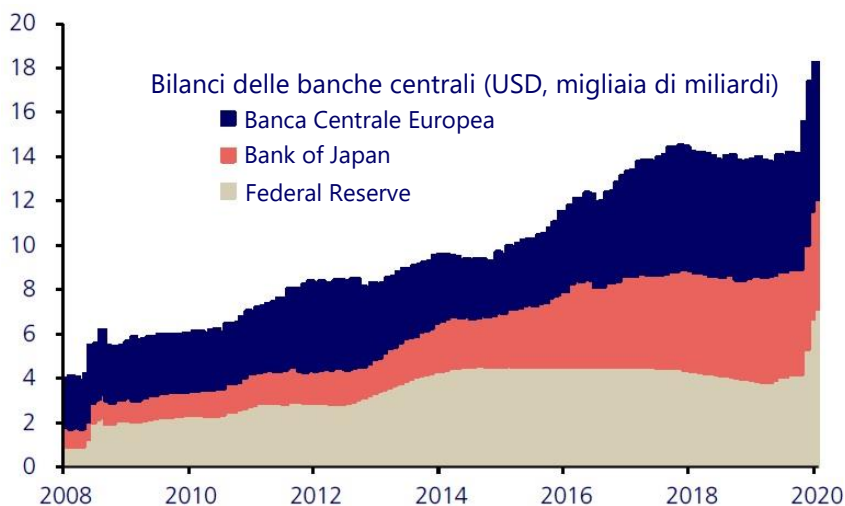


# Approfondimento mensile sugli investimenti

È la liquidità ad alimentare la reflazione dei prezzi degli asset, non i fondamentali



Fonte: Bloomberg

È piuttosto strano che, nel bel mezzo di una pandemia globale che ha messo in ginocchio l'attività economica, i mercati azionari e obbligazionari stiano chiudendo su livelli record. Il motivo è l'enorme quantitativo di liquidità iniettata dalle banche centrali globali, nel tentativo di evitare che la crisi sanitaria ed economica si trasformi in una crisi finanziaria. Fino ad oggi questo approccio ha dato buoni frutti e l'azionario globale ha riguadagnato il 35% dai minimi di marzo. I bilanci delle principali banche centrali si sono ampliati notevolmente e le azioni intraprese hanno di gran lunga superato quelle successive alla crisi finanziaria del 2008; tuttavia gli investitori guardano al rally con scetticismo, perché i prezzi degli asset sono ormai slegati dai fondamentali.

Se da un lato le valutazioni del mercato sono eccessive, il contesto di investimento ha evidenziato dei miglioramenti. Il calo del tasso di infezioni da COVID-19 sta consentendo una riapertura delle economie e il picco minimo dell'attività economica sembra essere ormai alle nostre spalle. Gli indici globali dei direttori agli acquisti, le rilevazioni sulla fiducia e perfino le richieste di sussidi di disoccupazione negli USA sembrano meno preoccupanti, ma sarà fondamentale monitorare i prossimi dati. I tassi di infezione possono essere contenuti con l'allentamento delle restrizioni? I consumatori manifesteranno la domanda latente che ci aspettiamo? L'incertezza regna ancora sovrana, ma la risposta politica continua ad aumentare e migliorare. Il fondo di recupero oggi proposto dalla Commissione Europea è piuttosto ampio e abbraccia l'ormai necessaria mutualizzazione del debito. Pur essendo evidente una certa resistenza da parte di alcuni membri dell'UE, il cambiamento di mentalità degli attori chiave è sicuramente promettente.

Dal punto di vista degli investimenti, questa situazione ha migliorato le prospettive delle obbligazioni periferiche e ci aspettiamo una contrazione degli spread rispetto ai bund tedeschi. Più in generale, le iniziative delle banche centrali offriranno un supporto diretto ai mercati del credito. Se da un lato i fondamentali sono scarsi, gli spread sono divenuti più interessanti, in particolare alla luce dei meccanismi di protezione offerti. Molte società sono state rapide nel raccogliere fondi e il livello record di emissioni nel segmento investment grade implica che sono state poste in essere operazioni di prefinanziamento. Nei prossimi mesi ci aspettiamo dunque un calo delle emissioni, che consentirà che consentirà alla domanda di comprimere ulteriormente gli spread. Anche le azioni potrebbero mettere a segno ulteriori rialzi. Il rally ha iniziato ad ampliarsi e i settori più ciclici dei prodotti industriali, banche e small cap hanno iniziato a registrare una performance migliore. Se da un lato c'è da aspettarsi una certa volatilità, soprattutto considerando l'imprevedibilità del rapporto tra USA e Cina, il posizionamento è prudente e lo scetticismo elevato. I fondamentali sono di fatto scarsi e i mercati estesi ma l'ondata di liquidità globale iniettata, pari a 6000 miliardi di dollari, è per ora difficile da ignorare.

## Valutazione del mercato

### Sviluppi chiave

- Molti Paesi iniziano a riaprire le loro economie, ora che il tasso di infezioni da COVID-19 è in calo
- La Commissione Europea ha proposto un fondo di recupero da 750 miliardi di euro, che segna un profondo cambiamento a livello di politica
- I rapporti tra Stati Uniti e Cina stanno peggiorando e gli USA tentano di limitare l'accesso alla tecnologia e gli investimenti federali nelle azioni cinesi

### L'opinione di Zurich

I mercati azionari e obbligazionari sono in rialzo e a nostro avviso hanno ancora spazio per crescere. Ci sono diversi elementi in gioco, ma il fattore trainante di maggior rilievo è la liquidità fornita dalle banche centrali, che ha innescato una reflazione dei prezzi degli asset in netto contrasto con la stagnazione dell'attività economica.

