - vedi Figura 5), sembra improbabile che ciò caratterizzi tutti i settori dell'economia. Le diverse aree saranno interessate in modi molto diversi. A conti fatti, pensiamo che sia ancora più probabile un recupero a forma di U o di swoosh che, rispettivamente, richiede più tempo per iniziare o rallenta man mano che procede.

L'aspetto negativo è che alcune aziende saranno chiaramente danneggiate in modo irreparabile. Le altre usciranno dalla crisi profondamente cambiate. Ci saranno vincitori e vinti illustri, una tendenza che si riflette già nell'andamento settoriale dei mercati azionari globali. In senso più ampio, i settori della tecnologia, della comunicazione virtuale e quelli basati sull'e-commerce sembrano destinati a crescere mentre le offerte fatte da persone, fisicamente e negli esercizi commerciali entrano in sofferenza; ma il quadro ha molte più sfumature.

## Prossime mosse: l'attenzione si sposta sulla politica degli Stati Uniti

Il modo in cui questi cambiamenti influenzeranno la politica nazionale e globale sarà una questione chiave nella seconda metà dell'anno. Negli Stati Uniti l'attenzione si concentrerà sulle elezioni presidenziali del

## 5. Sembra una "V"

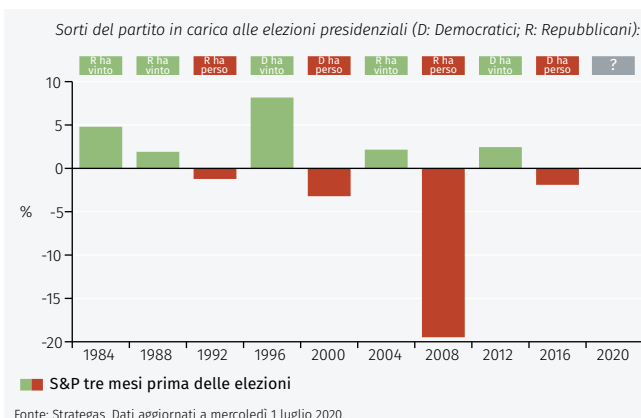


3 novembre. Spesso, l'esito di tali elezioni può essere individuato osservando il comportamento dei principali indicatori economici (occupazione e crescita del reddito, se c'è stata una recessione e così via). Ma questa analisi standard può essere meno coerente in un panorama post-pandemico.

Naturalmente saranno eseguiti molti sondaggi, ma possono essere indicatori inaffidabili. Per esempio, nel giugno 1988 George H. W. Bush ha battuto il candidato democratico per 12 punti percentuali, ma ha vinto con otto punti di vantaggio. Nel 2016, anche i sondaggi realizzati nel giorno delle elezioni suggerivano che avrebbe vinto Hillary Clinton. Il voto degli Stati che cambiano fronte politico sarà cruciale per il risultato, e le tendenze registrate suggeriscono che la misura sarà molto stretta.

Per coloro che non amano la complessità di questa analisi politica, il comportamento del mercato azionario (vedi Figura 6) è stato un perfetto predittore dei risultati elettorali fin dal 1984: un aumento nei tre mesi precedenti le elezioni ha visto vincere il partito in carica, un crollo lo ha visto perdere. Per questo motivo, il presidente Trump spera che l'ascesa del mercato azionario continui fino al 3 novembre.

## 6. Mercato azionario USA e rielezione presidenziale



## ANDAMENTO DEL MERCATO DEGLI ASSET

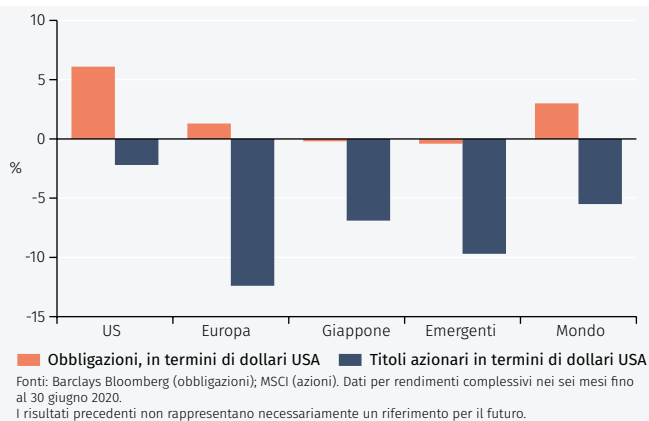
Nel secondo trimestre 2020 i mercati azionari hanno recuperato rispetto alle perdite del primo trimestre. Il rendimento delle obbligazioni statunitensi a 10 anni è stato del 14%. La debolezza del dollaro australiano, canadese e neozelandese, oltre che della sterlina, è stata una caratteristica fondamentale.

### Andamento del mercato degli asset

Nel primo semestre 2020, i mercati azionari mondiali hanno registrato perdite in ragione del 5,5% (vedi Figura 7) sulla base del MSCI World Index in termini di dollari USA. Tuttavia, i due trimestri hanno dimostrato andamenti molto diversi: una netta ripresa nel secondo trimestre dopo le perdite registrate nel primo. Infatti, un guadagno robusto come quello ottenuto nel secondo trimestre dalle azioni mondiali non si registrava dal secondo trimestre 2009. Entrambi i periodi hanno visto un forte sostegno politico alle economie in un momento di grande incertezza.

Nel primo semestre dell'anno i rendimenti dei mercati obbligazionari globali sono stati del 3,0% sulla base del Bloomberg Barclays Global Aggregate Index.<sup>4</sup> I rendimenti delle obbligazioni statunitensi (misurati dal Bloomberg Barclays US Aggregate Index) sono stati del 6,1% e le obbligazioni dei mercati emergenti, dopo una ripresa da un primo trimestre debole, hanno prodotto rendimenti totali moderatamente negativi per il primo semestre dell'anno.

### 7. Rendimenti del mercato degli asset

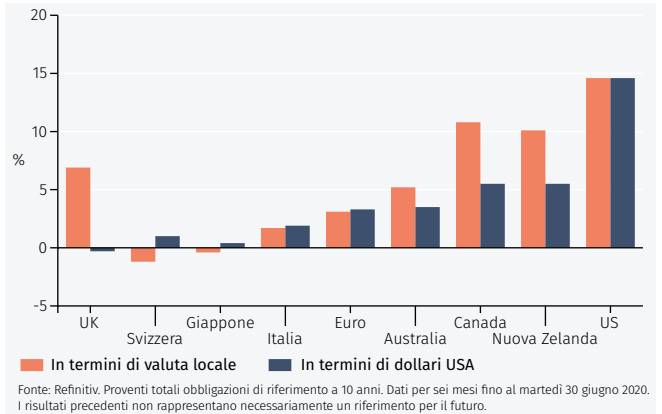


### Mercati obbligazionari

Con il calo dei rendimenti tra le varie scadenze obbligazionarie, le obbligazioni a scadenza più lunga hanno prodotto in genere rendimenti complessivi più elevati. Ad esempio, il rendimento totale dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni è stato del 14,6% nel primo semestre dell'anno (vedi Figura 8). I rendimenti in valuta locale dei titoli governativi dell'Eurozona con scadenza a 10 anni sono stati inferiori, ma hanno ricevuto una modesta spinta in termini di dollari USA grazie all'apprezzamento dell'euro. All'interno dell'Eurozona, i rendimenti complessivi sono stati più elevati per i titoli di Stato tedeschi e francesi, anche se, verso la fine del periodo, gli acquisti di titoli della Banca Centrale Europea sono stati maggiormente orientati verso i titoli italiani e spagnoli.

