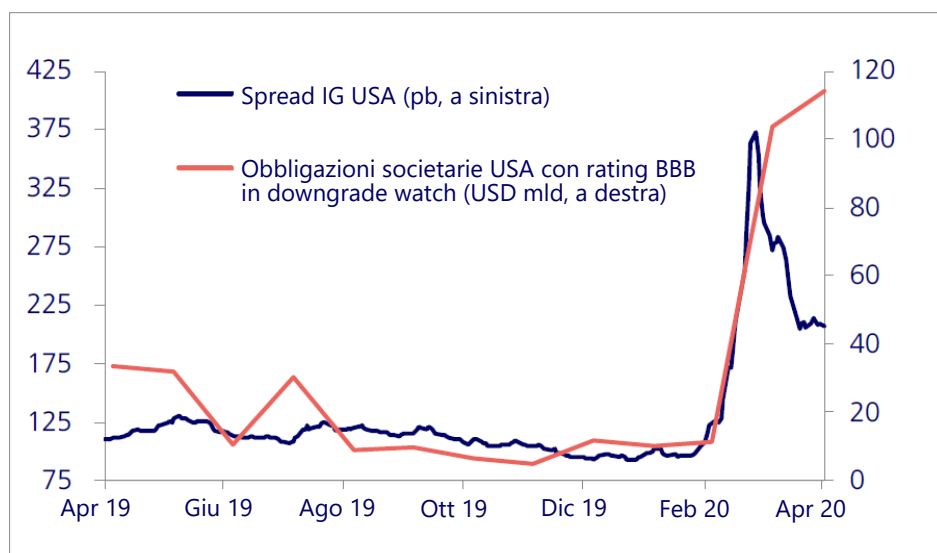


# Approfondimento mensile sugli investimenti

Uno scontro epico tra fondamentali e liquidità



Fonte: Bloomberg

Ad aprile i titoli azionari e obbligazionari hanno evidenziato un recupero netto quanto la flessione di marzo, ponendo gli investitori dinanzi a un dilemma: investire sulla base dei fondamentali o della liquidità iniettata dalle banche centrali? Anche se il fattore liquidità dovesse prevalere, le valutazioni abbondanti e le prospettive incerte potrebbero tenere sulle spine gli investitori.

Probabilmente, i fondamentali dei mercati azionari e obbligazionari registreranno un netto peggioramento prima di recuperare terreno nell'ultima parte del 2020 e alla fine dell'anno la maggior parte delle società verserà in condizioni ancora peggiori. Le aspettative sugli utili sono state riviste fortemente al ribasso: -25% e -30% circa negli indici azionari chiave di riferimento, rispettivamente per Stati Uniti ed Europa. Se da un lato le società con una situazione patrimoniale solida saranno in grado di affrontare la crisi, molte altre saranno in difficoltà; basti ad esempio considerare che quasi un terzo delle società inserite nell'Indice Russell 2000 non generava profitti già prima dell'arrivo del Covid-19. L'indebitamento delle imprese potrebbe aumentare ulteriormente, partendo da livelli già record. Secondo le nostre previsioni, il 10% delle società inserite negli indici high yield registrerà un default nel corso dell'anno e un enorme quantitativo di debito aziendale verrà declassato da investment grade a high yield. Le perdite su crediti potrebbero aumentare, perché i mutuatari più deboli non potranno fare fronte al loro debito, e le principali banche statunitensi hanno già accantonato nel Q1 circa 25 miliardi di dollari di riserve. Anche le quotazioni petrolifere globali hanno registrato un calo superiore al 60% dallo scorso anno, rendendo vulnerabili le compagnie petrolifere in assenza di un esplicito intervento politico. Il supporto offerto dalle banche centrali ha tuttavia reso gestibile la liquidità, almeno per le società più solide, e ha ridimensionato il rischio di coda delle dislocazioni del mercato del credito. Oltre al sostegno della politica monetaria, anche la politica fiscale aggressiva potrebbe a sua volta limitare – ma non eliminare – l'impatto del lockdown sui fondamentali aziendali, nonostante la solida ripresa attesa per la seconda metà dell'anno.