Iniziano comunque ad emergere dei segnali positivi. Pur attestandosi ancora su livelli molto bassi, gli indici dei direttori agli acquisti sembrano aver raggiunto il picco minimo e con l'allentamento dei lockdown i dati hanno iniziato a sorprendere in positivo. Sono in atto ulteriori iniziative politiche, sia sul piano fiscale che su quello monetario, e il fondo di recupero da 750 miliardi di euro proposto dalla Commissione Europea è particolarmente promettente.

Gli investitori continuano ad agire con prudenza e ravvisiamo ulteriore margine di rialzo sui mercati azionari e obbligazionari, mentre gli spread delle obbligazioni periferiche dovrebbero realizzare una buona performance considerando la portata e la natura della proposta dell'UE. I titoli di Stato sono in balia dell'inflazione in calo e dell'enorme portata degli acquisti delle banche centrali che si contrappongono alla ripresa economica, la quale sta trainando leggermente al rialzo i rendimenti.

Sfortunatamente, in un momento di fragilità e incertezza, la natura imprevedibile del rapporto tra Stati Uniti e Cina continua a destare preoccupazione.

## Sviluppi chiave

## L'opinione di Zurich

### Mondo

- A maggio i dati macroeconomici globali hanno iniziato a migliorare, con l'allentamento dei lockdown, ma il livello di attività rimane molto scarso
- L'aumento della disoccupazione dimostra che è fondamentale che le aziende sopravvivano a questo periodo anomalo, perché altrimenti le perdite di posti di lavoro diverranno permanenti
- Sono state implementate ampie misure di stimolo monetario e fiscale che dovrebbero impedire alla profonda contrazione in atto di tradursi in una depressione globale

L'attività economica rimane depressa ma la situazione ha iniziato a migliorare con l'allentamento dei lockdown. I dati macro globali sono ancora terribili ma dimostrano che il sentiment e l'attività hanno fatto passi avanti a maggio: la curva delle infezioni si è appiattita e il supporto politico è stato ulteriormente ampliato. Le perdite di posti di lavoro e il tasso di disoccupazione sono tuttavia saliti e le imprese rimangono profondamente in crisi. Affinché possa prendere piede una ripresa più sostenibile, sarà fondamentale che la politica non venga ritirata anzitempo e che evolva con il mutare delle circostanze. Le prospettive per l'economia globale sono binarie, e il rischio è chiaramente di ribasso.

### Stati Uniti

- Nel Q1, l'economia ha evidenziato una contrazione del 5% su base trimestrale, la peggiore dal 2008
- Quasi un americano su quattro è senza lavoro o è tenuto a lavorare al di sotto della sua disponibilità
- I mercati azionari continuano a muoversi al rialzo, mentre gli investitori tendono a ignorare i dati negativi e l'aggravarsi delle tensioni sino-statunitensi

L'indice S&P 500 è riuscito a recuperare terreno a maggio, nonostante l'aggravarsi delle tensioni sino-statunitensi, e un'altra serie di dati economici scarsi ha rivelato la reale ampiezza del danno indotto dal lockdown. Nel Q1 il PIL si è contratto del 5% su base trimestrale (dato annualizzato) nonostante le misure di lockdown tardive, che avrebbero influito solamente sulle ultime settimane del trimestre. Ad aprile il tasso di disoccupazione è salito al 14,7%, il dato peggiore dalla Grande Depressione. E questo dato non riflette ancora il quadro completo, perché molti lavoratori sono stati esclusi dalla forza lavoro. Se consideriamo il tasso di sottoccupazione in generale, quasi un americano su quattro è senza lavoro o è tenuto a lavorare al di sotto della sua disponibilità. Sul fronte più positivo, le aspettative per il futuro delle piccole imprese e delle famiglie sono in miglioramento, perché l'economia sta lentamente riemergendo dal lockdown.

### Regno Unito

- La spesa delle famiglie è calata perché il lockdown ha bloccato l'economia
- Il PIL si è contratto del 2% nel Q1 ma l'impatto sarà molto peggiore nel secondo trimestre
- Il deficit di bilancio è salito al massimo mai registrato in un singolo mese, perché il governo ha incrementato la spesa per sostenere l'economia

Nel primo trimestre, il PIL ha evidenziato una contrazione del 2% su base trimestrale, anche se l'impatto complessivo delle misure di lockdown si farà sentire solamente nel secondo trimestre. La fiducia dei consumatori è scesa al livello minimo dalla crisi finanziaria e ad aprile le vendite al dettaglio sono crollate del 15,2% su base mensile. La fiducia delle imprese ha in qualche modo recuperato terreno a maggio dai minimi storici di aprile, ma la traiettoria dell'economia continua a tendere marcatamente al ribasso. Al fine di contenere l'impatto economico del lockdown, il governo ha incrementato notevolmente la sua spesa. Ci sono state ampie adesioni al Job Retention Scheme, un'iniziativa estremamente utile per tenere saldo il rapporto tra i dipendenti e i loro datori di lavoro. Al contempo il gettito fiscale è calato nettamente. Il deficit di bilancio è dunque salito a quota GBP 62 miliardi nel solo mese di aprile, il dato più elevato mai registrato in un singolo mese.