Alla fine del periodo, i rendimenti dei titoli di Stato decennali australiani, canadesi e neozelandesi sono scesi al di sotto dell'1% e i

### 8. Rendimento del mercato obbligazionario

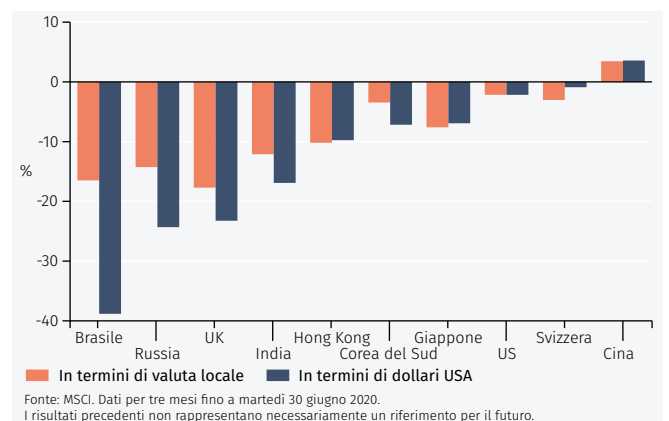


rendimenti dei titoli di Stato decennali britannici sono scesi ad appena lo 0,2%. Di conseguenza, da questi mercati si sono avuti robusti profitti in valuta locale. In tutti questi casi, tuttavia, ciò è stato minato in termini di dollari USA dal deprezzamento della valuta.

### Mercati azionari

Nel primo semestre dell'anno, il mercato azionario statunitense (vedi Figura 9) ha perso circa il 2% in termini di rendimento totale, con un forte rimbalzo nel secondo trimestre che ha compensato la maggior parte delle perdite del primo trimestre. In Cina, il rimbalzo del secondo trimestre è stato ancora più forte, portando a rendimenti totali marginalmente positivi nel primo semestre dell'anno. La ripresa del mercato britannico è stata più contenuta ed è stata ulteriormente compromessa dalla debolezza della sterlina, con conseguenti perdite del 23% in termini di dollari USA per il primo semestre dell'anno. Il Brasile, riflettendo gli effetti dannosi della crisi di Covid-19, ha registrato perdite del 39% in termini di dollari USA.

### 9. Rendimento del mercato azionario



<sup>4</sup> L'Indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond è il riferimento per i titoli obbligazionari governativi e delle società di investment grade emessi da entità dei mercati sviluppati ed emergenti in 24 paesi.

## STATI UNITI

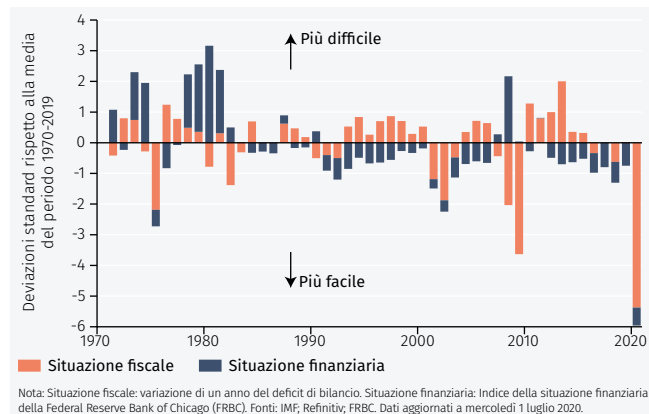
L'allentamento combinato delle condizioni fiscali e finanziarie è destinato a superare di gran lunga quello delle crisi precedenti: lo shock petrolifero degli anni '70, il fallimento del "dot com" e la crisi finanziaria subprime/globale. Funzionerà?

### Agevolazione fiscale e finanziaria

La risposta degli Stati Uniti alla crisi di Covid-19 ha visto un allentamento fiscale e finanziario combinato di dimensioni mai registrate in precedenza (vedi Figura 10).

Sulla base delle ultime previsioni del FMI, il disavanzo pubblico raggiungerà il 24% del PIL nel 2020, quadruplicandosi rispetto al 2019. Tale aumento è paragonabile a quello registrato in occasione della seconda guerra mondiale (nel 1943 ha raggiunto il 27% del PIL mentre prima della guerra era pressoché in pareggio).<sup>5</sup> In modo leggermente diverso, si tratta di un aumento di quasi sei deviazioni standard del deficit di bilancio. Esprimere l'allentamento fiscale in questo modo ci permette di confrontarlo con l'indice delle condizioni finanziarie della Federal Reserve Bank of Chicago (che viene anche indicato come numero di deviazioni standard rispetto alla media). Questa misura, prodotta settimanalmente dal 1971, valuta le condizioni dei mercati monetari, del debito e azionario e dei sistemi bancari tradizionali e 'ombra'. La situazione si è notevolmente attenuata dalla fine di marzo 2020, soprattutto perché le azioni della Fed hanno portato ad un allentamento (da condizioni di disagio) in una serie di mercati finanziari.

### 10. Eccezionale semplificazione della politica

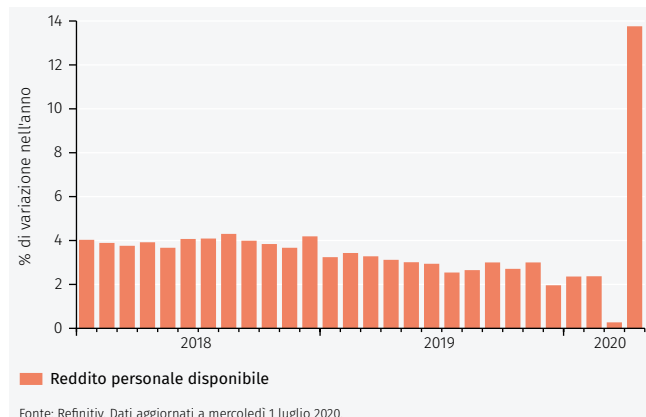


Nel 2020, l'allentamento delle condizioni fiscali e finanziarie su questa misura combinata supererà di gran lunga quello messo in atto durante la crisi petrolifera dei primi anni '70, lo scoppio della bolla dei dot com nel 2001/2 e la crisi finanziaria subprime/globale.