Per i mercati finanziari, le iniezioni di liquidità delle banche centrali sono fondamentali. Con acquisti di asset sull'ordine delle migliaia di miliardi di dollari, le principali banche centrali si stanno inoltre assumendo un rischio di credito e la Fed potrebbe addirittura acquistare alcuni ETF high yield. Grazie anche alle ampie posizioni di liquidità e alla possibile ripresa economica nel medio termine, gli investitori potrebbero orientarsi verso gli asset rischiosi, dati i rendimenti obbligazionari bassi o negativi. Ad ogni modo, a seguito del rally di aprile, alcuni asset sono tornati costosi. Questo significa che un recupero degli asset rischiosi, da qui in avanti, potrebbe essere ostacolato da ulteriori rotazioni perché gli investitori torneranno periodicamente a focalizzarsi sui fondamentali, mantenendo elevata la volatilità e rendendo cruciali i punti di entrata.

## Valutazione del mercato

### Sviluppi chiave

- I dati economici confermano il timore di una contrazione nel Q1 e di un collasso nel Q2
- L'appiattimento della curva delle infezioni dovrebbe presto tradursi in un allentamento dei lockdown
- Gli asset rischiosi hanno evidenziato un rally marcato, perché il forte stimolo politico funge da contrappeso ai timori legati ai fondamentali aziendali

### L'opinione di Zurich

I dati economici sono stati estremamente negativi e molti Paesi sono ormai chiaramente in recessione. Nel primo trimestre, la maggior parte delle principali economie era già in fase di contrazione: -4,5% annualizzato negli Stati Uniti, -3,8% su base trimestrale nella Zona euro. Dati più recenti indicano inoltre un calo ancor più netto dell'attività economica nel Q2, con un aumento della disoccupazione e un crollo degli indicatori anticipatori dell'attività. Continuiamo tuttavia a sperare in una ripresa nel secondo semestre, considerando le ampie misure di stimolo fiscale e monetario, che vengono continuamente rafforzate. I mercati azionari e obbligazionari hanno messo a segno una netta ripresa, perché l'appiattimento della curva di crescita delle infezioni e le prospettive ottimistiche sulle possibili cure hanno reso possibile un allentamento del lockdown. Le iniezioni di liquidità sono state un importante fattore trainante dei mercati finanziari. Le banche centrali, in particolare la Fed, hanno annunciato un supporto senza precedenti per i mercati del credito, oltre a massicci acquisti di asset. Se da un lato le prospettive per gli asset rischiosi appaiono incoraggianti, sarebbe utile un consolidamento derivante dai rialzi recenti e sono da mettere in conto altre ondate di volatilità e rotazioni del mercato. Nell'ambito del credito, tuttavia, gli spread sui CDS sono contratti e sembrano sottovalutare i rischi, sebbene i prezzi sul mercato delle obbligazioni societarie appaiano più ragionevoli. I rendimenti obbligazionari sembrano aver raggiunto un minimo ma le pressioni deflazionistiche, non da ultimo derivanti dalle quotazioni petrolifere, limiteranno probabilmente il potenziale di rialzo.

## Sviluppi chiave

## L'opinione di Zurich

### Mondo

- L'attività economica globale ha registrato una flessione ad aprile, con un calo a doppia cifra dei tassi di crescita in molte regioni
- Con il graduale allentamento dei lockdown, l'attività dovrebbe iniziare a riprendersi ma le condizioni rimangono fragili ed esiste un rischio di ribasso
- Rimane attivo un eccezionale supporto fiscale e monetario, che sosterrà la ripresa una volta contenuto il virus

L'economia globale sta evidenziando la contrazione più profonda dalla Grande Depressione degli anni Trenta. In alcune regioni, il PIL del Q2 potrebbe evidenziare un calo a doppia cifra perché i lockdown stanno limitando l'attività al minimo in molti settori. Le misure politiche sono tuttavia sostanziali e lasciano supporre che, seppur profonda, la recessione dovrebbe avere vita relativamente breve e che la seconda metà dell'anno potrebbe fare da sfondo a una ripresa. Esiste tuttavia un rischio di ribasso, fortemente legato al contenimento del virus da cui dipende l'allentamento dei lockdown. Temiamo che lo scenario per l'economia globale possa essere binario: esistono vulnerabilità importanti e una limitata capacità di sostenere le interruzioni ancora a lungo.