### Zona euro

- Merkel e Macron hanno rilasciato un'importante dichiarazione congiunta relativa al fondo di recupero dell'UE
- Il verdetto della Corte costituzionale tedesca potrebbe paradossalmente incentivare la BCE a incrementare gli acquisti di asset
- Le rilevazioni tra le imprese hanno recuperato terreno a maggio, ma sono ancora molto deboli

Il Presidente francese Emmanuel Macron e la Cancelliera tedesca Angela Merkel hanno rilasciato un'importante dichiarazione congiunta sostenendo un fondo di recupero per l'UE della portata di 500 miliardi di euro, concepito sotto forma di contributi a fondo perduto piuttosto che di prestiti e finanziato con l'emissione di debito ad opera della Commissione Europea. La Germania ha quindi riconosciuto la necessità di una mutualizzazione del debito e di trasferimenti fiscali. Al contempo, le rilevazioni tra le imprese nella Zona euro hanno recuperato terreno a maggio rispetto ad aprile, grazie all'allentamento dei lockdown. Infine, all'inizio di maggio la Corte costituzionale tedesca ha dichiarato che la BCE non aveva sufficientemente giustificato il QE, concedendole tre mesi per farlo. Ci aspettiamo che la giustificazione richiesta sarà presto fornita e che gli acquisti di asset della BCE proseguiranno, assumendo addirittura una portata più ampia.

### Svizzera

- L'allentamento del lockdown aiuta a sostenere la fiducia e l'attività, e maggio potrebbe aver segnato l'inizio di una fragile ripresa
- Sia l'inflazione primaria che quella inerziale si sono mosse in territorio marcatamente negativo e le pressioni deflazionistiche potrebbero persistere durante l'anno
- Le ampie misure di stimolo monetario e fiscale, compresi gli interventi valutari, l'indennità per il lavoro ridotto e i finanziamenti alle piccole e medie imprese aiuteranno l'economia ad affrontare la crisi

I dati macroeconomici di aprile sono molto negativi. Le esportazioni di orologi sono crollate di oltre l'80% su base mensile mentre le esportazioni totali sono calate di oltre il 10% - la contrazione mensile più profonda di sempre. Il tasso di disoccupazione è salito, pur se in misura minore rispetto a molte altre regioni grazie all'indennità per il lavoro ridotto, e la fiducia di imprese e consumatori ha subito un netto calo. Aprile potrebbe aver segnato il picco minimo per l'attività economica. Le efficaci iniziative di stimolo monetario e fiscale, insieme alle misure di contenimento del virus, hanno aiutato a sostenere il sentiment e l'attività dovrebbe iniziare a registrare un miglioramento a maggio. È tuttavia importante che il supporto non venga ritirato anzitempo, perché il contesto globale e le prospettive per l'economia nazionale rimangono difficili.

## Sviluppi chiave

## L'opinione di Zurich

### Giappone

- L'economia del Giappone sta iniziando a recuperare terreno dopo la fine dello stato di emergenza
- Un altro pacchetto di stimolo fiscale sta sostenendo l'economia
- L'azionario giapponese ha registrato una buona performance con il calo delle vendite estere

L'economia del Giappone è stata colpita duramente dallo stato di emergenza dichiarato per il COVID-19. Ad aprile la produzione industriale si è contratta di 14,4%, più di quanto previsto dal consensus, con un impatto ancor più ampio sul settore dei servizi. Le vendite dei grandi magazzini sono crollate del 76% su base annua, perché tutti i dipartimenti non alimentari sono stati chiusi e il flusso di clienti era diminuito ancor prima della chiusura. Con la fine dello stato di emergenza, a seguito del netto calo nel numero di nuove infezioni, la fiducia dei consumatori si sta gradualmente riprendendo. Il governo ha fornito un altro pacchetto economico di emergenza finanziato dal secondo budget supplementare. Anche se l'entità totale del pacchetto è la stessa del precedente, la spesa effettiva, al 6,1% del PIL, è più elevata. L'azionario ha registrato un rally innescato dal miglioramento delle notizie.

### Cina

- L'economia cinese continua a recuperare avviandosi verso i livelli pre-crisi
- L'Assemblea Nazionale del Popolo ha annunciato misure di stimolo mirate
- L'indice MSCI China sta sottoperformando l'azionario globale da metà marzo

L'economia cinese ha iniziato a recuperare terreno in anticipo rispetto alla maggior parte delle altre grandi economie globali, e l'attività manifatturiera è tornata ai livelli pre-crisi. Il settore dei servizi sta invece arrancando, in particolare per quanto attiene alle città minori e alle aziende orientate ai viaggi interni, mentre l'attività edile rimane solida. I settori cinesi orientati alle esportazioni potrebbero risentire del calo della domanda globale innescato dai lockdown. Quest'anno, l'Assemblea Nazionale del Popolo non ha annunciato un obiettivo di crescita ma si è focalizzata sul mercato del lavoro, sulle piccole e medie imprese e sui consumatori. Ci aspettiamo che il governo continui ad offrire un supporto mirato. Ha inoltre implementato una legge per la sicurezza nazionale per Hong Kong, che ha innescato proteste da parte di alcuni cittadini di Hong Kong e del governo statunitense. L'indice MSCI China continua a muoversi lateralmente in un intervallo ristretto.

### Australia

- Il mercato del lavoro sta affrontando numerosi ostacoli
- La fiducia di imprese e consumatori è in aumento, grazie all'allentamento del lockdown
- L'azionario australiano si muove lateralmente

Il tasso di disoccupazione di aprile è stato pari al 6,2%, migliore delle aspettative di consensus. Se da un lato il numero di perdite di posti di lavoro è stato considerevole, un calo del 2,5% nel tasso di partecipazione ha mascherato la gravità del dato. Il calo nel tasso di occupazione sarebbe stato più sostanziale se non fossero state in atto misure di stimolo fiscale mirate, che hanno fornito sussidi retributivi e mantenuto i posti di lavoro per milioni di australiani. Al contempo, gli indici relativi alla fiducia di consumatori e imprese si sono mossi al rialzo, segnalando un potenziale recupero dell'attività a seguito dell'allentamento del lockdown. La RBA ha ridimensionato il suo programma di acquisto di asset perché il rendimento dei titoli di Stato a tre anni si è avvicinato all'obiettivo dello 0,25%. Maggio è stato un mese scarso per il mercato azionario e i titoli si sono mossi per la maggior parte entro l'intervallo definito.

