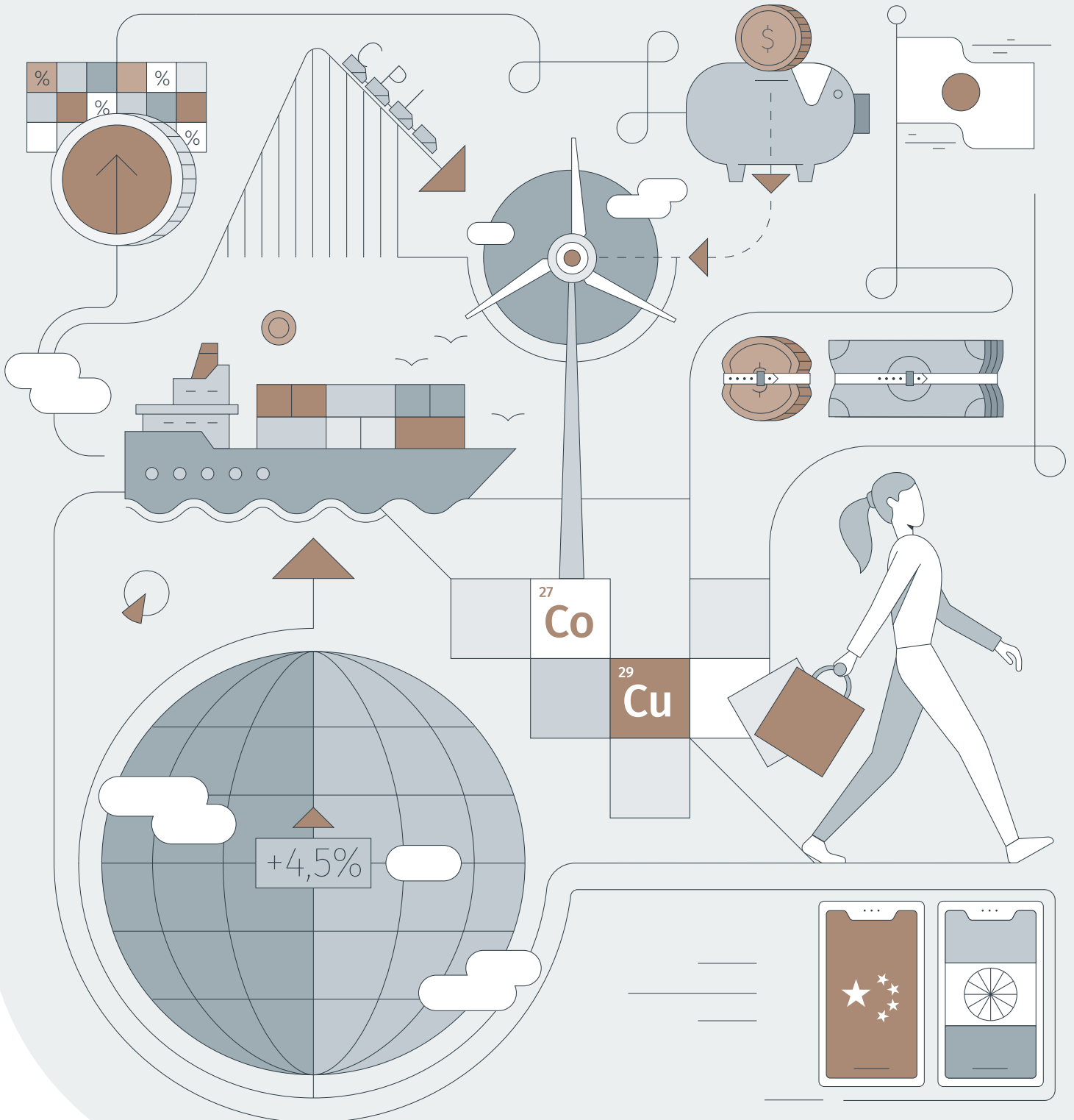


2022



OUTLOOK

I nostri 10 temi principali per il prossimo anno



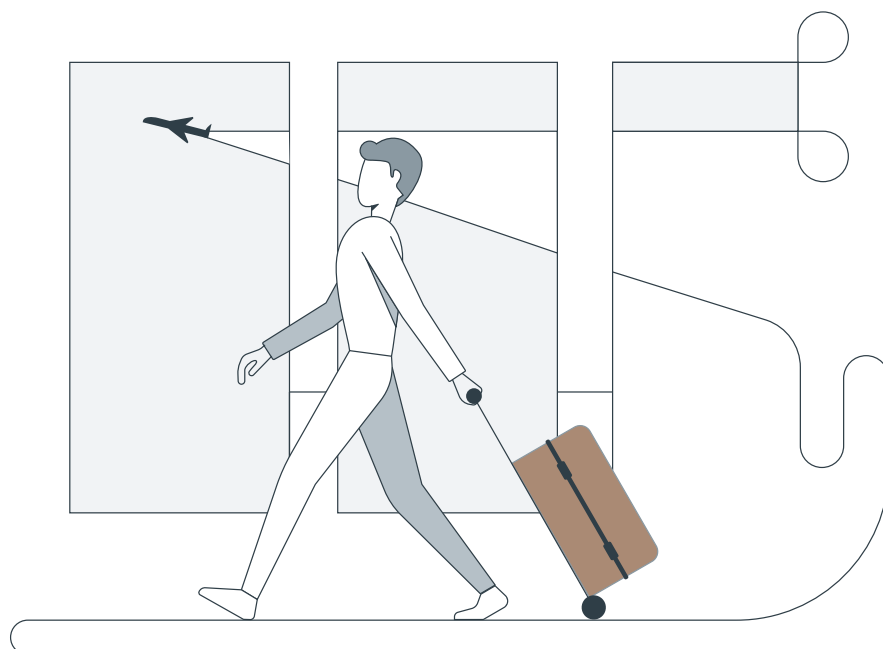
Tema

1

Corretta

Ripresa economica globale sincronizzata

Ritenevamo che nel 2021 ci sarebbe stata una ripresa sincronizzata della crescita economica mondiale. Questo è accaduto.



In base alle ultime previsioni del FMI (elaborate a ottobre), la crescita mondiale per il 2021 sarà del 5,7%. Tutte le regioni principali dovrebbero archiviare una

crescita del 5-6%, un tasso di espansione sincronizzata raramente osservato in passato.

Punteggio complessivo

8/10

Riesame della Panoramica 2021

Ogni anno, a dicembre, rivediamo la Panoramica presentata a inizio anno. Nel complesso, abbiamo registrato un punteggio di 8/10.

Tema

2

Corretta

Consumatori digitali

Consideriamo il cambiamento nei modelli di spesa dei consumatori come un tema rilevante per il 2021: in alcuni casi si tratta della continuazione di tendenze iniziate prima della pandemia, in altri casi è il preludio a un cambiamento strutturale di più ampia portata.

Lo spostamento verso gli acquisti online è proseguito, nonostante una riduzione della quota di vendite in rete subito dopo la riapertura (in particolare nel mercato britannico). Il passaggio alle vendite online di servizi non viene invece rappresentato nella maggior parte delle statistiche, che riguardano solo la vendita di beni fisici. In realtà, anche l'incremento di tali vendite (ad esempio di prodotti finanziari, giochi online, download di video e contenuti di social media) costituisce una tendenza altrettanto importante.

Tema

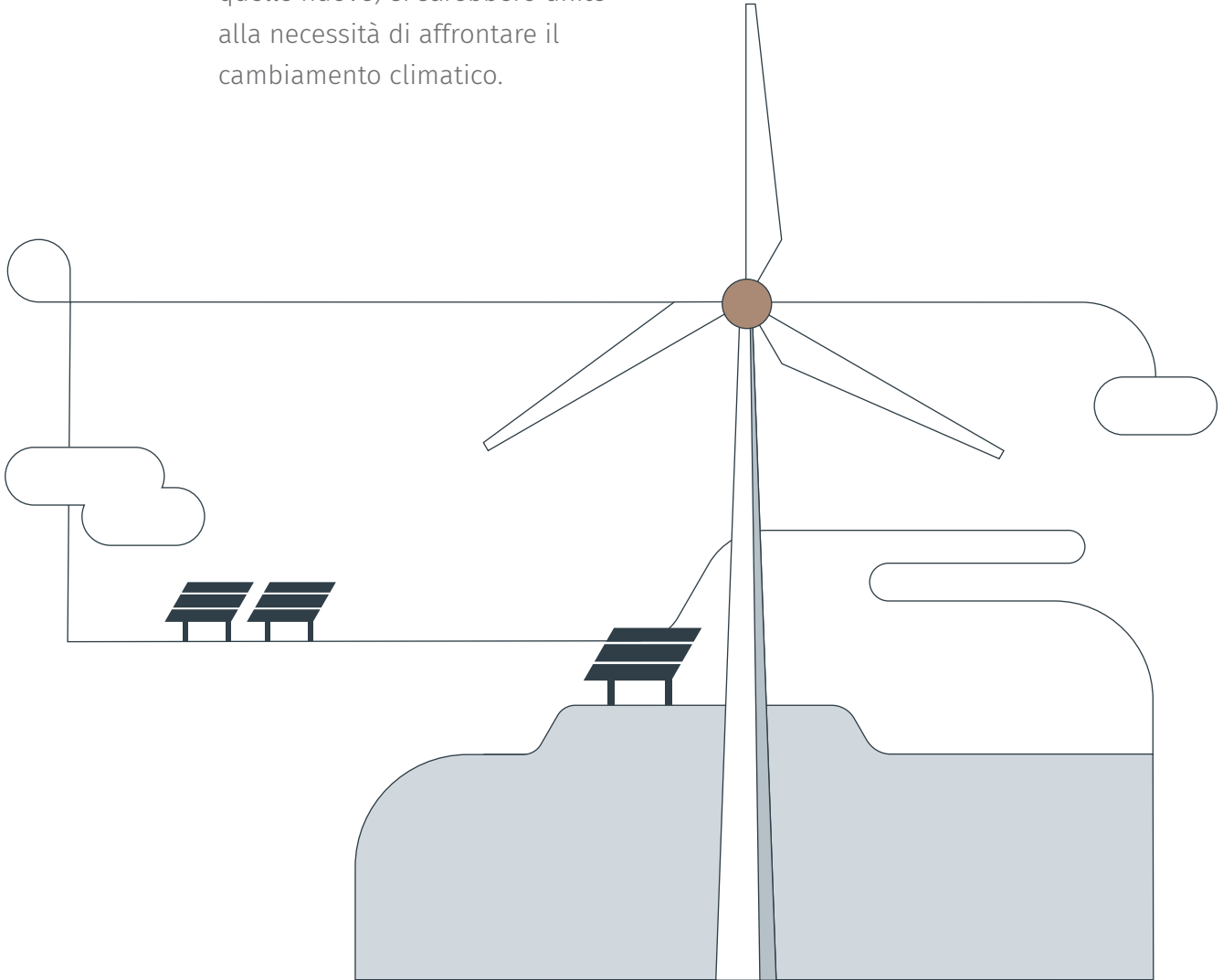
3

Corretta

Cambiamento climatico e distruzione creativa

Ci aspettavamo che il 2021 fosse l'anno in cui le forze della "distruzione creativa" (con le vecchie tecnologie sostituite da quelle nuove) si sarebbero unite alla necessità di affrontare il cambiamento climatico.