### Funzionerà?

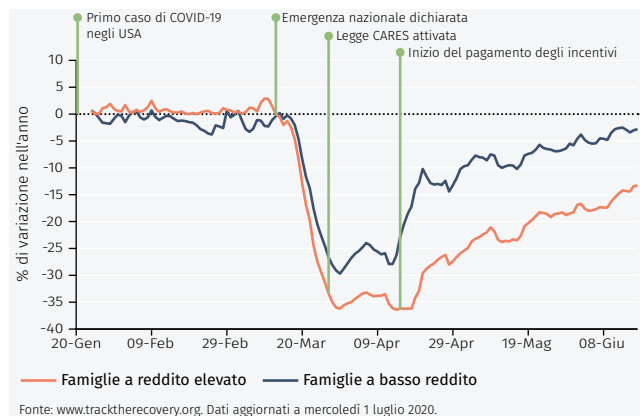
La rapida introduzione di misure di sostegno fiscale ha avuto un impatto diretto sui redditi disponibili. Nel complesso, tali misure sono aumentate notevolmente nel mese di maggio (vedi Figura 11). Ma i consumatori hanno risposto in modi diversi (vedi Figura 12).

### 11. Redditi disponibili per le famiglie



Più del 25% dei lavoratori ha tagliato le spese anche del 13%. Il taglio si è concentrato sui servizi alla persona come i pasti al ristorante, il tempo libero e l'intrattenimento. I dipendenti di questi settori, spesso scarsamente retribuiti, hanno subito danni finanziari ma sono riusciti a resistere soprattutto dopo il 15 aprile, data di inizio dell'erogazione degli incentivi.

### 12. Spese domestiche



Un andamento più sostenibile della spesa dipenderà da una più ampia ripresa dell'attività economica, compito reso più complesso dalla natura mutevole dell'economia. L'indice Nasdaq, con un'ampia rappresentanza delle aziende tecnologiche che si prevede beneficeranno del passaggio a un nuovo modello di attività economica, invia un segnale ottimistico su questa transizione. La sua capitalizzazione di mercato supera ora quella di tutti i mercati azionari non statunitensi del mondo.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> <https://www.thebalance.com/us-deficit-by-year-3306306#deficit-by-year-since-1929>.

<sup>6</sup> Fonte: Nasdaq e MSCI al 1° luglio 2020.

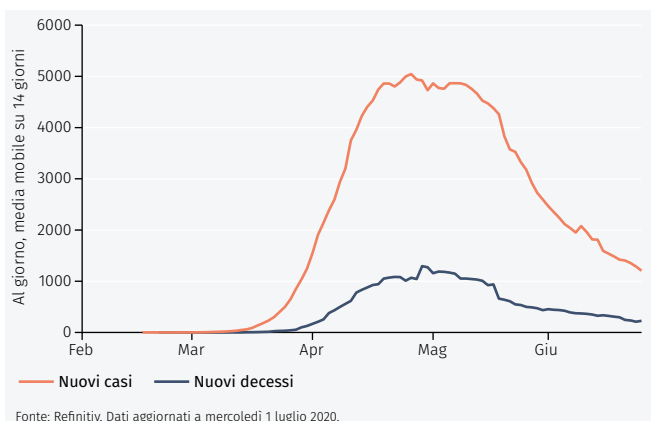
## REGNO UNITO

Tre problemi continuano ad oscurare il Regno Unito: l'attuale crisi di Covid-19, un potenziale problema con echi del passato (eccesso di denaro e crescita del credito) e la ricerca di una soluzione per la Brexit.

### Crisi del Coronavirus

Non si può dire che il Regno Unito abbia gestito bene la crisi del Coronavirus. Purtroppo, al momento ha il più alto tasso di mortalità (per milione di abitanti) a causa del virus (dopo il Belgio). Spesso la risposta politica è stata carente in termini di chiarezza e coesione. Sicuramente il Regno Unito è più vulnerabile di molte economie a causa dell'elevato grado di interconnessione con il resto del mondo. Londra è ancora uno dei principali centri finanziari del mondo e il paese svolge un ruolo importante nell'educazione, nella ricerca e nella tecnologia globali. Di conseguenza, nel 2020 il Regno Unito dovrebbe registrare una forte contrazione del PIL (10,2% nelle ultime previsioni del FMI, ad esempio). Il mercato azionario ha accumulato un ritardo rispetto agli altri mercati azionari sviluppati e la sterlina si è indebolita dall'inizio dell'anno. Ora che il numero di casi e di decessi da Covid-19 è in diminuzione (vedi Figura 13), la questione chiave è se questa debolezza continuerà. Una delle preoccupazioni principali è se il Regno Unito subirà una seconda ondata di contagi alla riapertura dell'economia.

### 13. UK Covid-19: casi e decessi

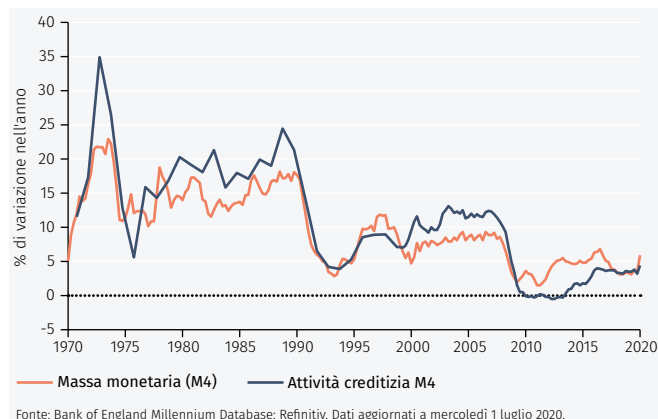


### Credito e crescita monetaria

Uno dei problemi a più lungo termine dell'economia britannica è il periodico eccesso di denaro e la crescita del credito. Principalmente a seguito delle misure politiche adottate per affrontare la pandemia, il problema ha iniziato a ripresentarsi (vedi Figura 14). I tassi di crescita non sono certamente così rapidi come quelli degli anni '70, che sono stati seguiti da un'inflazione molto più elevata. Tuttavia, alcuni temono che l'aumento dell'inflazione sia solo una questione di tempo, data la maggiore crescita monetaria e altri cambiamenti strutturali.