### Stati Uniti

- Oltre 30 milioni di persone hanno perso il lavoro dall'inizio della crisi
- L'indice S&P 500 ha guadagnato il 12,7% ad aprile, recuperando quasi del tutto le perdite di marzo
- Il Congresso ha approvato un pacchetto aggiuntivo di supporto all'economia di quasi 500 miliardi di dollari

Il lockdown continua a pesare sull'economia. Dall'inizio della crisi, oltre 30 milioni di persone hanno richiesto un sussidio di disoccupazione. Nelle ultime settimane, le prime richieste di sussidi di disoccupazione sono comunque calate attestandosi la scorsa settimana sul livello minimo dal 20 marzo. Il Congresso ha aggiunto altri 310 miliardi di dollari (oltre ai 349 miliardi iniziali) al Paycheck Protection Program, per offrire alle piccole imprese un incentivo a trattenere i dipendenti o a riassumerli velocemente. Dall'ultimo sondaggio sulle famiglie del Conference Board, è emerso un segnale positivo: anche se ad aprile la percezione della situazione attuale da parte dei consumatori è scesa al minimo dal 2013, le aspettative sono salite marcatamente. Al contempo gli utili aziendali pubblicati fino ad oggi dimostrano che i profitti sono calati del 10% su base annua nel Q1, non da ultimo in ragione degli accantonamenti delle banche per le perdite attese su crediti.

### Regno Unito

- L'attività economica, soprattutto nel settore dei servizi, è scesa ad aprile al livello minimo
- Gli enormi tagli dei prezzi indicano che il lockdown avrà un impatto deflazionistico a breve termine
- Il FTSE 100 ha recuperato terreno dopo i minimi recenti, ma rimane indietro rispetto all'indice MSCI World

Il Covid-19 e il lockdown stanno tenendo sotto scacco l'economia britannica. L'indice PMI composito è sceso al ritmo più rapido di sempre raggiungendo livelli record, addirittura di gran lunga peggiori rispetto al momento più buio della crisi finanziaria. Mentre ad aprile il PMI manifatturiero è sceso a 32,6, il settore dei servizi è stato colpito ancor più duramente, con un crollo del relativo PMI a uno scarso 12,3. I prezzi applicati sono scesi al minimo registrato in oltre vent'anni, lasciando intendere che l'impatto immediato del lockdown sarà deflazionistico, almeno nel breve periodo. Il mercato azionario ha recuperato in parte terreno dopo aver raggiunto il minimo a marzo. Tuttavia, come gli altri mercati europei, il FTSE 100 è rimasto indietro rispetto all'indice MSCI World e in particolare gli USA, perché la composizione settoriale e un netto crollo nei prezzi dell'energia hanno penalizzato l'indice.

### Zona euro

- Nel Q1 il PIL ha registrato una contrazione da record ma l'allentamento graduale dei lockdown dovrebbe incentivare un recupero nel secondo semestre
- I vertici politici dell'UE hanno siglato un accordo a sostegno dell'economia, mentre la politica espansiva della BCE sta offrendo liquidità più economica alle banche
- Con l'aumento del rapporto debito pubblico/PIL, sarà comunque necessaria una mutualizzazione del debito per affrontare le conseguenze della crisi

Il PIL della Zona euro ha evidenziato la contrazione più rapida di sempre nel Q1, cedendo il 3,8% su base trimestrale e confermando i dati negativi emersi dalle rilevazioni tra le imprese, scesi nelle ultime settimane a livelli record. Il Q2 sarà ancora peggiore ma prevediamo una netta ripresa nel secondo semestre, se i lockdown saranno gradualmente allentati come è stato di recente annunciato. Il supporto politico continua, con la proposta di un Fondo di recupero europeo che consentirebbe all'UE di contrarre prestiti allo scopo di finanziare altri investimenti nei prossimi anni, in aggiunta al budget normale. I dettagli sono tuttavia ancora scarsi e riteniamo che sarà necessaria una qualche forma di mutualizzazione del debito per sostenere i Paesi che come l'Italia sono oberati da un debito pubblico elevato e in rapida crescita.