In realtà, molti sono rimasti sorpresi dalla velocità con cui ciò si è tradotto in un problema impellente. Il World Energy Outlook dell'AIE stima che per limitare il riscaldamento globale a 1,5 °C servirà un forte incremento degli investimenti annuali in progetti e infrastrutture nel campo dell'energia pulita, per un importo annuo di quasi 4.000 miliardi di dollari entro il 2030.



Tema

4

Errata

L'inflazione rimane bassa

Eravamo convinti che l'inflazione sarebbe rimasta bassa. Nella maggior parte delle economie (salvo per la notevole eccezione del Giappone) non è stato così.

A fine 2021 si è scatenato un acceso dibattito fra chi ha descritto l'inflazione come transitoria e chi invece ritiene che sarà più duratura. A nostro avviso sarà temporanea. Inoltre, le aspettative sull'inflazione futura restano ben ancorate, vicine al target del 2% delle banche centrali.

Tema

5

Corretta

Un grande governo resta grande

Come previsto, anche nel 2021 la spesa pubblica ha rappresentato una grossa fetta del PIL.

Ora sono state varate delle misure o per incrementare l'imposizione fiscale e compensare così l'aumento della spesa (come negli Stati Uniti e nel Regno Unito) o per limitare in un certo senso la spesa. Questi provvedimenti però si scontrano con la necessità di investire nelle infrastrutture per l'energia pulita (i governi faranno la loro parte, anche se i finanziamenti arriveranno per lo più dal settore privato).

Tema

6

Corretta

Reddito fisso: resta qualche opportunità

Pensavamo che, nonostante i bassi rendimenti delle obbligazioni governative dei principali mercati sviluppati e le scarse prospettive di plusvalenze,

ci fossero opportunità interessanti in altri tre ambiti dell'universo a reddito fisso: esposizione alle nazioni ricche, titoli convertibili e debito dei mercati emergenti. In effetti, questi ambiti hanno prodotto rendimenti più elevati rispetto ai titoli di Stato globali e alle obbligazioni investment grade.

Tema

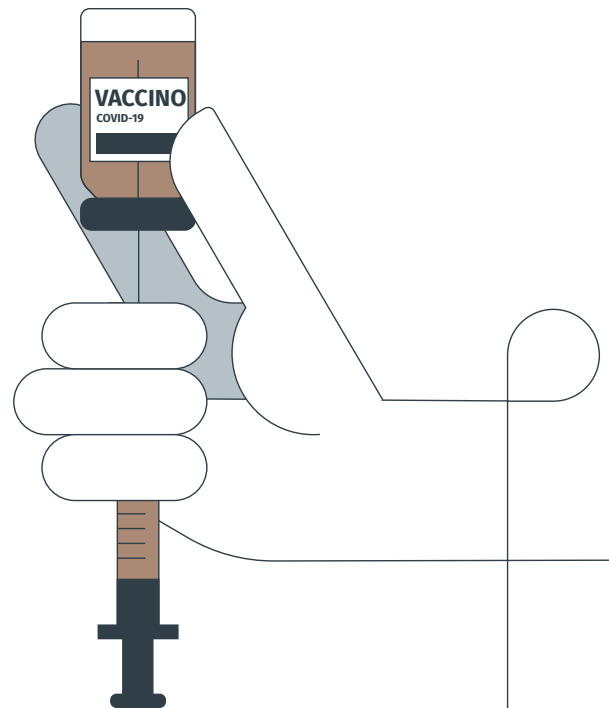
7

Parzialmente
corretta

Piccolo è bello

Ritenevamo che le piccole imprese avrebbero fatto relativamente meglio delle società ad ampia capitalizzazione.

In Cina, nei mercati emergenti e nell'Asia escluso il Giappone, è stato così: i titoli delle small cap hanno ampiamente sovraperformato quelli delle large cap. Al contrario, i rendimenti dei titoli ad ampia capitalizzazione hanno superato quelli delle controparti small cap negli USA e in Giappone, mentre sono stati pressoché allineati in Europa.



Tema

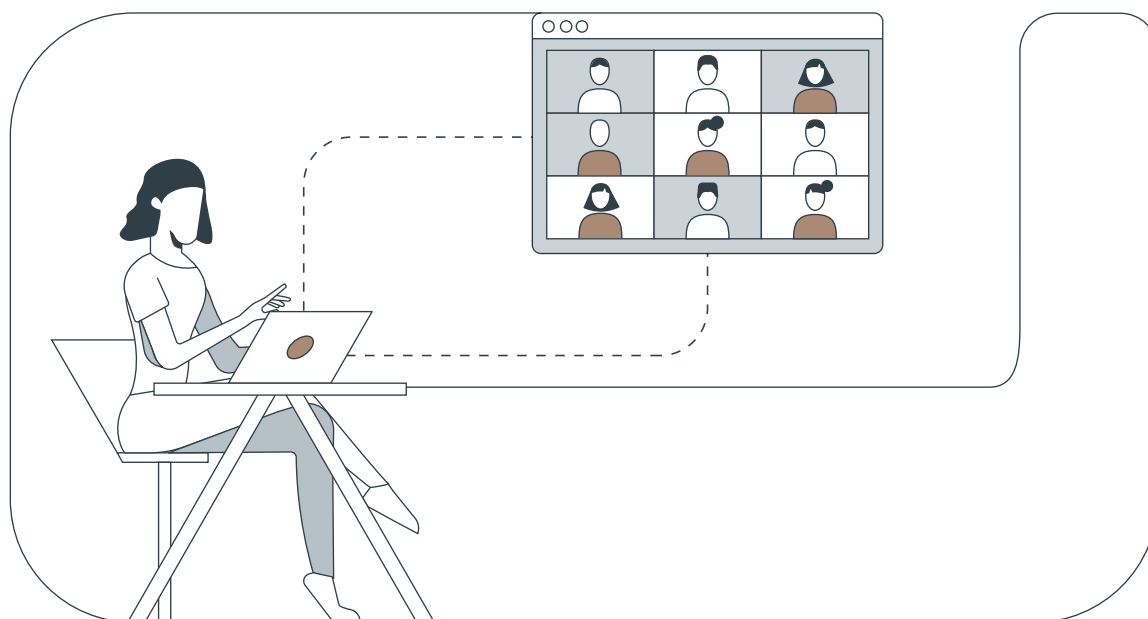
8

Corretta

La grande tecnologia si consolida

Nel 2021 ci aspettavamo un consolidamento della posizione di mercato dei colossi tecnologici statunitensi.

Credevamo che la generazione di cospicui flussi di cassa e i bilanci solidi ne giustificassero le valutazioni e che tali società avrebbero continuato a guadagnare terreno dopo svariati anni di ottime performance. In effetti così è stato: nel 2021 il settore tecnologico ha prodotto rendimenti leggermente superiori a quelli del mercato in generale (escl. tecnologia).



Tema

9

Parzialmente corretta

Opportunità nel settore sanitario

Nonostante le valutazioni interessanti e i fattori strutturali favorevoli,

il settore sanitario statunitense ha sottoperformato il resto dell'indice S&P 500 nel 2021. Ad ogni modo, i rendimenti sono stati sostanzialmente positivi (15,7%) da inizio anno al 1° dicembre 2021, con alcune società sanitarie che hanno archiviato risultati particolarmente brillanti.

Tema

10

Corretta

La cooperazione globale reinventata

Nel 2021 la cooperazione globale è stata effettivamente reinventata e, in molti aspetti chiave, anche migliorata.

Malgrado le persistenti tensioni fra USA e Cina e fra Regno Unito e UE, le misure adottate per affrontare il cambiamento climatico e stabilire un'aliquota minima comune per l'imposta sul reddito delle società hanno rappresentato importanti pietre miliari nel percorso verso una maggiore cooperazione.