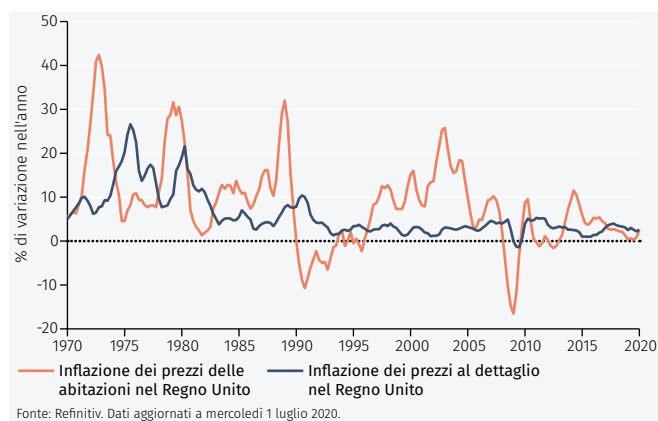
Riteniamo che questa preoccupazione sia esagerata. In effetti, è più probabile che l'inflazione nel Regno Unito rimanga contenuta. In passato, una più rapida crescita monetaria è stata trainata da una maggiore crescita del credito, che a sua volta è stata spesso il risultato della liberalizzazione del sistema finanziario. Nelle attuali circostanze, una più rapida crescita del credito riflette in gran parte i programmi governativi varati per fornire prestiti preferenziali alle imprese, aiutandole così a superare le difficoltà generate dal Covid-19. È improbabile che questi prestiti vengano rimborsati per intero. Per questo motivo, la crescita del

### 14. Crescita monetaria e prestiti bancari nel Regno Unito



credito è in qualche modo illusoria. È improbabile che la maggiore crescita del credito possa alimentare un boom del mercato immobiliare e dei prezzi delle case. A sua volta, poiché in passato l'inflazione dei prezzi delle case ha portato a un'inflazione più generale nel Regno Unito (vedi Figura 15), riteniamo che l'inflazione rimarrà contenuta.

### 15. Inflazione dei prezzi delle abitazioni nel Regno Unito



### Strategia post-Brexit

Poiché non ha chiesto una proroga del periodo di transizione per la Brexit (la scadenza era il 1° luglio), il Regno Unito lascerà l'UE alla fine dell'anno, indipendentemente dal fatto che l'accordo sia in vigore o meno. La probabile flessibilità del governo britannico e l'atteggiamento storico dell'UE di trovare compromessi all'ultimo minuto lasciano intendere che ci sarà una risoluzione negoziata prima della fine dell'anno. Ciò non significa che sarà siglato un accordo completo. Più probabilmente, le linee generali saranno concordate secondo i dettagli negoziati nei mesi e negli anni a venire. La sterlina sembra ancora sottovalutata ma fino a che le prospettive economiche e la Brexit non saranno più chiare, pochi saranno disposti ad abbracciare con entusiasmo la valuta locale e gli asset britannici.

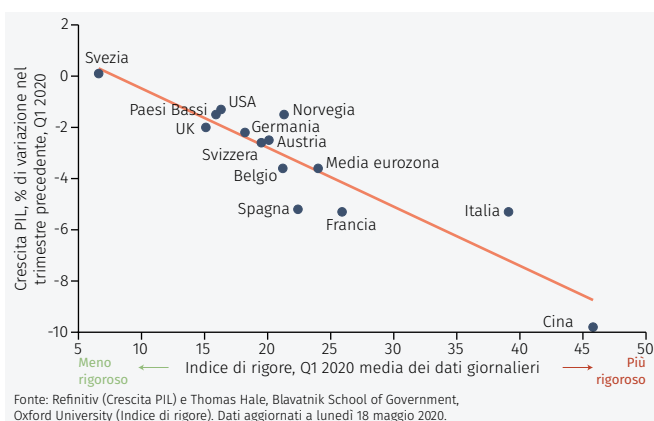
## EUROZONA

Nella seconda metà del 2020, i progressi nell'allentamento delle misure di blocco in tutta l'Eurozona saranno al centro dell'attenzione. L'attenzione si sposterà su ulteriori misure di sostegno, come il Recovery Fund europeo.

### Impatto del lockdown sul PIL

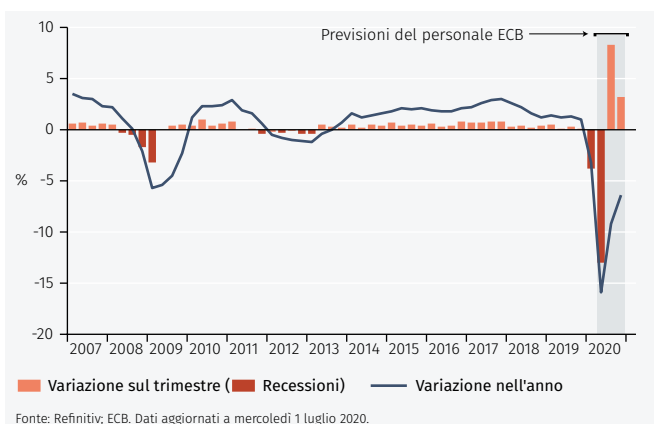
In tutta l'Eurozona, il lockdown è stato attenuato in molti paesi e vi sono prove di una ripresa delle attività. Tuttavia, gli ultimi dati sulla crescita del PIL si riferiscono al primo trimestre del 2020, in gran parte prima dell'inizio dei blocchi. In quel trimestre, c'è stata una relazione ragionevolmente stretta tra il rigore del blocco delle economie e la crescita del PIL (vedi Figura 16). In tutta l'Eurozona, il PIL è diminuito del 3,5% e la misura media del rigore (su una scala da 0 a 100, in cui 100 indica il massimo rigore) è stata di 24. La Svezia (che non rientra nell'Eurozona) è stata meno severa e ha registrato una modesta crescita del PIL; le misure adottate dall'Italia sono state le più severe e il suo PIL è diminuito del 5,3%.

#### 16. Misure di contenimento per il lockdown e crescita del PIL



La misura media di rigore per l'Eurozona è stata quasi tre volte superiore soprattutto perché le misure di blocco sono rimaste in vigore per quasi tutto il secondo trimestre. Il PIL subirà una forte contrazione in questo trimestre (i dati saranno disponibili alla fine di luglio). Le previsioni fatte dallo staff della Banca Centrale Europea, riportate nella Figura 17,

#### 17. Crescita PIL Eurozona



indicano un calo del PIL del 13%, seguito da un forte rimbalzo. Naturalmente, su questo tema esiste una grande incertezza.

### Risposta della politica

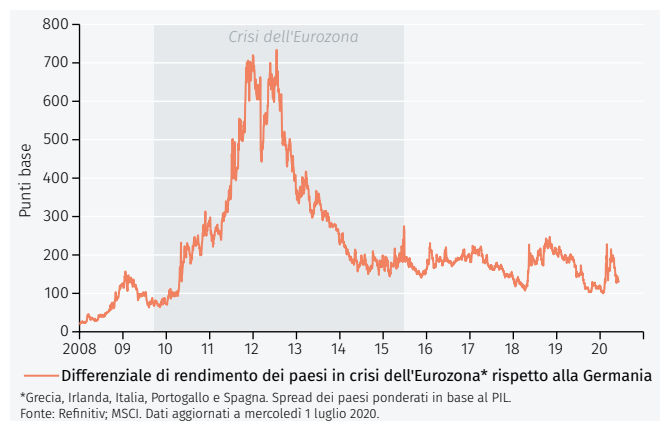
Come in altre economie avanzate, la risposta politica è stata significativa. Il Recovery Fund europeo, annunciato a maggio, ammonta a 750 miliardi di euro e fornirà sovvenzioni e prestiti in tutta l'Eurozona. Il suo lancio è stato salutato da alcuni come il "momento Hamilton" dell'Europa: l'avvento di una politica fiscale centrale a lungo attesa.<sup>7</sup> Eppure il fondo non è stato ancora concordato, è improbabile che erogherà fondi fino al 2021 e non è destinato ad assumere i debiti in sospeso degli Stati membri.