### Svizzera

- I dati dimostrano che l'economia ha fatto un passo indietro a marzo; per aprile prevediamo un ulteriore peggioramento, ma le condizioni dovrebbero iniziare a stabilizzarsi a maggio
- La domanda interna si è indebolita con il calo dei consumi, gli esportatori sono stati penalizzati dalla solidità del franco e dalla chiusura delle economie globali
- La SNB è intervenuta in maniera massiccia sui mercati valutari per mantenere stabile il franco e ha introdotto un ampio pacchetto di stimolo fiscale per sostenere l'economia interna

I dati macroeconomici dimostrano la portata dell'improvviso blocco dell'economia. Il declino mensile nell'indicatore anticipatore KOF ha superato di oltre tre volte quello registrato dopo l'apprezzamento del franco del 2015 o il collasso dei Lehman del 2008. A marzo, le vendite al dettaglio core si sono contratte del 15% e poiché è probabile un ulteriore declino in aprile, l'impatto sul settore sarà enorme. Ci aspettiamo comunque che la situazione si stabilizzi a maggio, perché il lockdown è in fase di graduale allentamento. La sicurezza dei posti di lavoro e la fiducia dei consumatori sono tuttavia peggiorati nettamente e gli esportatori continueranno a risentire della solidità del franco. Nonostante le vaste ed efficaci misure politiche, le condizioni sono quindi fragili e il rischio di ribasso permane.

## Sviluppi chiave

## L'opinione di Zurich

### Giappone

- La recessione del Giappone prosegue per il terzo trimestre consecutivo
- Lo stimolo fiscale è stato ampliato dopo l'estensione dello stato di emergenza nazionale
- Le azioni giapponesi si muovono in un intervallo compreso tra il 15 e il 20% al di sotto dei picchi annuali

La curva dei casi attivi di infezione da Covid-19 si è già appiattita, e sia le infezioni che la mortalità rimangono bassi rispetto a Stati Uniti ed Europa. Il PM Abe ha prolungato lo stato di emergenza nazionale. Anche se le misure di lockdown non sono legalmente vincolanti, sono ampiamente seguite. Le vendite dei principali grandi magazzini di Tokyo sono crollate di circa l'80% e la fiducia dei consumatori è scesa a un minimo record. È stato annunciato un enorme pacchetto di stimolo fiscale, con una spesa effettiva compresa tra il 3,5 e il 5% del PIL, mentre la Bank of Japan ha ampliato il suo programma di quantitative easing. Ci aspettiamo che quest'anno il PIL reale registri un calo del 5,3%. Le azioni giapponesi hanno evidenziato un rimbalzo, dopo un calo del 31% dai massimi di inizio anno. A nostro avviso l'indice MSCI Japan avrà un andamento in generale allineato alle azioni globali.

### Cina

- Le infezioni da Covid-19 sono state ampiamente contenute
- L'economia cinese continua a recuperare terreno dal picco minimo di metà febbraio
- La sovraperformance delle azioni cinesi rispetto a quelle globali è rallentata

I casi attivi di infezione da Covid-19 sono scesi al di sotto di 600 e le nuove infezioni rimangono largamente contenute. L'attività economica è in continua ripresa dal picco minimo di metà febbraio, anche se l'attività del settore dei servizi è ancora scarsa e le piccole e medie imprese e i loro dipendenti rimangono sotto pressione. La crescita del PIL reale è scesa quasi del 10% su base trimestrale e ha perso il 6,8% su base annua nel primo trimestre. Ci aspettiamo che l'attività nel Q2 risentirà del calo delle esportazioni dovuto ai lockdown globali prima di recuperare terreno nel secondo semestre, grazie al sostegno delle misure di stimolo fiscale che saranno illustrate nel dettaglio in occasione dell'Assemblea nazionale del popolo posticipata alla fine di maggio. Anche se la sovraperformance dell'azionario cinese rispetto alle controparti globali ha di recente rallentato, va rilevato che le A-share cinesi hanno archiviato una performance positiva dall'inizio dell'anno.