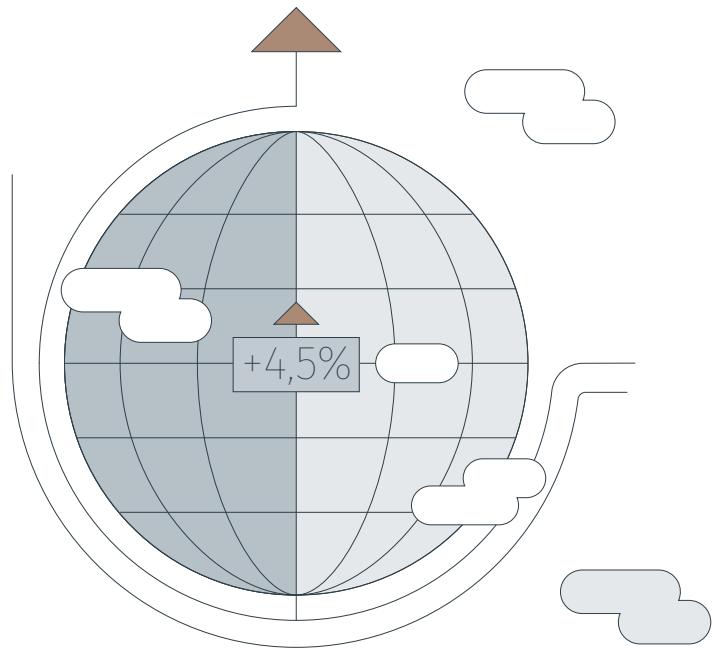
I nostri
10 temi principali
per il prossimo anno

1

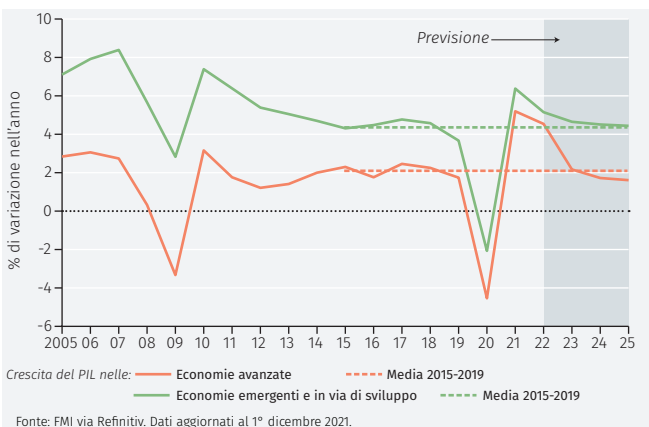
Crescita globale sopra il trend

Riteniamo che la crescita globale si confermerà solida a circa il 4,5% nel 2022. L'espansione supererà la tendenza pre-Covid, ma rallenterà nel 2023.

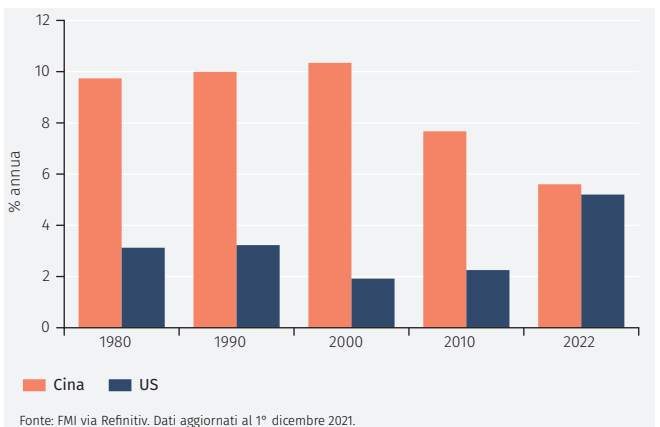
Ci aspettiamo che la crescita economica globale si confermi robusta nel 2022, a un tasso di circa il 4,5% nelle economie avanzate e del 5% in quelle emergenti e in via di sviluppo (si veda Grafico 1a). Tuttavia, dopo un 2021 conclusosi in bellezza e con l'imposizione di nuove restrizioni dovute alla variante Omicron del Covid, è probabile che il 2022 si aprirà su una nota fiacca.



1a. Crescita del PIL mondiale sopra il trend nel 2022



1b. Far quadrare i conti?



Un tale tasso di crescita per le economie avanzate rappresenterà più del doppio del 2,1% registrato nei cinque anni precedenti la pandemia. A guidare questa espansione saranno i costanti progressi nella lotta contro il coronavirus, in particolare un aumento dei tassi di vaccinazione nei paesi partiti a rilento e la diffusione di nuove terapie, in primis la pillola anti-Covid, l'utilizzo dei risparmi accumulati, la ricostituzione delle giacenze e la rimozione dei colli di bottiglia nella catena di approvvigionamento. Negli anni successivi, la crescita delle economie avanzate rallenterà verso un tasso potenziale a lungo termine nell'ordine dell'1,5-2%.

Quanto ai paesi emergenti e in via di sviluppo, nel 2022 la crescita sarà solo di poco superiore alla media pre-Covid. Il cambiamento più significativo riguarderà la crescita della Cina, destinata a calare seppure a un rispettabilissimo 5%.

Per la prima volta dopo decenni, nel 2022 la crescita degli Stati Uniti potrebbe avvicinarsi a quella cinese (si veda Grafico 1b). E visto che il Presidente

Biden ha dichiarato che gli Stati Uniti sarebbero in gara con la Cina per dimostrare se funzionano meglio le economie di libero mercato occidentali o le autocrazie orientali, un tale sviluppo giocherebbe a favore degli Stati Uniti, soprattutto se la Cina soccombesse a un vero e proprio crollo del credito e del mercato immobiliare (che per altro gli Stati Uniti hanno già sperimentato varie volte nella storia). Ad ogni modo, non crediamo che un tale scenario si verificherà.

Altrove in Asia ci aspettiamo una spinta dalla riapertura delle economie ASEAN, a onor del vero una zona piuttosto critica visti gli eventi in Myanmar, e anche l'India sembra destinata a registrare una vigorosa crescita. Dopo un inizio esitante, la campagna vaccinale nel paese è proseguita molto bene e la ristrutturazione dell'economia, specialmente l'espansione del settore e-commerce, ci sembra incoraggiante. Il Brasile sembra invischiato in un clima di incertezza politica in vista delle elezioni presidenziali di fine anno, che potrebbero concludersi con la rinomina dell'ex presidente Lula. Quanto alla Russia, nonostante lo slancio impresso dai prezzi elevati di petrolio e gas, la crescita parrebbe zoppicante.

2

Spese folli

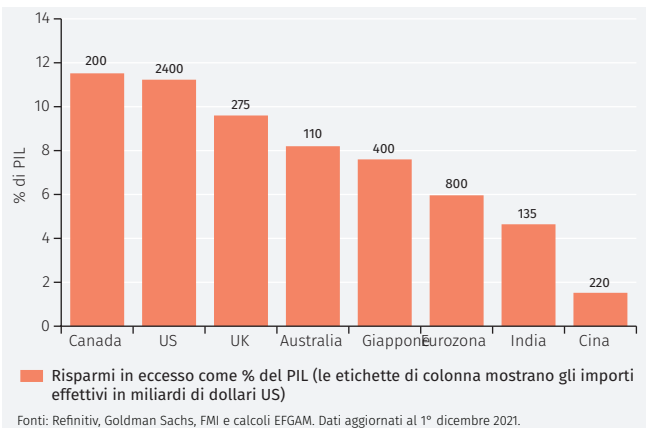


Man mano che le preoccupazioni per il Covid si allevieranno nel 2022, i consumatori saranno disposti a spendere di più, attingendo in particolare ai risparmi accumulati. La spesa si concentrerà in due aree principali: intrattenimento e sanità.

La domanda repressa e i risparmi accumulati consentiranno un rimbalzo dei consumi nel 2022. La rapidità di questa ripresa dipenderà ovviamente dal successo nel contenimento del Covid (e in particolare della variante Omicron), ma riteniamo che la fiducia dei consumatori non potrà che aumentare costantemente.

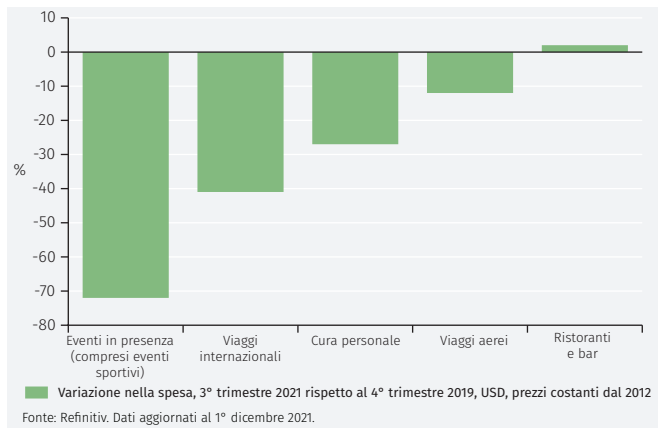
Le difficoltà sul fronte dell'offerta (ad esempio di auto nuove e usate) e la mancanza di manodopera qualificata (ad esempio per le ristrutturazioni immobiliari) hanno fatto lievitare i prezzi in molti ambiti della spesa al consumo. A nostro avviso questo maggiore potere di determinazione dei prezzi delle aziende rimarrà un tema importante, specialmente in ambiti come quello aeronautico, dove la capacità è stata ridotta.

2a. Risparmi globali in eccesso¹

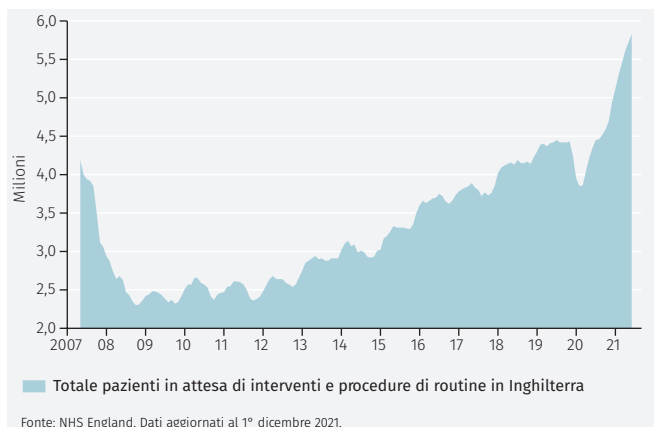


Tra i principali beneficiari sembrano esserci Stati Uniti e Regno Unito, due economie con ingenti risparmi in eccesso accumulati (si veda Grafico 2a). A livello di temi, due sono quelli a nostro avviso più importanti. Innanzitutto, la spesa per le attività di intrattenimento tornerà ad aumentare. Negli Stati Uniti, la spesa in alcune categorie, come eventi in presenza, viaggi internazionali e cura personale, è ancora ben lungi dai livelli pre-pandemia (si veda Grafico 2b). In secondo luogo, ci aspettiamo un incremento della spesa sanitaria. Con le risorse del sistema sanitario dirottate verso l'emergenza Covid, la lista di pazienti in attesa di altre prestazioni mediche si è allungata a dismisura. Nel Regno Unito, ad esempio, sono 5,9 milioni le persone che attendono un trattamento (si veda Grafico 2c). In questo settore ci aspettiamo quindi una maggiore spesa sia da parte dello Stato che degli stessi consumatori.