### ASEAN

- La maggior parte dei Paesi ha riportato dati sul PIL per il Q1 negativi
- Le importazioni e le esportazioni rimangono in fase di contrazione
- Le valute si sono stabilizzate e il sentiment di mercato evidenzia un miglioramento

Nei Paesi in cui è stato applicato il lockdown o la quarantena sociale verso la fine del primo trimestre, l'attività economica era già ampiamente pregiudicata nel Q1. La contrazione della crescita in Cina nel Q1, dovuta al lockdown, ha penalizzato fortemente il turismo e le esportazioni dei Paesi ASEAN. Questo spiega perché le economie orientate alle esportazioni e basate sul turismo come Singapore, Malesia e Thailandia hanno visto il loro output calare notevolmente nel Q1. Gli ultimi dati sulle esportazioni sono ancora fragili. Le importazioni hanno continuato a calare, soprattutto a livello di beni strumentali che rappresentano un buon indicatore della spesa in conto capitale. Su una nota più positiva, le valute si sono stabilizzate e la performance di mercato degli asset finanziari è stata resiliente, sulla scia di un sentiment di mercato in miglioramento.

## Snapshot delle valutazioni (indici MSCI)

Valutazioni degli ultimi quattro trimestri

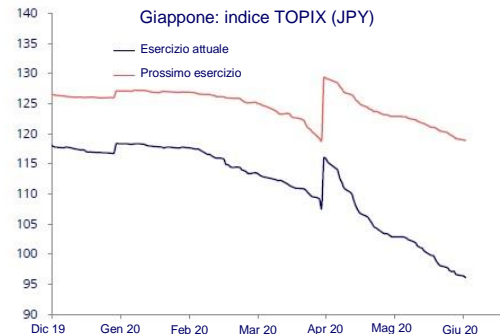
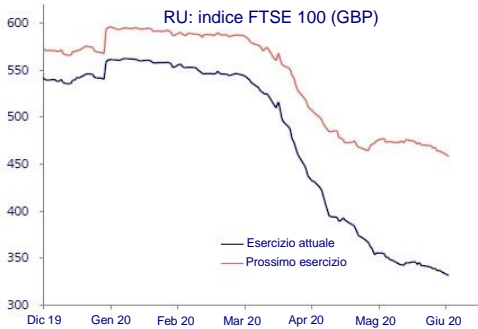
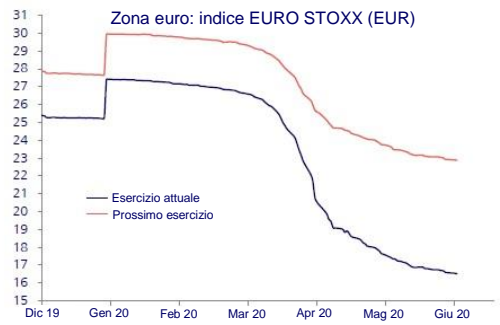
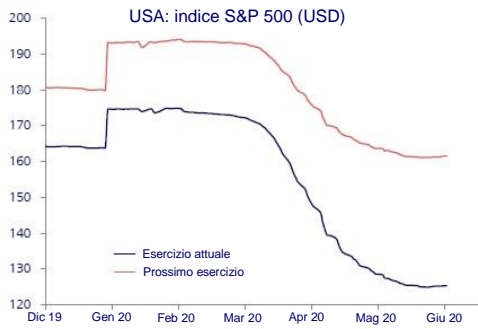
	Stati Uniti	Europa, Regno Unito escluso	Regno Unito	Svizzera	Giappone	APAC, Giappone escluso	Cina	Brasile	Messico
P/E negli ultimi 12 mesi	21,08	16,30	12,35	18,91	13,11	15,25	14,34	13,78	15,09
P/B negli ultimi 12 mesi	3,31	1,75	1,52	2,80	1,18	1,61	1,75	2,03	1,90
P/CF negli ultimi 12 mesi	12,79	7,70	6,71	12,75	7,14	8,21	8,52	6,08	6,28
Tasso di rendimento azionario	2,03	3,42	5,26	3,14	2,58	2,82	1,97	3,17	3,40
ROE	15,71	10,74	12,29	14,81	8,96	10,57	12,21	14,73	12,60

Valutazioni degli ultimi quattro trimestri rispetto all'indice MSCI World

	Stati Uniti	Europa, Regno Unito escluso	Regno Unito	Svizzera	Giappone	APAC, Giappone escluso	Cina	Brasile	Messico
P/E negli ultimi 12 mesi	1,20	0,93	0,70	1,08	0,75	0,87	0,82	0,79	0,86
P/B negli ultimi 12 mesi	1,50	0,79	0,69	1,27	0,53	0,73	0,79	0,92	0,86
P/CF negli ultimi 12 mesi	1,29	0,78	0,68	1,29	0,72	0,83	0,86	0,61	0,63
Tasso di rendimento azionario	0,78	1,31	2,02	1,20	0,99	1,08	0,76	1,22	1,30
ROE	1,25	0,85	0,98	1,18	0,71	0,84	0,97	1,17	1,00