I singoli paesi mettono in campo le rispettive iniziative fiscali. Alcune di queste sono importanti. Il FMI stima che le misure 'sopra la linea', cioè spese aggiuntive e mancati guadagni, ammontino all'8% del PIL in Germania e al 2,5% in Francia, Italia e Spagna. Le 'misure al di sotto della linea', cioè prestiti, garanzie e iniezioni di capitale proprio, sono ancora più ampie, con una media pari al 25% del PIL in queste quattro economie. Ci aspettiamo che le misure 'sopra la linea' abbiano un effetto più potente sul sostegno all'economia. In questa fase, la capacità di utilizzo ed efficacia delle misure 'sotto la linea' è incerta.

### Acquisti obbligazioni BCE

Tuttavia, una risposta politica che ha avuto immediatamente un chiaro effetto è il cambiamento del modello di acquisto di obbligazioni della BCE. Il limite sul numero massimo di titoli sovrani che possono essere acquistati secondo il proprio programma di acquisto di asset è stato allentato. Ciò ha avuto l'effetto di invertire l'ampliamento avvenuto all'inizio del 2020 della forbice di rendimento (in particolare italiana) con la Germania (vedi Figura 18). Questo spread è, forse, l'indicatore chiave della credibilità riconosciuta alla politica dell'Eurozona. E si può osservare in tempo reale.

#### 18. Differenziali di rendimento nell'Eurozona



<sup>7</sup> Sotto Alexander Hamilton, il primo segretario del Tesoro statunitense, il governo federale degli Stati Uniti ha assunto e onorato tutti i debiti che i singoli Stati avevano accumulato durante la Guerra d'Indipendenza.

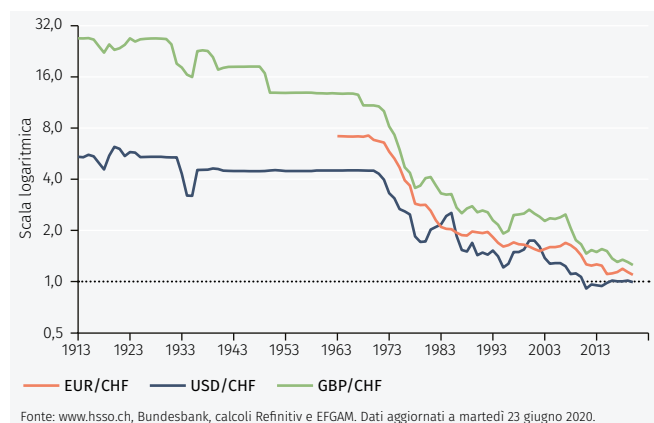
## SVIZZERA

Pensando alla recente forza del franco svizzero, è utile partire da una prospettiva a più lungo termine. Ciò dimostra che la valuta rimane moderatamente sopravvalutata in termini reali e sembra destinata a diminuire gradualmente.

### Andamento del franco svizzero dal 1913

La Figura 19 mostra i tassi di cambio del franco svizzero rispetto all'euro dal 1963 e rispetto al dollaro USA e alla sterlina britannica dal 1913. Dopo un periodo di relativa stabilità fino agli anni Trenta, la Grande Depressione scatenò la prima ondata di apprezzamento del franco svizzero. Dopo l'unica svalutazione del franco svizzero nel 1936, il tasso USD/CHF è rimasto invariato fino al 1971. Ciò rifletteva l'adesione *di fatto* della Svizzera al sistema di tassi di cambio fissi di Bretton Woods.

### 19. Tassi di cambio del franco svizzero dal 1913



Negli anni '60, l'aumento dei disavanzi di bilancio e dell'inflazione negli Stati Uniti ha dato origine alle pressioni per la svalutazione del dollaro. Nell'agosto 1971, dopo che la Svizzera aveva già abbandonato il sistema di Bretton Woods, gli Stati Uniti sospesero la convertibilità in oro, segnando l'inizio del regime di cambio fluttuante e l'apprezzamento tendenziale del franco svizzero.

### Tassi reali e nominali

Un tasso di cambio in aumento non mette a repentaglio la competitività di un paese se è coerente con il differenziale d'inflazione del paese con i propri partner commerciali. Il tasso di cambio reale, corretto per l'inflazione, sarebbe quindi stabile. La Figura 20 mostra gli indici dei tassi effettivi nominali e reali ponderati per il cambio del franco (rispettivamente NEER e REER).<sup>8</sup> Dal 1973 il franco NEER è aumentato di oltre il 300%, ma il REER è rimasto entro un intervallo relativamente ristretto. Uno sguardo più attento al franco svizzero REER mostra che esso si è spostato tra episodi di apprezzamento, le zone d'ombra della Figura 20, e di deprezzamento.<sup>9</sup> Queste oscillazioni sono state fortemente influenzate dai cambiamenti della politica monetaria in Svizzera e all'estero.

### 20. Indici ponderati per il franco svizzero



Dopo l'ultimo picco registrato successivamente all'interruzione della soglia minima dei tassi EUR/CHF nel gennaio 2015, il REER è sceso dell'8%, grazie anche ai maggiori interventi della BNS sui mercati valutari. Tuttavia, il precedente comportamento del franco svizzero REER mostra che, una volta raggiunto un picco, spesso segue un prolungato declino. Infatti, un semplice modello econometrico del franco svizzero REER stimato nel periodo campione gennaio 1973-dicembre 2015, avrebbe previsto un REER in calo dal gennaio 2016 (vedi Figura 21).<sup>10</sup>

### 21. REER in franchi svizzeri e modello di previsione



Inoltre, il modello suggerisce che il franco svizzero REER è solo moderatamente sopravvalutato, dando credito all'attivismo della BNS. Considerato l'impegno della Banca nazionale a favore degli interventi sul mercato valutario, sembra probabile che il lieve calo del tasso di cambio reale del franco svizzero continui.

<sup>8</sup> L'analisi considera l'indice dei prezzi alla produzione (PPI)-adeguato REER in quanto riflette meglio l'andamento relativo dei prezzi dei beni commerciabili.

<sup>9</sup> Un episodio di apprezzamento passa da una grande depressione a un grande picco. Una grande depressione viene identificata quando si verifica un intervallo inferiore rispetto ai minimi precedenti e successivi che misura almeno due deviazioni standard al di sotto del trend. Parimenti, un grande picco viene identificato quando si verifica un intervallo superiore rispetto ai picchi precedenti e successivi che misura almeno due deviazioni standard al di sopra del trend. Fa eccezione il periodo 2008-2015, in cui il picco dopo l'interruzione della soglia di cambio è considerato come la fine dell'episodio di apprezzamento del franco svizzero.