### Australia

- La curva delle infezioni da Covid-19 si è appiattita, con un allentamento dei lockdown in vista
- Il settore dei servizi è sotto pressione e le perdite di posti di lavoro aumentano
- La ripresa dell'azionario australiano è indietro rispetto agli altri mercati sviluppati

L'Australia ha registrato meno di 7000 infezioni, con un numero di nuovi casi giornalieri inferiore alla decina, da metà aprile. Il governo ha ventilato la possibilità di un allentamento dei lockdown. Ci aspettiamo che le restrizioni vengano allentate per fasi, perché una seconda ondata di infezioni rappresenta ancora una preoccupazione concreta. Il lockdown, durato un mese, ha portato l'economia a un punto di stallo; il settore dei servizi e il mercato del lavoro hanno pagato un prezzo elevato. Il PMI flash dei servizi di maggio è calato da 38,5 a 19,6, mentre un sondaggio sui posti di lavoro della Australian Bureau of Statistics, che copre le tre settimane tra il 14 marzo e il 4 aprile, indica un calo del 6% nell'occupazione equivalente a 700-800 mila perdite di posti di lavoro. L'azionario australiano ha riguadagnato parte delle perdite registrate dopo la caduta libera di marzo, ma rimane comunque indietro rispetto ad altri mercati sviluppati.

### ASEAN

- Le curve d'infezione sembrano appiattirsi, ma la scarsità dei test rimane un punto debole
- Sono stati annunciati ulteriori pacchetti di stimolo fiscale
- I deflussi di capitali sono calati e le valute hanno smesso di scendere

Nonostante un rallentamento delle infezioni in Malesia, Thailandia e Vietnam, altri Paesi tra cui Singapore, Indonesia e Filippine stanno ancora registrando centinaia di nuovi casi ogni giorno. Singapore ha evidenziato un aumento delle infezioni tra i lavoratori migranti che vivono in dormitori sovraffollati. In Indonesia e nelle Filippine, la mancanza di test adeguati rappresenta un problema che pone il rischio di una nuova ondata a seguito della riapertura delle rispettive economie. In Thailandia, il governo ha annunciato un pacchetto fiscale senza precedenti di importo pari a THB 1.900 miliardi (equivalenti all'11% del PIL) mentre il governo di Singapore ha annunciato un budget supplementare di SGD 5,1 miliardi, portando la totalità dello stimolo a circa il 12% del PIL. Le valute che hanno evidenziato un'ondata di vendite nel Q1 si sono stabilizzate, grazie al rallentamento dei deflussi di capitali e agli interventi delle banche centrali.