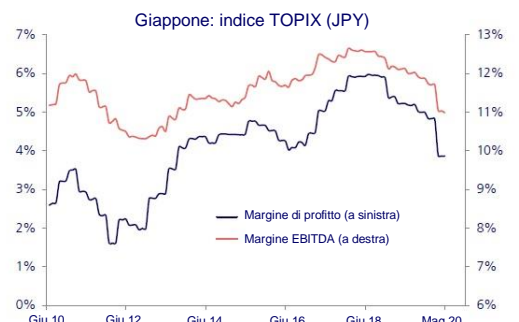
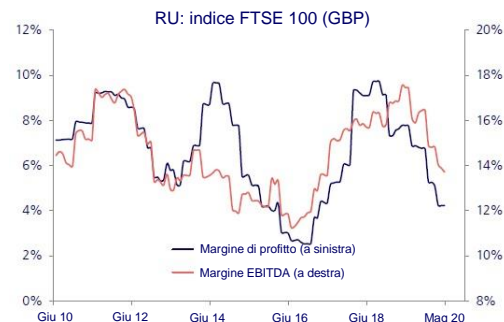
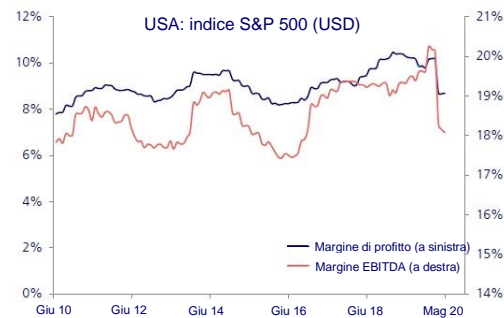
Fonte: Datastream

## Stime degli utili: interi esercizi fiscali

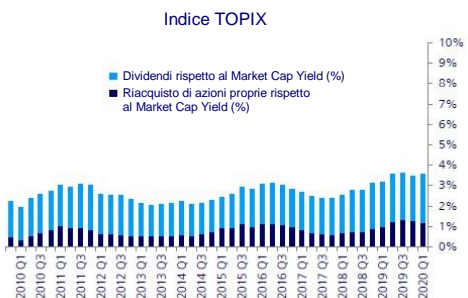
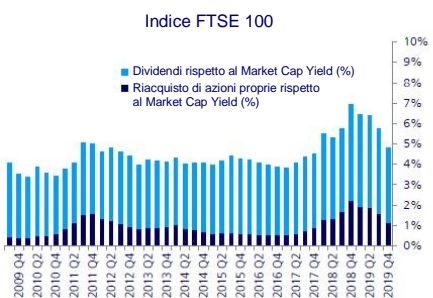
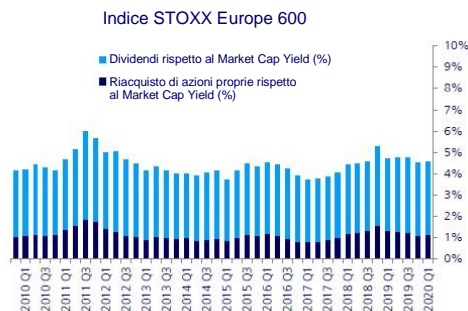
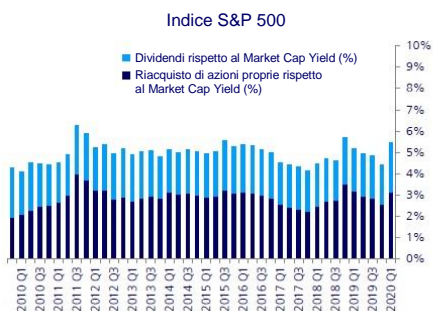