2b. Grosso potenziale di ripresa della spesa per l'intrattenimento



2c. Liste di attesa per i trattamenti medici in Inghilterra



¹Risparmi superiori al tasso di risparmio medio del 2019.

3

I mercati emergenti approdano al digitale

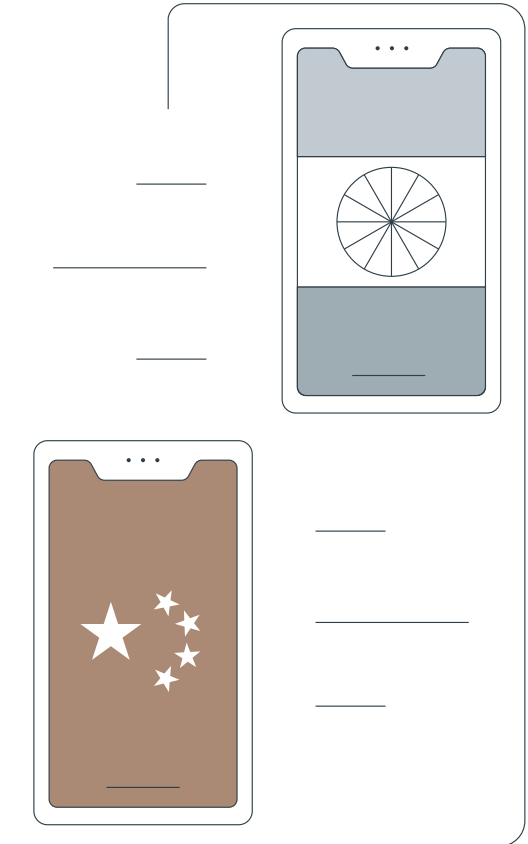
Nel passaggio alla digitalizzazione, le economie emergenti hanno generalmente faticato a tenere il passo con quelle avanzate.

Su molti fronti ci sembrano quindi destinate a compiere enormi progressi nel 2022, presentando interessanti opportunità d'investimento.

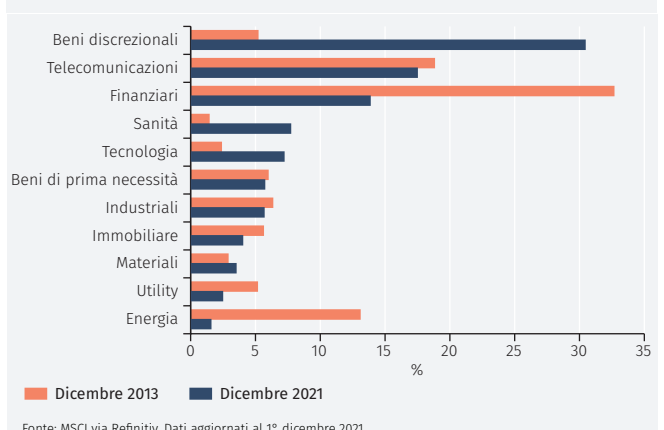
Nel 2022 la digitalizzazione prenderà sempre più piede nei paesi emergenti e in via di sviluppo, che hanno già gettato le basi per un'ulteriore espansione di questa tendenza. Questi paesi ospitano il 90% della popolazione sotto i 30 anni², ovvero quella fascia d'età generalmente più propensa ad adottare tecnologie digitali e nello specifico applicazioni basate su smartphone. Inoltre, le infrastrutture necessarie, cioè le reti mobili, sono già state realizzate (essendo più facili da installare rispetto alle reti fisse) o lo saranno presto. Secondo un sondaggio, la penetrazione degli smartphone nelle economie in via di sviluppo è effettivamente maggiore che non nei paesi sviluppati, anche se la connettività 4G è ancora limitata.³

I servizi a nostro avviso particolarmente interessanti in questo passaggio alla digitalizzazione sono il mobile banking, il ride sharing e le vendite al dettaglio online. In tutto il mondo, ci sono ottimi esempi di aziende in questi settori che nel 2022 approderanno verosimilmente in borsa con nuove offerte pubbliche iniziali (IPO).

Ovviamente non tutte le economie emergenti sono allo stesso stadio di sviluppo digitale. In Africa, la rete per pagamenti mobile M-Pesa è già ben consolidata e i servizi di e-commerce si stanno aggiungendo alla piattaforma. Inoltre, la Cina è già un leader in molti ambiti della digitalizzazione. Di conseguenza la natura del mercato azionario cinese è cambiata negli ultimi anni (si veda Grafico 3). I settori dei beni di consumo discrezionali, della tecnologia e delle telecomunicazioni, rappresentati prevalentemente da realtà private, forniscono spesso prodotti e servizi simili alle loro più note controparti statunitensi. Questi sono al momento i tre settori principali, che hanno visto la loro quota di mercato crescere a discapito di energia, utility e industria (spesso imprese a controllo statale), la cui importanza relativa è invece calata.



3. Ponderazioni settoriali nell'Indice MSCI China



Questo nuovo assetto del panorama cinese fornisce un'indicazione di come la diffusione della digitalizzazione cambierà in futuro anche il mercato azionario degli altri paesi emergenti, un'evoluzione che creerà opportunità d'investimento molto più interessanti.

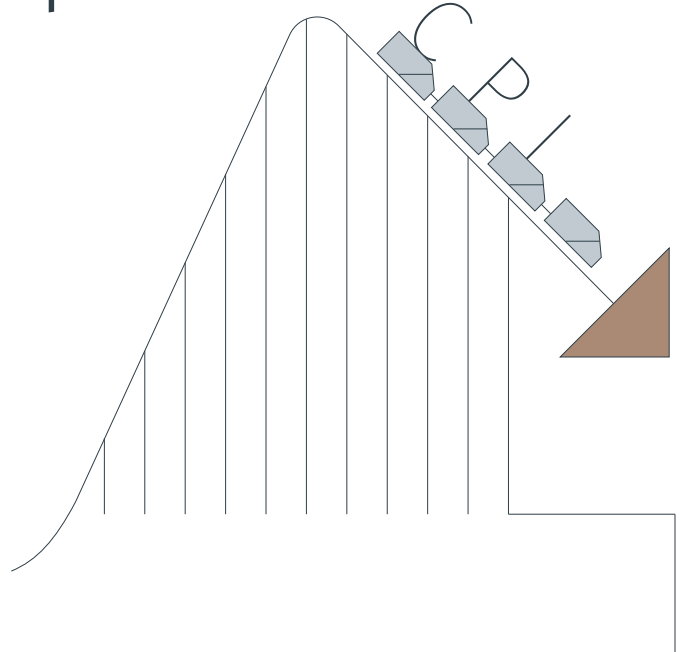
² Fonte: Nomura; UNCTAD. 1 dicembre 2021.

³ Fonte: Deloitte. <https://tinyurl.com/32xcakbm>. 1 dicembre 2021.

4

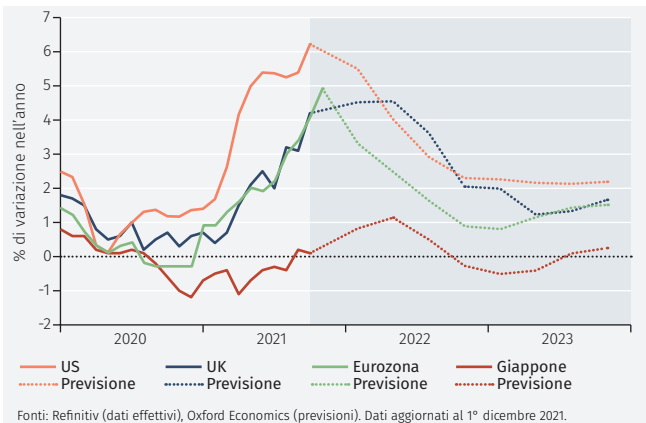
L'inflazione sembra transitoria; si rischiano errori nelle politiche

Il compito più difficile per il 2022 sarà stabilire se l'inflazione si dimostrerà effettivamente transitoria o meno. Noi siamo convinti che nel complesso sarà così, e che il tasso tornerà a ridiscendere al 2-3% anche se dovremo aspettare almeno la seconda metà dell'anno. Il rischio è che le autorità politiche commettano un errore.

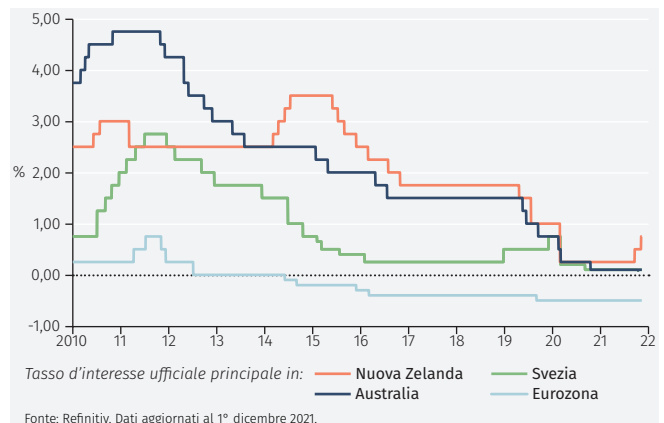


A nostro avviso l'aumento dell'inflazione negli USA, nel Regno Unito e nell'Eurozona si rivelerà transitorio e il tasso tornerà verso il 2% nel secondo semestre del 2022 (si veda Grafico 4a). In Giappone invece l'inflazione salirà solo brevemente oltre l'1%. Il declino sarà guidato dagli effetti di base: un confronto con il forte rincaro dei prezzi nei mesi corrispondenti del 2021, la graduale risoluzione dei problemi alle catene di fornitura e, probabilmente, un calo delle quotazioni petrolifere e delle materie prime.