<sup>10</sup> Nel modello, la variazione mensile del REER è stimata in funzione dei suoi cambiamenti passati e del divario tra il suo livello e il trend di fondo.

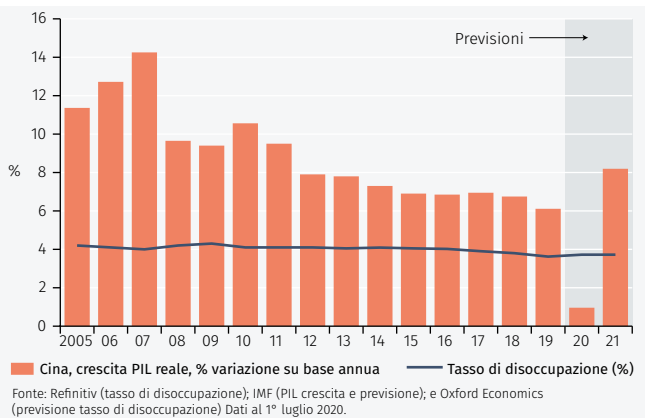
# ASIA

Quasi certamente, entro la fine dell'anno la Cina annuncerà che la povertà è stata eliminata. Dopo di che, l'attenzione si concentrerà sulla disuguaglianza. Ma è possibile ridurla senza ostacolare la crescita economica?

## Crescita del PIL cinese e disoccupazione

La Cina è destinata ad essere l'unica grande economia in crescita nel 2020. Anche se, con l'1% questo sarà il tasso di crescita più basso della Cina dalla fine degli anni '70, è probabile che il tasso di disoccupazione non cambierà molto (vedi Figura 22).

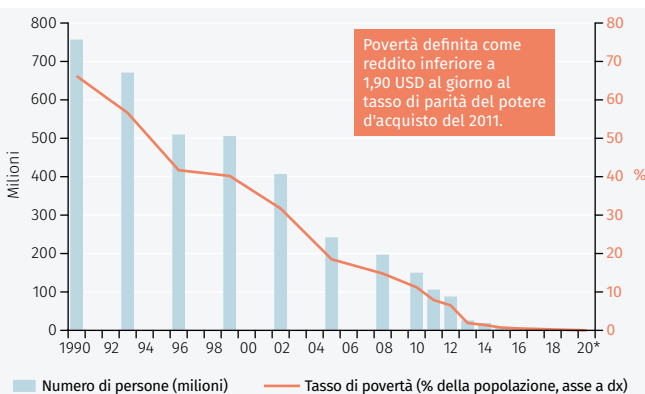
### 22. Cina: Crescita del PIL e disoccupazione



Il tasso registrato si riferisce alla disoccupazione urbana ed è strettamente legato allo status dei 236 milioni di lavoratori migranti della Cina. Il sistema *hukou* permette loro di registrarsi per le prestazioni sociali nel loro luogo di lavoro (normalmente urbano). Tuttavia, recentemente l'assorbimento è stato relativamente basso, con i lavoratori migranti che spesso preferiscono mantenere il loro status rurale (che solitamente comporta benefici come la proprietà della terra e l'accesso ai servizi sociali). Anche per gli abitanti del sistema urbano *hukou*, il beneficio finanziario della registrazione come disoccupati è basso.

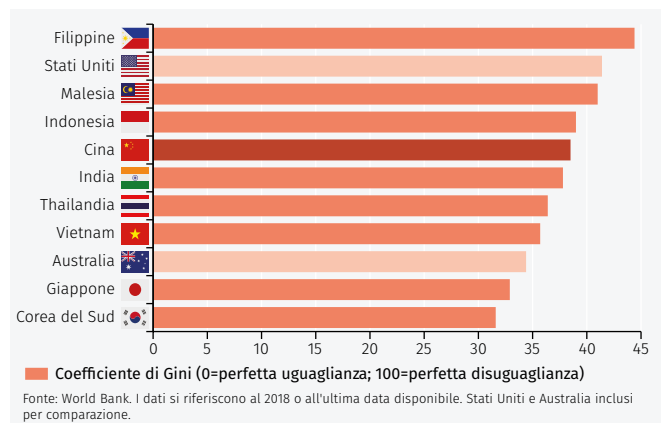
Anche se, per questi motivi, il tasso di disoccupazione rimane basso, i progressi in materia di riduzione della povertà sono stati rapidi (vedi Figura 23). Sembra molto probabile che il governo dichiarerà che l'obiettivo di eliminare tutta la povertà entro la fine del 2020 è stato

### 23. Cina: eliminazione della povertà



raggiunto. Ciononostante, due quinti della popolazione hanno un reddito medio inferiore a 1.000 RMB (141 USD) al mese. Per contro, il numero di cittadini ad alto reddito è cresciuto notevolmente. Il risultato è che, in Cina, le disuguaglianze di reddito sono quasi pari a quelle degli Stati Uniti (anche se ancora inferiori a quelle di alcune altre economie asiatiche). Alcuni vedono nella lotta contro questa disuguaglianza il prossimo obiettivo del governo. Ma è improbabile che il contenimento dei salari del settore privato faccia avanzare gli obiettivi di crescita a lungo termine della Cina.

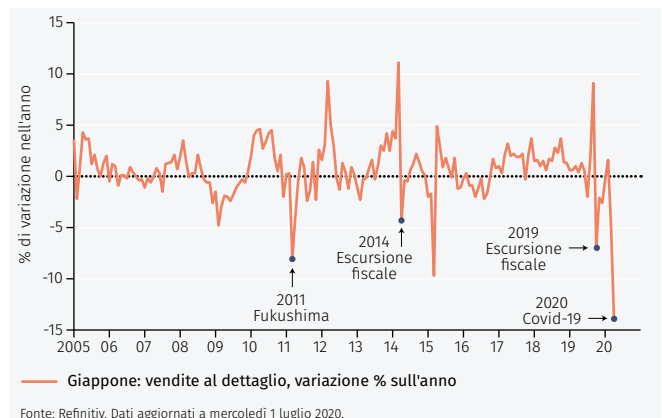
### 24. Disparità di reddito in Asia



### Giappone: una spinta inaspettata

Nel frattempo, il Giappone ha annunciato un significativo allentamento della politica fiscale. Con il 12% del PIL per le voci in bilancio e il doppio per il sostegno fuori bilancio, gli incentivi sono tra i maggiori al mondo. Oltre a compensare l'impatto del Coronavirus, riflette la preoccupazione per un altro indebolimento dell'economia nazionale (vedi Figura 24). Chi pensava che l'altissimo livello di debito pubblico del Giappone limitasse la sua capacità di contrarre prestiti, si è dovuto ricredere. Come in altre economie, il mercato azionario ha reagito favorevolmente all'allentamento.