Fonte: Bloomberg

## Margini storici



## Dividendi e riacquisti di azioni proprie



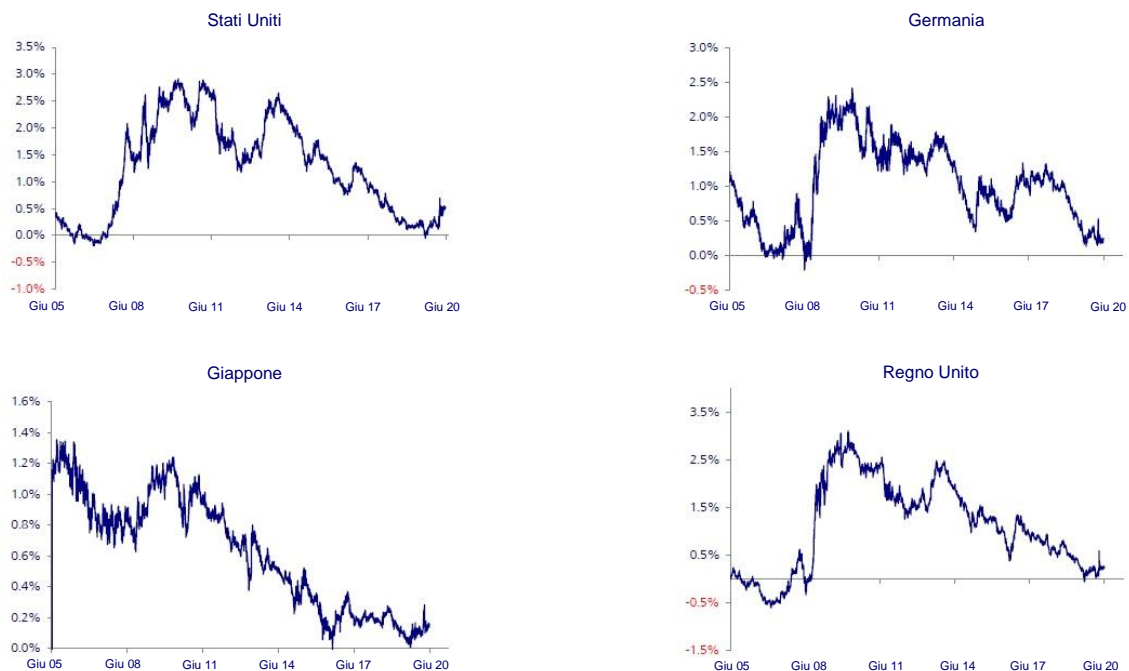
Fonte: Bloomberg

## Ipervenduto/ Ipercomprato



Fonte: Bloomberg

## Irripidimento della curva dei rendimenti (2 -10 anni)



Fonte: Bloomberg

## Istantanea degli spread

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Spread rispetto ai Treasury USA (pb)			
	Giu 20	1m fa	3m fa	1a fa
Regno Unito	-46	-36	-58	-123
Germania	-110	-120	-160	-234
Svizzera	-110	-114	-173	-260
Giappone	-69	-63	-102	-223
Australia	26	26	-13	-63
Cina	208	190	177	111
Corea del Sud	71	91	44	-44
Malesia	214	225	187	159
Indonesia	329	327	505	508
Thailandia	49		6	15
Filippine	335	n/a	n/a	n/a
Brasile	595	n/a	538	517
Messico	545	600	577	528
Colombia	528	618	487	445
Perù	317	355	277	292

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Spread rispetto ai bund tedeschi (pb)			
	Giu 20	1m fa	3m fa	1a fa
Francia	36	48	34	39
Olanda	21	28	14	18
Belgio	43	56	40	45
Austria	31	43	24	32
Irlanda	51	63	47	61
Italia	172	225	175	228
Spagna	98	131	90	87
Portogallo	95	140	98	93

Fonte: Bloomberg, ZIG

Dati economici

Stati Uniti	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Trend*
ISM manifatturiero (indice)	52,3	51,6	51,3	48,8	48,2	48,5	48,1	47,8	50,9	50,1	49,1	41,5	43,1	in calo
ISM non manifatturiero (indice)	56,3	55,4	54,8	56,0	53,5	54,4	53,9	54,9	55,5	57,3	52,5	41,8		in calo
Beni durevoli (% su base mensile)	-1,5	0,1	2,5	0,5	-0,9	-0,1	-2,6	2,8	-0,2	2,0	-16,6	-17,2		in calo
Fiducia dei consumatori (indice)	131,3	124,3	135,8	134,2	126,3	126,1	126,8	128,2	130,4	132,6	118,8	85,7	86,6	in calo
Vendite al dettaglio (% su base mensile)	3,0	3,6	3,6	4,3	4,0	3,3	3,3	5,6	4,9	4,5	-5,7	-21,6		in calo
Tasso di disoccupazione (%)	3,6	3,7	3,7	3,7	3,5	3,6	3,5	3,5	3,6	3,5	4,4	14,7		in rialzo
Salario orario medio su base annua (% su base annua)	3,6	3,5	3,7	3,7	3,7	3,8	3,5	3,2	3,3	3,3	3,4	7,7		in rialzo
Variazione in busta paga ('000 su base mensile)	85,0	182,0	194,0	207,0	208,0	185,0	261,0	184,0	214,0	251,0	-881,0	-20537,0		in calo
PCE (% su base annua)	1,5	1,6	1,6	1,8	1,7	1,6	1,5	1,6	1,7	1,8	1,7	1,0		in calo
PIL (% su base trimestrale, annualizzato)		2,0			2,1			2,1			-5,0			

Regno Unito	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Trend*
PMI servizi (indice)	51,0	50,2	51,4	50,6	49,5	50,0	49,3	50,0	53,9	53,2	34,5	13,4	29,0	in calo
Fiducia dei consumatori (indice)	-10,0	-13,0	-11,0	-14,0	-12,0	-14,0	-14,0	-11,0	-9,0	-7,0	-9,0	-34,0	-34,0	in calo
Tasso di disoccupazione (%)	3,8	3,9	3,8	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0	3,9			in calo
CPI (% su base annua)	2,0	2,0	2,1	1,7	1,7	1,5	1,5	1,3	1,8	1,7	1,5	0,8		in calo
PIL (% su base annua)		1,3			1,3			1,1			-1,6			

Zona euro	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	47,7	47,6	46,5	47,0	45,7	45,9	46,9	46,3	47,9	49,2	44,5	33,4	39,4	in calo
PMI servizi (indice)	52,9	53,6	53,2	53,5	51,6	52,2	51,9	52,8	52,5	52,6	26,4	12,0	30,5	in calo
IFO sulla fiducia delle imprese (indice)	98,5	97,6	96,1	94,5	94,8	94,6	94,9	96,2	95,9	96,0	86,0	74,2	79,5	in calo
Produzione industriale (% su base mensile)	0,6	-1,1	-0,1	0,1	0,2	-0,4	-0,5	-1,6	1,9	-0,1	-11,3			in calo
Ordinativi GE (% su base mensile)	-1,6	1,4	-0,7	-0,4	1,2	-0,4	-1,2	-1,5	4,8	-1,2	-15,6			in calo
Tasso di disoccupazione (%)	7,6	7,5	7,6	7,5	7,5	7,4	7,4	7,3	7,3	7,2	7,1	7,3		in calo
Crescita M3 (% su base annua, MM a 3 mesi)	4,8	4,6	5,2	5,8	5,7	5,7	5,6	4,9	5,2	5,5	7,5	8,3		in rialzo
CPI (% su base annua)	1,2	1,3	1,0	1,0	0,8	0,7	1,0	1,3	1,4	1,2	0,7	0,3	0,1	in calo
CPI Core (% su base annua)	0,8	1,1	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3	1,3	1,1	1,2	1,0	0,9	0,9	in calo
PIL (% su base trimestrale)		0,1			0,3			0,1			-3,8			