4a. Tassi d'inflazione delle economie avanzate



4b. Quello che va su (spesso) torna giù



C'è il rischio però che le banche centrali commettano un errore di politica. Questo potrebbe accadere in tre modi: innanzitutto le banche centrali potrebbero sopravvalutare il ruolo svolto dalla domanda nell'aumento dell'inflazione. In secondo luogo, potrebbero sottovalutare l'indolenza dell'inflazione e sostenere che il fatto stesso che rimanga elevata nonostante una moderazione dei fattori legati all'offerta dimostri la necessità di un inasprimento politico. Infine, potrebbero sottovalutare la portata collettiva del giro di vite che intendono dare. Infatti, se sempre più banche centrali

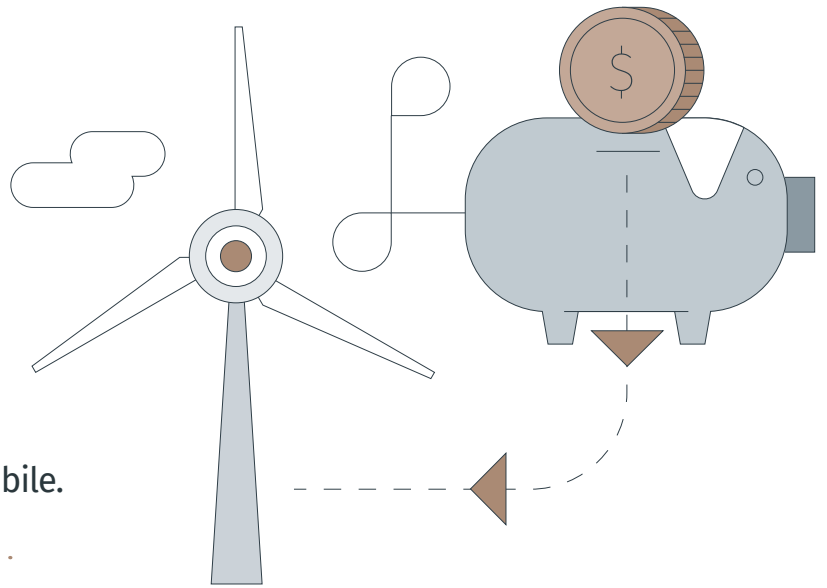
adotteranno una politica più aggressiva, la contrazione della domanda aggregata globale potrebbe rivelarsi maggiore del previsto. Quest'ultimo aspetto è particolarmente preoccupante nei mercati emergenti, dove l'inasprimento è stato repentino e marcato, in risposta alla minaccia dell'inflazione. Dalla crisi finanziaria globale, le banche centrali sono intervenute diverse volte per aumentare i tassi d'interesse, salvo poi invertire la tendenza (si veda Grafico 4b).

Ora rischiano di ripetere lo stesso sbaglio.

5

Risparmi e infrastrutture green

Per diversi anni, un eccesso di risparmio ha contribuito a mantenere bassi i tassi d'interesse reali. Ora c'è un bisogno urgente di impiegare quegli stessi risparmi per finanziare le infrastrutture green. Nel 2022 questa necessità diventerà un imperativo ineludibile.

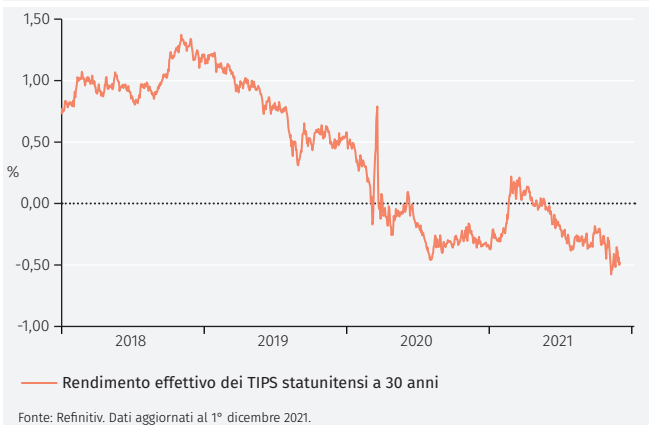


A fine 2021, il rendimento effettivo dei TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) statunitensi è sceso a nuovi minimi, viaggiando in territorio profondamente negativo per le obbligazioni a 30 anni (si veda Grafico 5a). In altre parole, il governo americano può bloccare i costi di finanziamento effettivi sotto lo zero per i prossimi tre decenni. Ci sono tre spiegazioni principali a questa situazione: i cospicui acquisti di titoli di Stato da parte delle banche centrali, che hanno depresso i rendimenti; la stagnazione secolare (minore crescita tendenziale a lungo termine a causa di una domanda debole); e l'eccesso di risparmio globale dovuto per l'appunto ai risparmi elevati e agli scarsi investimenti.⁴

pulita si potrebbe effettivamente raggiungere il tanto auspicato obiettivo di limitare il riscaldamento globale a 1,5 °C, riportando al contempo i rendimenti reali a un livello più appropriato e generando un gradito impulso alla crescita e all'occupazione.

Ma succederà davvero? Mobilitare i risparmi in eccesso non è cosa da poco. Il cosiddetto "de-risking" di molti investitori istituzionali, primi fra tutti i piani pensione a benefici definiti e le compagnie di assicurazione, è stato effettivamente incoraggiato dalle riforme normative successive alla crisi finanziaria. Questi investitori sono spesso più inclini a scegliere la sicurezza relativa offerta dalle attività a reddito fisso che non le azioni, figuriamoci i progetti infrastrutturali a lungo termine. I fondi sovrani e le banche centrali potrebbero avere risorse da investire, ma anche loro sono generalmente investitori conservativi. Gli stessi governi potrebbero fare da finanziatori, ma molti sono preoccupati per i notevoli livelli di indebitamento, lievitati ulteriormente dopo le misure di sostegno nell'emergenza Covid. Una cosa però è certa: l'obbligo di finanziare le infrastrutture green otterrà un più ampio riscontro nel 2022 e ci saranno dei progressi tangibili.

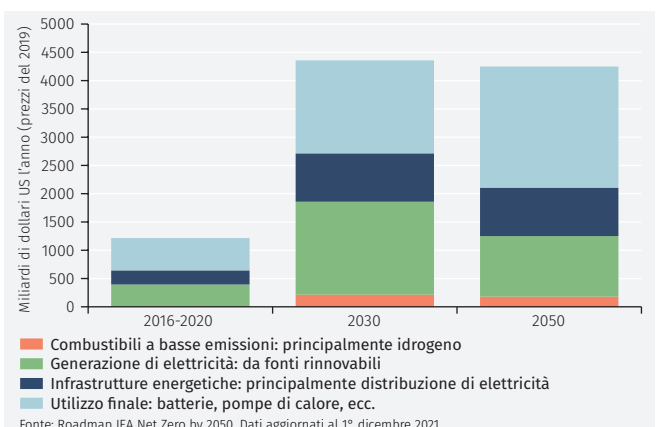
5a. Il calo dei rendimenti reali dimostra che i risparmi superano gli investimenti



Ora però c'è un bisogno impellente di infrastrutture energetiche pulite per raggiungere l'obiettivo dell'azzeramento delle emissioni nette di anidride carbonica entro il 2050 (si veda Grafico 5b). A un ritmo di 4.000 miliardi di dollari l'anno per il prossimo quarto di secolo, la spesa totale dovrà essere di 100.000 miliardi di dollari.

Chiaramente, se c'è un eccesso di risparmio globale che deprime i rendimenti reali, mobilitando questi fondi per investire in energia

5b. Investimenti in energia pulita per azzerare le emissioni nette entro il 2050



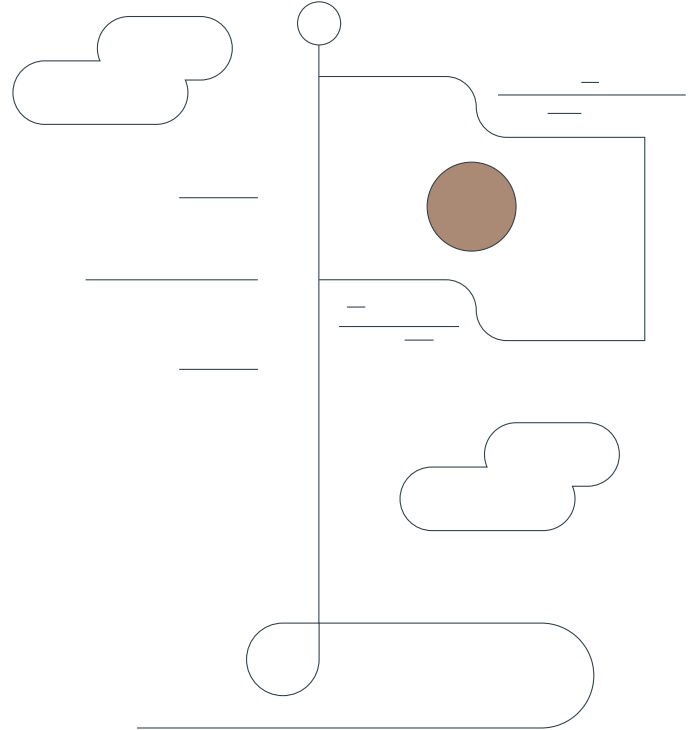
⁴Come spiegato ad esempio da Larry Summers. Si veda <https://tinyurl.com/vx74z429>

6

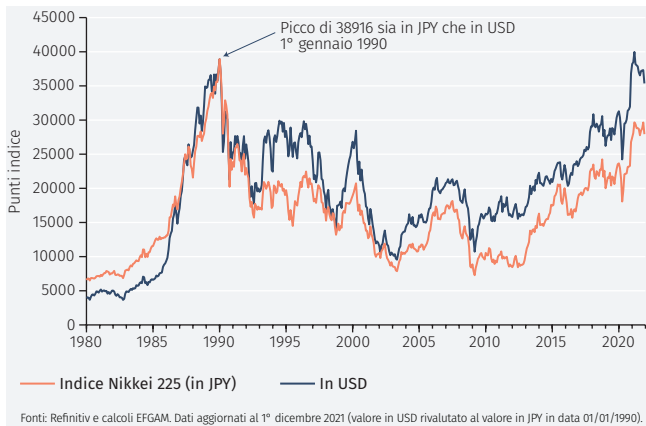
Venticinque anni di convalescenza per il Giappone

L'economia giapponese continua la sua ripresa e riteniamo che il mercato azionario possa crescere ulteriormente e replicare il picco del 1989.