### 25. Giappone: vendite al dettaglio



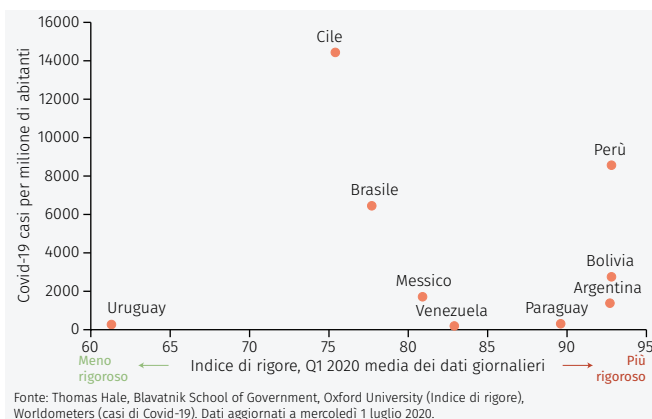
## AMERICA LATINA

In tutta l'America Latina ci sono state risposte e tassi di successo molto diversi rispetto al contenimento della pandemia di Covid-19. L'allentamento della politica fiscale è stato limitato, ma i tassi d'interesse sono stati ridotti ed è possibile un ulteriore allentamento monetario.

### Risposta a Covid-19

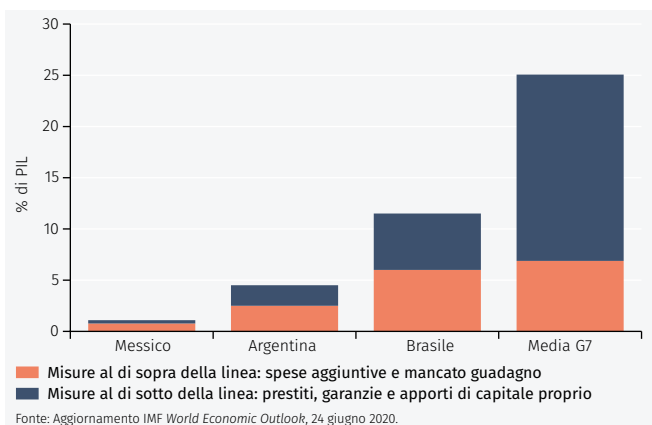
Il Brasile si trova a uno degli estremi della risposta dell'America Latina alla pandemia di Covid-19. Il presidente Bolsonaro, negando inizialmente l'importanza del virus ("è solo un raffreddore"), si è opposto alle misure di blocco, concentrandosi sul tentativo di mantenere l'attività economica. Tuttavia, al 1° luglio 2020, il Brasile ha registrato il secondo maggior numero di casi e di decessi da Covid-19 al mondo; e la contrazione del PIL brasiliano nel 2020 (9,1% nelle previsioni del FMI di giugno 2020) corrisponde a quella delle economie con un blocco più severo. Nelle prime fasi di Covid-19, il presidente messicano AMLO (Andrés Manuel López Obrador) è stato altrettanto rilassato: "Continueremo a vivere come al solito", ha detto a marzo.

#### 26. Covid-19 casi e misure di contenimento per il lockdown



Il Cile, che inizialmente è riuscito a contenere il virus, ora ha più casi per milione di abitanti rispetto agli Stati Uniti. In uno schema visto anche in Asia, tuttavia, non esiste una relazione diretta tra il grado di rigorosità del blocco e il numero di casi (vedi Figura 26). L'Uruguay, con misure meno severe rispetto ad altri paesi della regione, ha avuto meno infezioni e ha registrato solo 27 morti.

#### 27. Risposta fiscale alla crisi

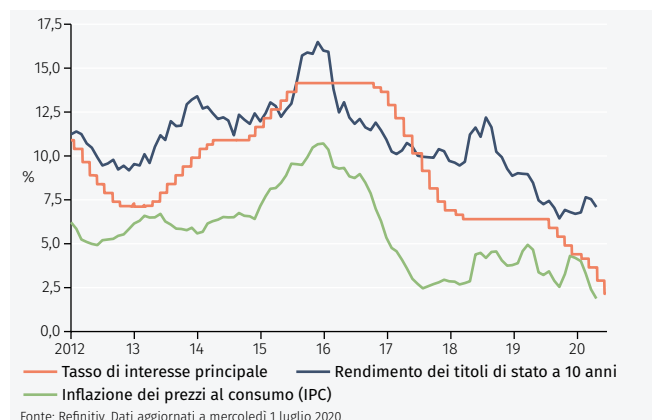


### Risposta fiscale e monetaria

Con livelli già elevati di deficit di bilancio e di debito pubblico, l'America Latina non ha lo 'spazio fiscale' per impegnarsi in misure incentivanti di compensazione. La portata della risposta è stata minore rispetto alle principali economie avanzate (vedi Figura 27). Perù, Cile e Colombia hanno più spazio fiscale di altri, ma tutti vogliono evitare una grande espansione fiscale, soprattutto dopo i progressi duramente conquistati con la riduzione del deficit nel corso di molti anni.

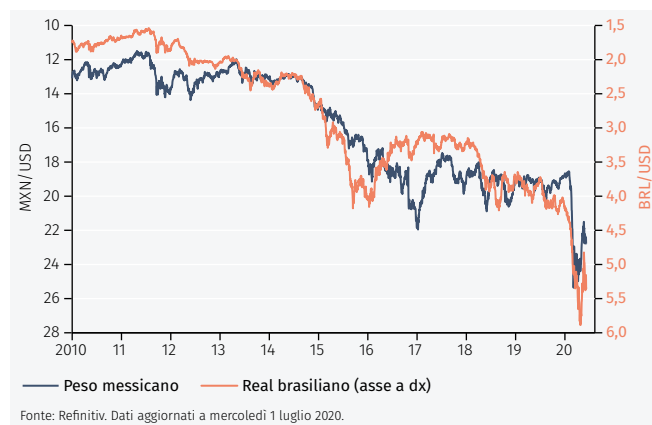
Esiste più spazio per l'allentamento monetario, soprattutto in Brasile, dove l'inflazione è fortemente diminuita (vedi Figura 28). Ciononostante, sia in Brasile che in Messico, gli effetti della debolezza valutaria (vedi Figura 29) possono alimentare un'inflazione più elevata, rendendo più difficile il compito della politica di alleggerimento. Con tassi d'interesse ufficiali già bassi, il Perù e il Cile sono in grado di utilizzare, se necessario, l'allentamento quantitativo (che non è ancora una caratteristica della politica monetaria latino-americana).

#### 28. Brasile: inflazione, tassi di interesse e rendimenti obbligazionari



Senza dubbio l'America Latina resisterà a quest'ultima tempesta, ma le prospettive più rosee potrebbero non essere evidenti fino al 2021.