Svizzera	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Mag 19
Indicatore anticipatore KOF (indice)	93,9	94,9	96,0	95,4	93,1	94,8	92,6	96,1	100,0	101,7	91,5	59,7	53,2	in calo
PMI manifatturiero (indice)	49,0	48,6	45,2	47,4	44,9	48,9	48,5	48,8	47,8	49,5	43,7	40,7	42,1	in calo
Vendite reali al dettaglio (% su base annua)	-0,5	1,0	1,4	-0,5	1,7	0,3	1,3	1,0	0,2	0,9	-5,8	-19,9		in calo
Bilancia commerciale (miliardi, CHF)	3,2	4,0	3,7	1,7	4,0	3,5	3,9	2,0	4,7	3,5	4,0	4,0		in rialzo
CPI (% su base annua)	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,1	-0,5	-1,1		in calo

Giappone	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Trend*
PMI manifatturiero Nomura (indice)	49,8	49,3	49,4	49,3	48,9	48,4	48,9	48,4	48,8	47,8	44,8	41,9	38,4	in calo
Ordini dei macchinari (% su base annua)	-3,7	12,5	0,3	-14,5	5,1	-6,1	5,3	-3,5	-0,3	-2,4	-0,7			in calo
Produzione industriale (% su base annua)	-1,9	-3,9	0,8	-5,5	1,2	-8,2	-8,5	-3,7	-2,4	-5,7	-5,2	-14,4		in calo
Economy Watchers Survey (indice)	44,3	43,3	41,7	42,6	45,7	36,3	39,2	40,7	40,6	27,4	15,9	9,5		in calo
Rapporto tra posizioni disponibili e richieste di lavoro (indice)	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3		in calo
Labour Cash Earnings (% su base annua)	-0,5	0,4	-1,0	-0,1	0,5	0,0	0,1	-0,2	1,2	0,7	0,1			in calo
Vendite dei grandi magazzini (% su base annua)	-0,8	-0,9	-2,9	2,3	23,1	-17,5	-6,0	-5,0	-3,1	-12,2	-33,4	-72,8		in calo
Massa monetaria M2 (% su base annua)	2,6	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,7	2,7	2,8	3,0	3,3	3,7		in rialzo
CPI Esclusi alimentari ed energia (% su base annua)	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,4	0,2	0,3	-0,1		in calo
Esportazioni (% su base annua)	-7,7	-6,6	-1,5	-8,2	-5,2	-9,2	-7,9	-6,3	-2,6	-1,0	-11,7	-21,9		in calo

Cina	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	49,4	49,4	49,7	49,5	49,8	49,3	50,2	50,2	50,0	35,7	52,0	50,8	50,6	in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	5,0	6,3	4,8	4,4	5,8	4,7	6,2	6,9			-1,1	3,9		in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	8,6	9,8	7,6	7,5	7,8	7,2	8,0	8,0			-15,8	-7,5		in calo
PPI (% su base annua)	0,6	0,0	-0,3	-0,8	-1,2	-1,6	-1,4	-0,5	0,1	-0,4	-1,5	-3,1		in calo
Esportazioni (% su base annua)	1,1	-1,5	3,4	-1,0	-3,2	-0,8	-1,3	7,9			-6,6	3,5		in calo
CPI (% su base annua)	2,7	2,7	2,8	2,8	3,0	3,8	4,5	4,5	5,4	5,2	4,3	3,3		in calo
RRR (%)	13,5	13,5	13,5	13,5	13,0	13,0	13,0	13,0	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	in calo
PIL (% su base annua)		6,2			6,0			6,0			-6,8			in calo
PMI non manifatturiero (indice)	49,4	49,4	49,7	49,5	49,8	49,3	50,2	50,2	50,0	35,7	52,0	50,8	50,6	in rialzo
Finanziamenti aggregati (miliardi, CNY)														neutrale

Fonte dati: Bloomberg

\*Trend = ultimi 3 m - 3 mesi precedenti

## Appendice 5

### Dati economici

<b>Australia</b>	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Trend*
AiG manifatturiero (indice)	52,7	49,4	51,3	53,1	54,7	51,6	48,1	48,3	45,4	44,3	53,7	35,8	41,6	in calo
AiG servizi (indice)	52,3	51,4	44,4	52,3	51,8	55,2	53,7	48,7	47,4	47,0	38,7	27,1		in calo
Westpac Consumer Confidence (% su base mensile)	0,6	-0,6	-4,1	3,6	-1,7	-5,5	4,5	-1,9	-1,8	2,3	-3,8	-17,7	16,4	in calo
Approvazioni nuovi edifici (% su base annua)	-19,9	-23,7	-28,2	-16,1	-13,6	-19,8	-2,3	8,1	-9,0	-4,4	1,9	5,7		in rialzo
Variazione occupazione ('000, su base mensile)	40,3	2,3	25,6	43,2	9,2	-24,1	30,4	32,8	15,8	22,9	0,7	-594,3		in calo

<b>Brasile</b>	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Trend*
CPI (% su base annua)	4,7	3,4	3,2	3,4	2,9	2,5	3,3	4,3	4,2	4,0	3,3	2,4		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	7,8	-5,8	-2,4	-2,0	1,1	1,3	-1,7	-1,3	-0,9	-0,3	-3,8	-27,2		in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	1,8	1,0	0,1	4,3	1,4	2,2	4,3	3,1	2,6	1,4	4,7	-1,2		in calo
Bilancia commerciale (milioni, USD)	5377,4	2391,4	4099,6	3803,2	2549,6	3564,6	5946,9	-1636,0	2447,3	4288,1	6701,3	4548,0		in rialzo
Saldo di bilancio primario (miliardi, BRL)	-47,6	-30,1	-30,3	-63,6	-45,9	-10,9	-53,2	-38,4	19,1	-49,4	-79,7	-115,8		in calo