I principali indici del mercato azionario giapponese hanno raggiunto un picco a fine dicembre 1989 per poi ridiscendere di oltre l'80% al minimo di fine 2009 (si veda Grafico 6a). Da allora la ripresa è stata costante e, sebbene il mercato in generale sia ancora a un livello di circa il 20% inferiore al massimo calcolato in yen, ha già ristabilito il record precedente calcolato in dollari statunitensi.



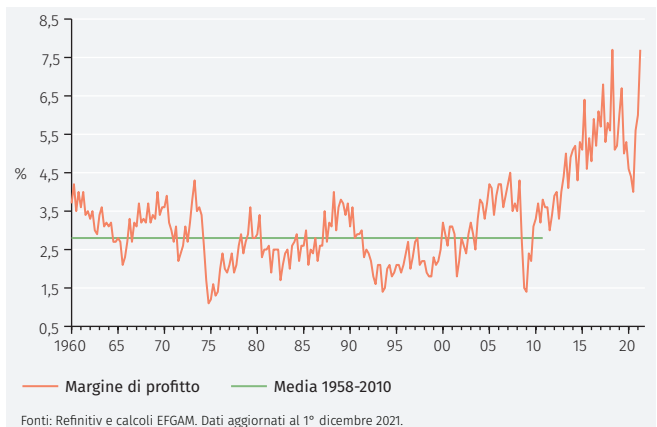
6a. Indice Nikkei 225 in yen e dollari US



Riteniamo che il mercato possa compiere ulteriori passi avanti nel 2022. Per tre ragioni principali: innanzitutto la crescita degli utili dovrebbe confermarsi solida. I margini di profitto sono ora di gran lunga superiori alle medie storiche (si veda Grafico 6b), la graduale riapertura dell'economia globale, soprattutto negli altri paesi asiatici, stimolerà le esportazioni, e le vendite nazionali saranno sostenute dalla ripresa del turismo e dei viaggi di lavoro.

In secondo luogo, lo yen giapponese vanta una posizione concorrenziale rispetto al dollaro americano: il 1° dicembre 2021 il cambio era JPY 114/USD, ovvero inferiore al tasso di JPY 110/USD a cui le società nipponiche sono generalmente considerate competitive sui mercati internazionali.

6b. Aziende giapponesi: margine di profitto



Infine, da molti anni gli investitori esteri sono per lo più venditori netti di azioni giapponesi. Nel periodo 2015-2020⁵, le vendite estere nette sono ammontate a 25.000 miliardi di yen, a rappresentare un'esposizione di sottopeso al mercato. La situazione ha iniziato a cambiare nel 2021 e riteniamo continuerà su questa strada.

⁵Fonte: Evercore ISI; 1 dicembre 2021.

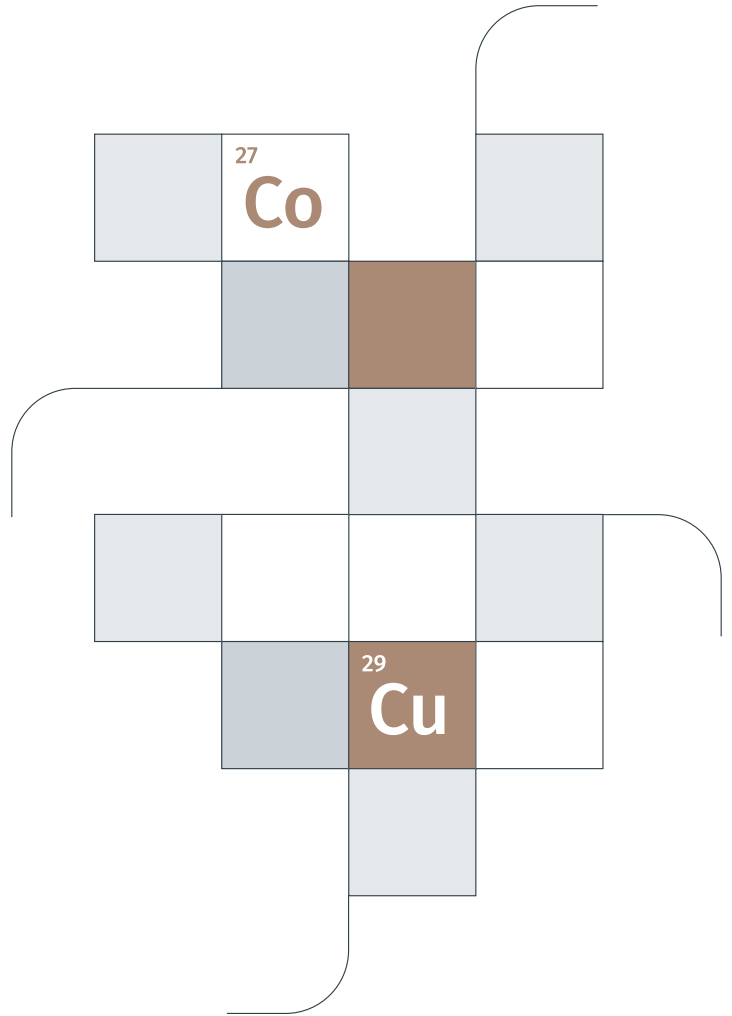
7

Materie prime: alla ricerca dei vincitori

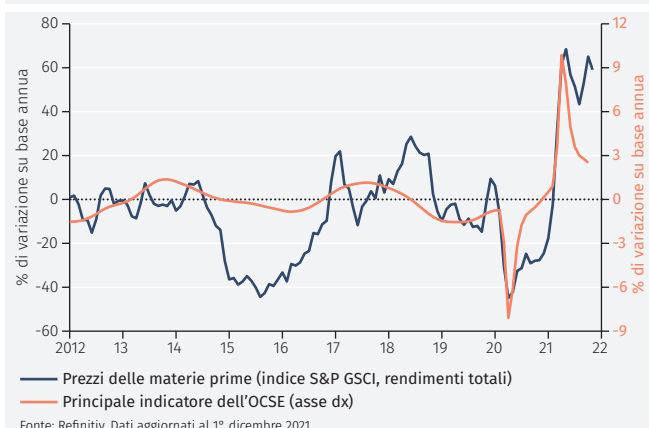
Dopo un forte incremento dovuto alle strozzature all'offerta nel 2021, riteniamo che i prezzi delle materie prime si ridimensioneranno nel 2022. Il segreto sarà trovare i maggiori beneficiari di questa tendenza: a livello strutturale, rame e cobalto restano i favoriti.

A nostro avviso i prezzi delle materie prime scenderanno su tutta la linea nel 2022, smorzati dal rallentamento della crescita economica globale (si veda Grafico 7a). Il calo della domanda in Cina, che rappresenta la metà del consumo di quasi tutte le commodity industriali, sarà uno dei fattori determinanti.⁶ In realtà, nel 2022 importante non sarà tanto l'andamento complessivo dei prezzi delle materie prime, quanto l'abilità di trovare i singoli "vincitori". I fattori strutturali, specialmente la transizione verso l'energia pulita, rafforzano materie prime come il rame e il cobalto, utilizzati nei veicoli elettrici e nelle nuove infrastrutture energetiche. Un veicolo elettrico impiega fino a 3 volte e 1/2 il rame di un'auto con motore a combustione interna.⁷ Il futuro declino tendenziale nell'uso dei combustibili fossili sarà verosimilmente accompagnato da un calo dei prezzi di petrolio e carbone. Tuttavia, le limitazioni alle attività di esplorazione e sviluppo dei giacimenti petroliferi potrebbero "strozzare" l'offerta prima ancora di una sostanziale riduzione della domanda, specialmente se la transizione verso i veicoli elettrici sarà più lenta di quanto auspicato da molti. Il tracciato futuro delle quotazioni petrolifere sarà tutt'altro che uniforme.

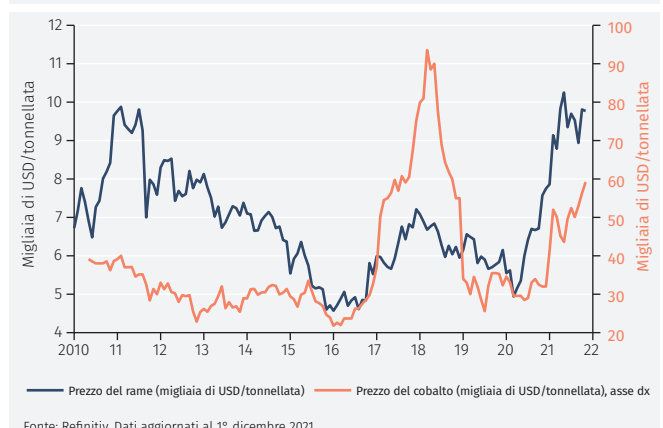
A nostro avviso quindi i prezzi delle materie prime scenderanno, ma rame e cobalto saranno più resilienti di petrolio e carbone.