## Snapshot delle valutazioni (indici MSCI)

Valutazioni degli ultimi quattro trimestri

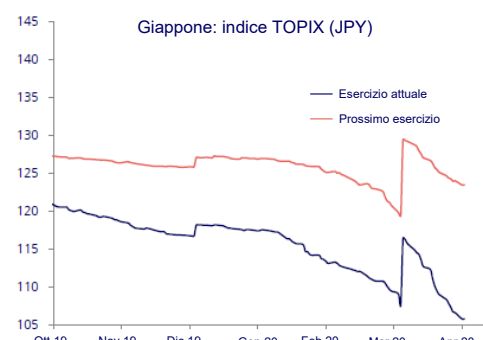
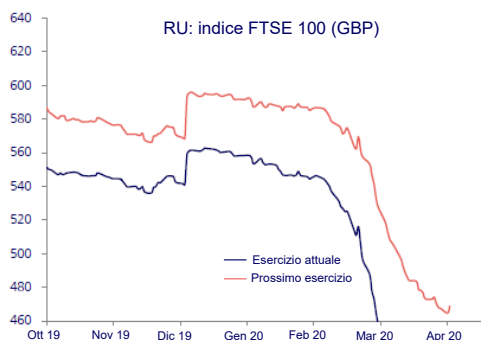
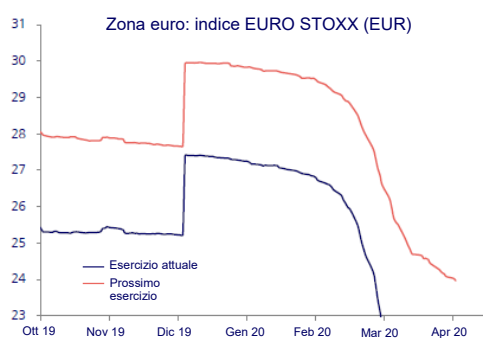
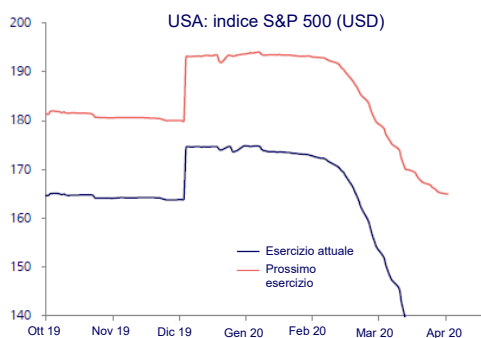
	Stati Uniti	Europa, Regno Unito escluso	Regno Unito	Svizzera	Giappone	APAC, Giappone escluso	Cina	Brasile	Messico
P/E negli ultimi 12 mesi	21,08	16,30	12,35	18,91	13,11	15,25	14,34	13,78	15,09
P/B negli ultimi 12 mesi	3,31	1,75	1,52	2,80	1,18	1,61	1,75	2,03	1,90
P/CF negli ultimi 12 mesi	12,79	7,70	6,71	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

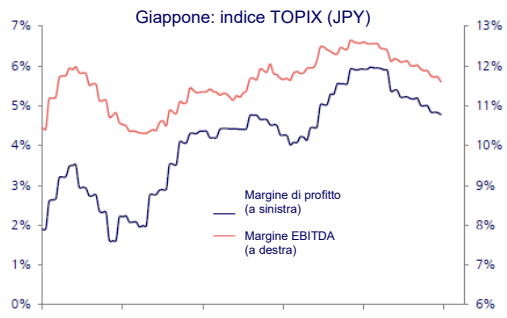
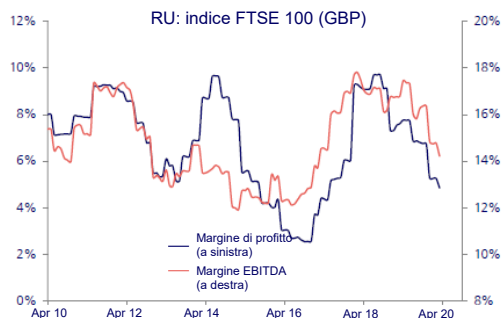
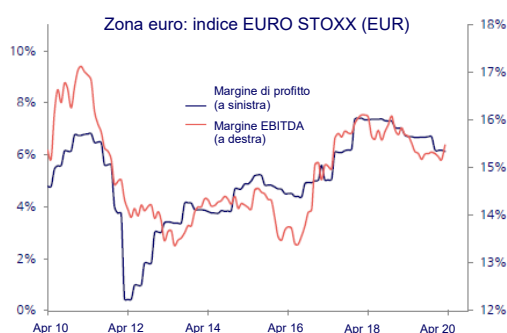
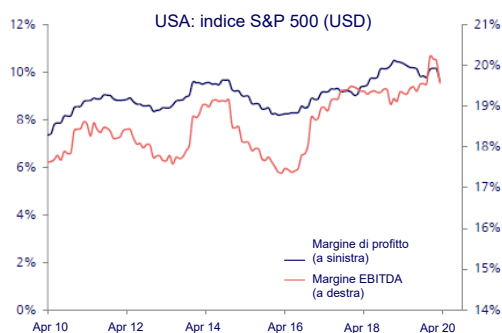
Fonte: Datastream