<b>Cile</b>	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Trend*
Indice dell'attività economica IMACEC (% su base annua)	2,14	1,37	3,07	3,82	3,28	-3,36	-3,98	0,77	1,29	3,33	-3,08	-14,10		in calo
CPI (% su base annua)	2,76	2,70	2,57	2,58	2,24	2,71	2,79	3,00	3,46	3,89	3,74	3,42		in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	-0,87	1,94	2,27	-0,75	-12,00	-9,21	-2,57	0,20	4,46	-14,82	-31,30			in calo
Produzione industriale (% su base annua)	0,19	-3,14	1,41	1,22	0,54	-2,79	-2,43	3,23	1,80	5,60	0,78	-3,83		in calo
Disoccupazione (%)	7,20	7,30	7,50	7,60	7,30	7,10	7,00	7,10	7,40	7,80	8,20	9,00		in rialzo

<b>Messico</b>	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Trend*
PMI (indice)	49,9	49,0	49,1	47,4	48,2	46,6	46,6	46,6	48,9	46,9	43,8	41,0	39,2	in calo
CPI (% su base annua)	4,4	4,0	3,8	3,2	3,0	3,0	3,0	2,8	3,2	3,7	3,3	2,2		in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	2,8	1,0	2,1	2,6	2,4	0,4	2,1	3,2	2,7	2,5	-1,3			in calo
Produzione industriale (% su base annua)	0,8	-1,1	3,4	-0,3	1,5	-1,2	-2,7	-0,5	-1,2	-1,2	-6,1			in calo
Rimesse (milioni, USD)	3282,1	3183,5	3258,7	3356,4	3071,9	3125,0	2898,6	3080,3	2591,4	2698,8	4007,0	2861,4		in rialzo

Fonte dati: Bloomberg

\*Trend = ultimi 3 m - 3 mesi precedenti



#### **Disclaimer e dichiarazione cautelativa**

La presente pubblicazione è stata preparata da Zurich Insurance Group Ltd e le opinioni qui espresse sono quelle di Zurich Insurance Group Ltd alla data di redazione del documento e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La presente pubblicazione è stata prodotta unicamente a scopo informativo. L'analisi contenuta e le opinioni espresse nel presente documento si basano su numerose ipotesi riguardo ai risultati previsti che sono intrinsecamente soggette a significativi fattori economici e competitivi e ad altre incertezze e circostanze. Ipotesi diverse potrebbero portare a conclusioni sensibilmente differenti. Tutte le informazioni contenute nella presente pubblicazione sono state raccolte e ottenute da fonti ritenute affidabili e credibili, ma Zurich Insurance Group Ltd o qualunque delle sue filiali (il 'Gruppo') non fornisce alcuna garanzia, esplicita o implicita, riguardo alla loro accuratezza e completezza.

Le opinioni espresse e le analisi contenute nel presente documento possono essere diverse o contrarie da quelle espresse da altre funzioni del Gruppo o contenute in altri documenti del Gruppo perché sono state utilizzate ipotesi e/o criteri diversi.

Il Gruppo può acquistare, vendere, coprire o altrimenti modificare la natura, la forma o l'ammontare dei propri investimenti, compresi quelli indicati nella presente pubblicazione, senza alcun preavviso e per qualsiasi motivo.

La presente pubblicazione non intende essere una consulenza su temi legali, di sottoscrizione, di investimento finanziario, né intende offrire qualsiasi altro tipo di consulenza professionale. Il contenuto della presente pubblicazione non costituisce una raccomandazione in base alla quale un particolare investimento, titolo, transazione o strategia di investimento è adatto ad una persona in particolare. Il contenuto della presente pubblicazione non intende rispondere alle esigenze personali di nessuno. Il Gruppo declina qualsiasi obbligo di aggiornamento delle informazioni contenute nella presente pubblicazione.

Le persone che necessitano di consulenza devono consultare un consulente indipendente (il Gruppo non fornisce consulenze sugli investimenti o consulenze personalizzate).

Il Gruppo declina qualsiasi responsabilità derivante dall'uso o dall'aver fatto affidamento sulla presente pubblicazione. Alcune dichiarazioni contenute nella presente pubblicazione sono dichiarazioni previsionali che includono a titolo esemplificativo dichiarazioni che sono previsioni di o indicano eventi, tendenze, piani, sviluppi o obiettivi futuri. Non si dovrebbe fare eccessivo affidamento su tali dichiarazioni perché, per loro natura, esse sono soggette a incertezze e rischi noti e non noti, e possono essere influenzate da altri fattori che potrebbero far sì che i risultati, gli sviluppi e i piani e gli obiettivi effettivi differiscano sostanzialmente da quelli indicati esplicitamente o implicitamente nelle dichiarazioni previsionali.

L'oggetto della presente pubblicazione non è legato ad alcun prodotto assicurativo specifico e non garantisce alcuna copertura assicurativa.

La presente pubblicazione non può essere riprodotta né in toto, né in parte, senza previa autorizzazione scritta di Zurich Insurance Group Ltd, Mythenquai 2, 8002 Zurigo, Svizzera. Né Zurich Insurance Group Ltd, né le sue filiali, si assumono la responsabilità di eventuali perdite derivanti dall'utilizzo o dalla distribuzione della pubblicazione. La presente pubblicazione può essere distribuita solo nelle circostanze consentite dalle leggi e dai regolamenti applicabili. La presente pubblicazione non rappresenta un'offerta o un invito a vendere o acquistare titoli in nessuna giurisdizione.

---

**Zurich Insurance Company Ltd**  
**Investment Management**  
Mythenquai 2  
8002 Zurigo

173001630 01/16) TCL