7a. Prezzi delle materie prime e principale indicatore dell'OCSE



7b. Rame e cobalto



⁶ <https://tinyurl.com/3hvpu4x4>

⁷ Fonte: WoodMackenzie. <https://tinyurl.com/yk3brkfh>

8

Tempi difficili per gli utili

Dopo le profonde oscillazioni degli ultimi due anni, gli utili aziendali sembrano destinati a normalizzarsi nel 2022. Secondo noi sarà l'Asia a riservare la sorpresa migliore, anche se quello da battere rimarrà il mercato statunitense.

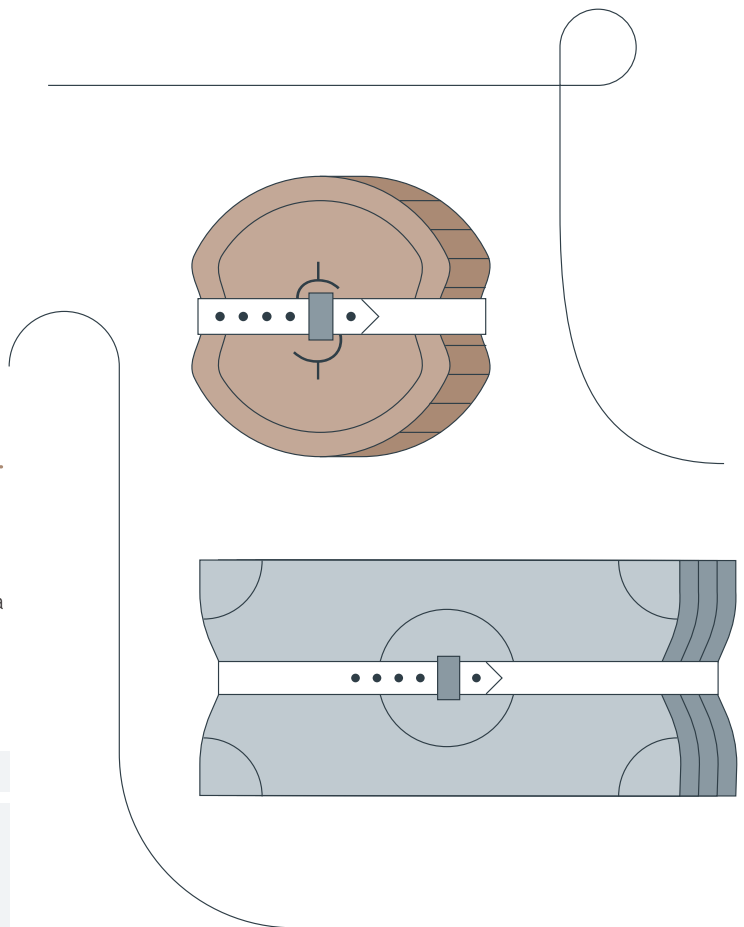
Dopo un anno terribile nel 2020 e una spettacolare ripresa nel 2021 (si veda Grafico 8a), gli utili aziendali globali sono destinati a normalizzarsi nel 2022. Tuttavia, dopo un 2021 conclusosi in bellezza e con le rinnovate preoccupazioni sulla variante Omicron del Covid, è probabile che il primo trimestre dell'anno riserverà risultati piuttosto fiacchi.

8a. Utili aziendali globali

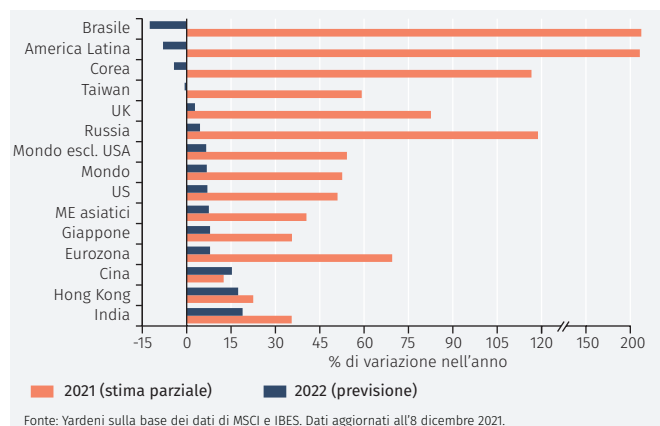


Negli USA, la crescita degli utili si aggira attorno al "tipico" tasso del 5-10%. A fungere da detrattori sono le pressioni dei costi, ma nel complesso le aziende sono generalmente riuscite a mantenere e persino aumentare i margini di profitto. Questa tendenza dovrebbe proseguire anche nel 2022.

La riapertura dei principali mercati asiatici dovrebbe sostenere gli utili di queste economie, specialmente per le società penalizzate dalla carenza di semiconduttori e per quelle rimaste temporaneamente chiuse, soprattutto nel settore dei viaggi e del turismo.



8b. Crescita degli utili, 2020-2022



9

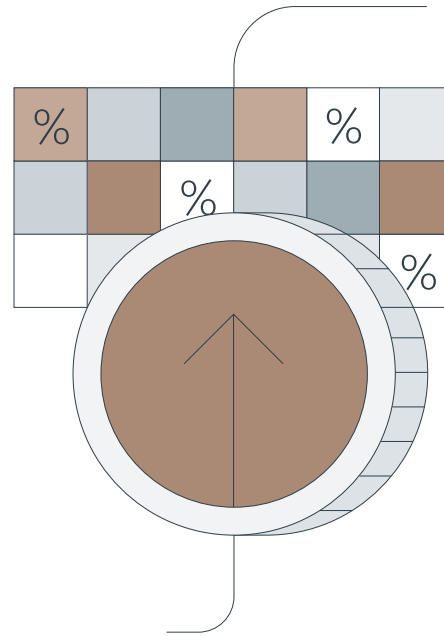
Reddito fisso: resta qualche opportunità

Le pressioni al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato faranno calare i rendimenti totali. In uno scenario difficile, la nostra scelta ricade sulle obbligazioni dei mercati emergenti.

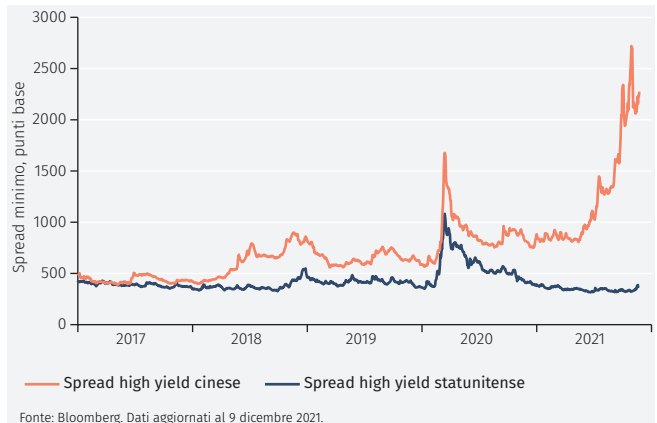
In generale il 2022 si prospetta un anno difficile per la maggior parte dei principali mercati a reddito fisso sviluppati. Il livello di partenza dei rendimenti è basso in termini nominali e negativo in termini reali, uno schema che ovviamente si ripropone nelle prospettive annuali già da qualche tempo. Quest'anno è probabile che la continua pressione al rialzo sull'inflazione, unita a una crescita economica ragionevolmente robusta e alla necessità di investimenti in infrastrutture per l'energia pulita, faranno lievitare i rendimenti dei titoli di Stato di riferimento.

In questo complicato contesto, intravediamo un'interessante opportunità nelle obbligazioni dei mercati emergenti, denominate sia in valute forti che in valute locali. I rendimenti in valute locali sono elevati e in molti mercati sono spinti al rialzo da un aggressivo inasprimento della politica monetaria nazionale. Poiché questa dinamica tende a smorzare le pressioni inflazionistiche interne, crediamo si possano ottenere buoni rendimenti in valute locali, ulteriormente stimolati da un eventuale apprezzamento di tali divise.

In Cina, l'ampliamento dei differenziali high yield è notevolmente più elevato rispetto al livello corrispondente nel mercato americano (si veda Grafico 9b), soprattutto per le preoccupazioni legate al settore immobiliare. A nostro avviso i timori sono esagerati, il che offre un'opportunità.



9b. Spread high yield di Cina e USA



9a. Rendimenti dei titoli obbligazionari

10,2%	59,4%	15,0%	13,6%	19,6%	22,4%	8,2%	1,5%	14,3%	17,3%	1,0%	22,8%	54,5%	5,6%
8,3%	50,9%	14,8%	7,0%	17,9%	7,3%	6,1%	1,3%	10,7%	14,3%	-0,4%	13,1%	11,0%	3,5%
4,8%	34,2%	12,8%	6,3%	15,3%	-1,4%	4,8%	-0,3%	9,9%	10,4%	-1,2%	12,6%	9,5%	-0,8%
-2,4%	17,1%	12,5%	6,2%	15,1%	-2,6%	3,6%	-1,4%	5,9%	8,2%	-1,3%	9,5%	9,2%	-1,0%
-14,8%	11,4%	6,3%	5,6%	7,0%	-4,1%	0,6%	-2,7%	4,7%	7,4%	-1,8%	8,4%	7,0%	-2,3%
-26,9%	6,9%	5,9%	3,1%	4,3%	-4,3%	0,0%	-3,2%	2,1%	7,3%	-2,5%	6,8%	6,5%	-2,6%
-37,0%	5,9%	5,5%	0,3%	2,6%	-4,3%	-0,8%	-3,3%	1,7%	3,0%	-3,4%	6,4%	5,3%	-4,6%
n/a	2,6%	5,4%	-6,5%	1,8%	-8,6%	-1,9%	-10,4%	1,7%	2,5%	-4,1%	5,6%	3,9%	-6,1%
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
Convertibili USA	Aggregato globale	Obbligazioni in valuta locale dei mercati emergenti	TIPS USA	Titoli di Stato globali	Mercati emergenti in valuta forte	Mutui ipotecari USA	High Yield globali						

*Dati aggiornati al 1° dicembre 2021. Fonte: Indici Bloomberg Barclays. I risultati precedenti non rappresentano necessariamente un riferimento per il futuro.