#### 29. Indebolimento della valuta



## SPECIAL FOCUS – ESG DOPO COVID-19

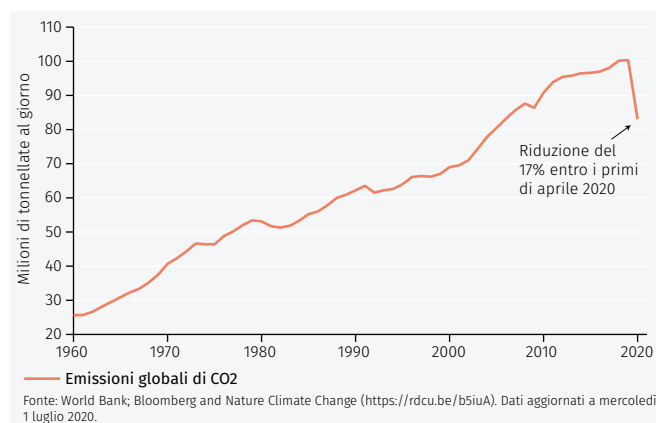
L'esperienza della pandemia di Covid-19 può aiutare a raggiungere gli obiettivi ambientali, sociali e di governance (ESG) in diversi modi. Il segreto è adottare nuovi modi di lavorare, non tornare al vecchio schema.

L'esperienza della pandemia di Covid-19 può aiutare a raggiungere vari obiettivi ESG e di cambiamento climatico.

### Considerazioni ambientali

Strade più tranquille, livelli di inquinamento più bassi, cielo più limpido e canto degli uccelli sono alcuni dei vantaggi spesso citati di un mondo in isolamento. C'è stata una riduzione del 17% delle emissioni di CO<sub>2</sub> (vedi Figura 30). L'accordo di Parigi sul riscaldamento globale prevede, per rispettare l'obiettivo di 1,5°C, una riduzione delle emissioni che corrisponde a questo ammontare, ogni due anni fino al 2030. Quindi, in un certo senso, il lockdown ha portato a due anni di riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub> in soli quattro mesi. Naturalmente, tale riduzione non potrà essere sostenuta quando le attività riprenderanno. Ma almeno è stato dimostrato ciò che è necessario.

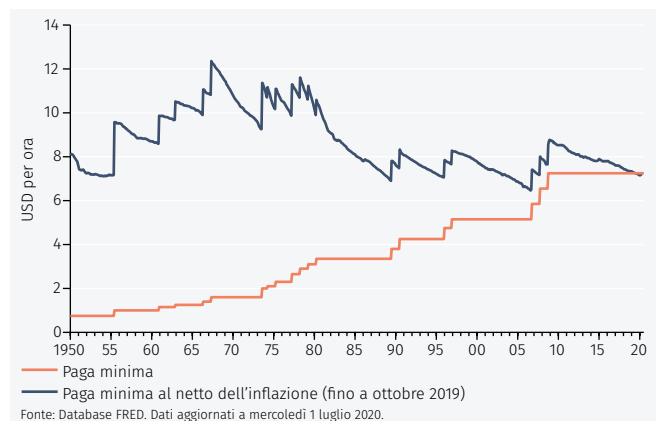
#### 30. Lockdown ed emissioni di CO<sub>2</sub>



### Considerazioni sociali

Durante il lockdown, alcuni dei lavoratori meno pagati sono stati soggetti chiave in molti settori essenziali: sanità, raccolta e smaltimento dei rifiuti, per esempio. Le aziende e i governi avranno difficoltà a non

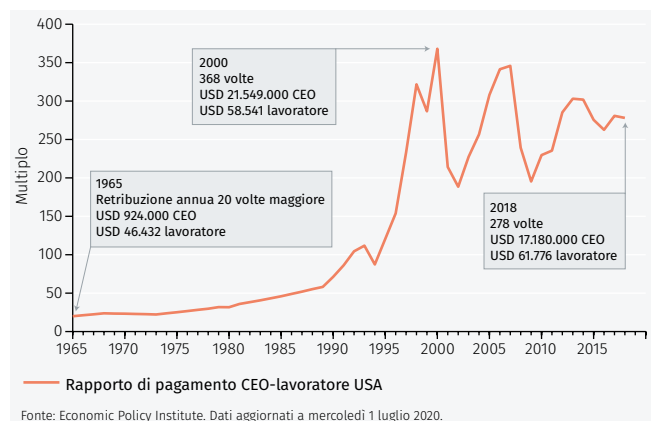
#### 31. Paga minima USA



concedere a questi lavoratori aumenti salariali dopo l'isolamento. Negli Stati Uniti il salario minimo è pressoché dimezzato rispetto a quello di fine anni '60 (vedi Figura 31).

Anche le condizioni di lavoro e di vita saranno esaminate più attentamente. L'inadeguatezza dei DPI (dispositivi di protezione individuale) per gli operatori sanitari nel Regno Unito, le condizioni di vita anguste e malsane dei lavoratori migranti in Asia e la rapida diffusione della malattia nelle case di riposo per anziani hanno sollevato profonde preoccupazioni sul trattamento dei lavoratori in tutto il mondo.

#### 32. Rapporto di pagamento CEO-lavoratore USA



Negli Stati Uniti, il divario tra la retribuzione dei lavoratori non qualificati e i CEO è più che decuplicato rispetto agli anni '60 (vedi Figura 32). Un tale divario sarà ancora più difficile da giustificare, poiché la disuguaglianza sociale riceve maggiore attenzione.

### Governance

Spesso durante il lockdown non è stato possibile tenere di persona le riunioni generali aziendali (AGM). Sostituirle con assemblee virtuali è una soluzione che può ampliare la presenza, la partecipazione e il controllo. Dobbiamo accogliere con favore questo cambiamento. Durante il lockdown, spesso i dirigenti hanno dovuto prendere importanti decisioni, per esempio sulla raccolta di capitali, sui licenziamenti e sulle retribuzioni. Una comunicazione più semplice, veloce e virtuale può migliorare il controllo di tali decisioni. In tal caso, diamo il benvenuto a questa novità.

È difficile valutare una buona governance. L'attenzione è spesso focalizzata su aspetti facilmente quantificabili come la diversità di genere e la separazione dei ruoli di CEO e presidente. Pur essendo ruoli importanti e rilevanti, possono non cogliere le molte sottigliezze di ciò che caratterizza una buona governance.<sup>11</sup> L'adozione di nuovi metodi di comunicazione può rendere tutto ciò più facile.

<sup>11</sup> Situazione sottolineata da Jason Jay, futuro membro EFGAM, nel nostro recente podcast 'Oltre i riferimenti', episodio 13.

## 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.

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

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

**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.

**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 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 (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.

**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 no-profit che comprendono le relazioni, le ricerche di mercato e la consulenza.

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

**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.

**Svizzera:** EFG Bank AG, Zurich, 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.

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

**Stati Uniti:** EFG Asset Management (UK) Limited è affiliata a EFG Capital, società di intermediazione statunitense autorizzata dalla Securities and Exchange Commission ("SEC") e associata alla Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") e alla Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). SEC, FINRA o SIPC non hanno approvato il presente documento o i servizi e prodotti forniti da EFG Capital o dalla relativa affiliata con sede negli Stati Uniti, EFGAM Americas. EFGAM Americas è registrata presso 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.