10

Globalizzazione, reshoring e nuovi modelli commerciali

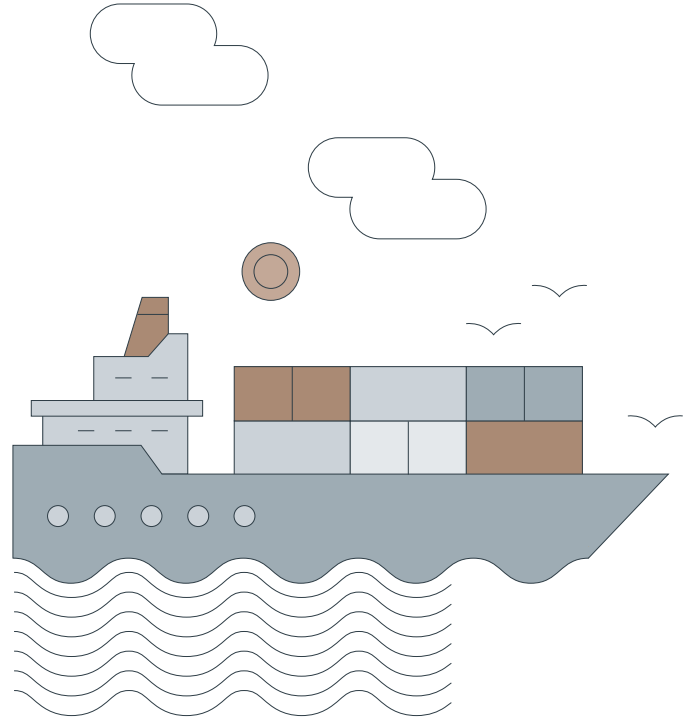
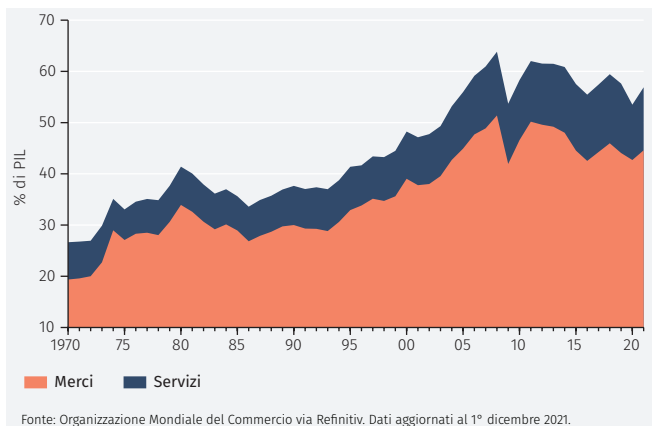
La globalizzazione continuerà, ma svariati fattori limiteranno la portata del reshoring.

I modelli di commercio globale stanno cambiando e il 2022 sarà un anno decisivo. Nello specifico, ci sono chiare pressioni per un “reshoring” della produzione. È in quest’ottica che si inserisce l’impegno dell’ex Presidente americano Trump a ricreare negli Stati Uniti i posti di lavoro sottratti dai produttori esteri. La priorità dell’amministrazione Biden consiste invece nel rendere le catene di approvvigionamento più resilienti, in particolare nel settore farmaceutico e dell’elettronica. Senza dimenticare l’aspetto ambientale: la produzione nazionale ha sicuramente un’impronta carbonica inferiore rispetto a una produzione all’estero. E con i costi di trasporto ancora alle stelle e i calendari delle spedizioni incerti, non si può più contare su flussi globali agili e fluidi.

Eppure svariati fattori limitano la portata del reshoring.

Uno scoglio evidente è la mancanza di manodopera. In un’ottica di più lungo termine, la crescita demografica negli USA sta rallentando, complice il calo delle nascite e dell’immigrazione. Nel più breve termine, la partecipazione della forza lavoro (ovvero di coloro che hanno un impiego o lo stanno cercando attivamente) non è ancora tornata al livello pre-Covid. In quella che è stata ribattezzata la tendenza della “grande rassegnazione” (persone che abbandonano volontariamente il posto di lavoro), sono 1,5 milioni gli over 55 che hanno optato per il pensionamento anticipato. Altri invece sono stati scoraggiati dalle responsabilità di accudimento dei figli, dalla malattia prolungata dovuta al Covid, dallo stress da lavoro e dalle preoccupazioni sulla persistenza del virus.⁶

10. Volumi di commercio mondiale



Un altro fattore che sta limitando la portata del reshoring è la complessità dell’attività manifatturiera globale. La produzione dei vaccini anti-Covid può richiedere più di duecento singoli componenti, spesso provenienti da diversi paesi⁷, un numero che supera addirittura il migliaio nel caso di molti dispositivi elettronici. Non viviamo più in un mondo in cui l’elettronica di consumo viene inventata in qualche garage della California.

Una soluzione consiste nell’automatizzare e riconfigurare i processi manifatturieri, incorporando l’intelligenza artificiale (AI) per renderli il più possibile efficienti e a prova di errore.

E se questa soluzione può sicuramente aiutare la produzione di beni fisici, anche lo scambio di servizi sta acquisendo sempre più importanza. Da tempo molte aziende hanno delocalizzato all’estero le loro funzioni amministrative: dall’assistenza tecnica nelle Filippine, allo sviluppo software in Uruguay, alla vendita di biglietti aerei in India. Sembra che questo scambio di servizi sia persino sottostimato e possa in realtà ammontare al doppio del livello indicato nel Grafico 10.⁸

Pertanto, anche se la natura della globalizzazione sta cambiando, la portata del reshoring è limitata. Continueremo a vivere in un mondo globalmente interconnesso.

⁶Niall Ferguson, Bloomberg. <https://tinyurl.com/29nn28jc>

⁷<https://www.nature.com/articles/d41586-021-00727-3>

⁸<https://tinyurl.com/5yputmze>

Team Macro

La strategia macro è al centro della nostra strategia di investimento. Il lavoro del nostro team macro influenza le decisioni non solo a livello di categoria di attività, ma anche le allocazioni a livello geografico, di settore e di singoli titoli.



Moz Afzal
Global Chief Investment Officer



Daniel Murray
Deputy CIO



Stefan Gerlach
Chief Economist



GianLuigi Mandruzzato
Senior Economist



Joaquin Thul
Economista

Publicazioni sugli investimenti

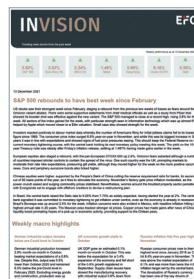
Publicazioni chiave che contengono la nostra visione dell'economia globale, degli aspetti di mercato e delle prospettive di investimento.



Intime: Daily Market Note

Daily Market Note: riassume i più importanti eventi di mercato delle ultime 24 ore.

Periodicità: Dal martedì al venerdì.
Disponibile solo online



Invision: Weekly Macro Note

Weekly Macro Note, che descrive i principali eventi macroeconomici della settimana appena trascorsa.

Periodicità: Ogni lunedì.
Disponibile solo online



Inview: Global House View

Global House View e Investment Perspectives: offre linee guida di allocazione patrimoniale, prospettive macroeconomiche e idee per gli investimenti.

Periodicità: Mensile



Insight: Quarterly Market Review

Quarterly Market Review. Panoramica di alto livello della performance del mercato e delle regioni chiave; include un focus speciale.

Periodicità: Trimestrale



Infocus: Team Macro

Un'analisi degli eventi salienti del mercato.

Periodicità: Ad hoc



Oltre il Benchmark: Il Podcast EFG

Molto più che il tipico podcast di analisi di mercato: andiamo oltre il benchmark, approfondendo argomenti di attualità che riguardano i mercati, le economie e la psicologia degli investitori.

Periodicità: Quindicinale

Se desideri ricevere le pubblicazioni degli investimenti di EFG contatta marketing@efgam.com

Informazioni importanti

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

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

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

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

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

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

Informazioni per gli investitori in Australia:

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

ASIC Class Order CO 03/1099

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

Requisiti normativi del Regno Unito

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

Status di cliente wholesale

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Lussemburgo: EFG Bank (Luxembourg) S.A. è presente nell'elenco ufficiale delle banche costituite in Lussemburgo conformemente alla legge del Lussemburgo del 5 aprile 1993 sul settore finanziario (e successive modifiche e integrazioni) (la "Legge del 1993"), emanata dall'autorità di sorveglianza del Lussemburgo (Commission de Surveillance du Secteur Financier), come società per azioni di diritto pubblico ai sensi della legge del Lussemburgo (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, Lussemburgo 2013, Granducato del Lussemburgo, telefono +352 264541, per qualsiasi informazione riguardante i servizi di EFG Bank (Luxembourg) S.A.

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

Repubblica Popolare Cinese ("PRC"): L'ufficio di rappresentanza a Shanghai di EFG Bank AG è approvato dalla China Banking Regulatory Commission ed è registrato presso la Shanghai Administration for Industry and Commerce 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. T03FC6371) è autorizzata dalla Monetary Authority of Singapore come banca di attività "all'ingrosso" per lo svolgimento di attività bancarie ed è un istituto di consulenza finanziaria esente come definito nella Financial Advisers Act e un licenziatario per i servizi relativi ai mercati finanziari come definito nella Securities and Futures Act.

Svizzera: EFG Bank AG, Zurich, 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 Maggati 2 6900 Lugano.

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

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

**Zurigo**

EFG Bank AG
Bleicherweg 8
P.O. Box 6012
8022 Zurigo
Svizzera
Tel. +41 44 226 17 17
Fax +41 44 226 17 26

Ginevra

EFG Bank SA
Quai du Seujet 24
P.O. Box 2391
1211 Ginevra 2
Svizzera
Tel. +41 22 918 71 71
Fax +41 22 918 71 72

Lugano

EFG Bank SA
Via Magatti 2
6901 Lugano
Svizzera
Tel. +41 58 809 31 11
Fax +41 58 809 36 78

enquiries_ch@efgbank.com

efgbank.com