## Stime degli utili: interi esercizi fiscali



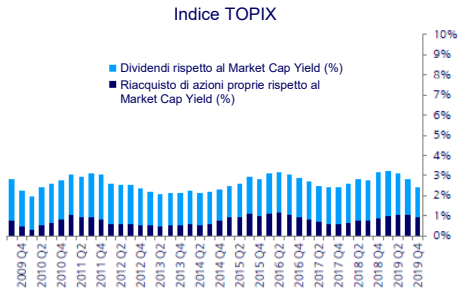
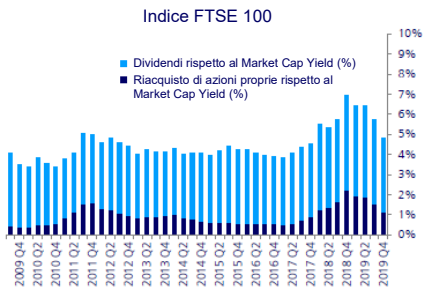
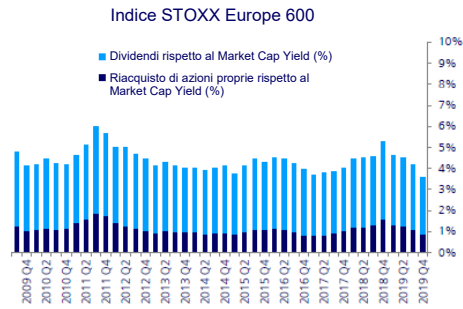
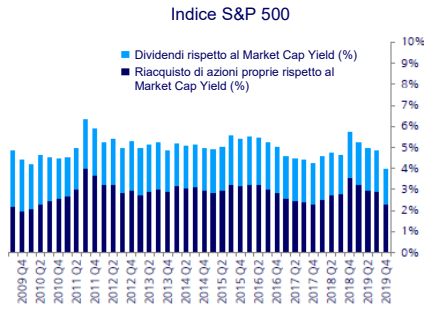
Fonte: Bloomberg

## Margini storici



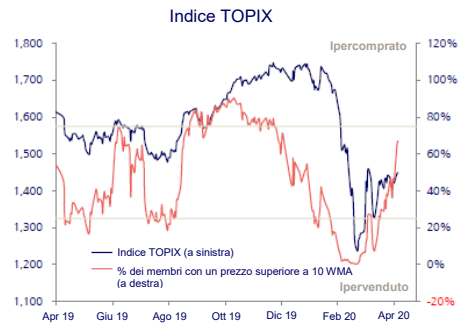
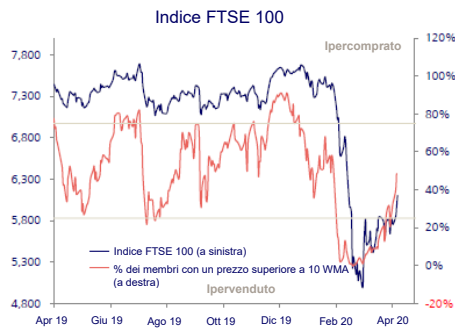
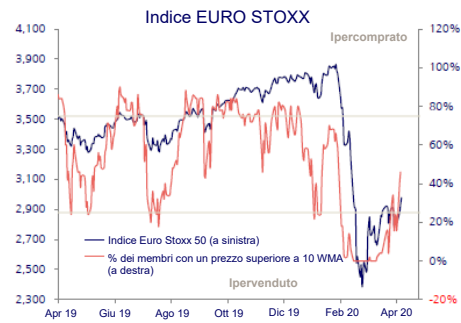
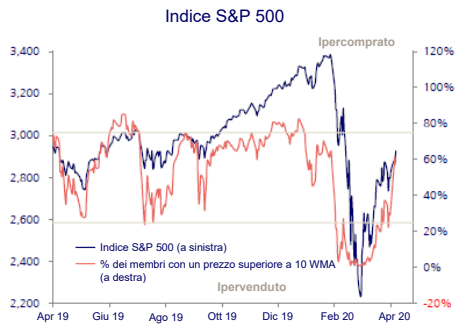
Fonte: Bloomberg

Dividendi e riacquisti di azioni proprie



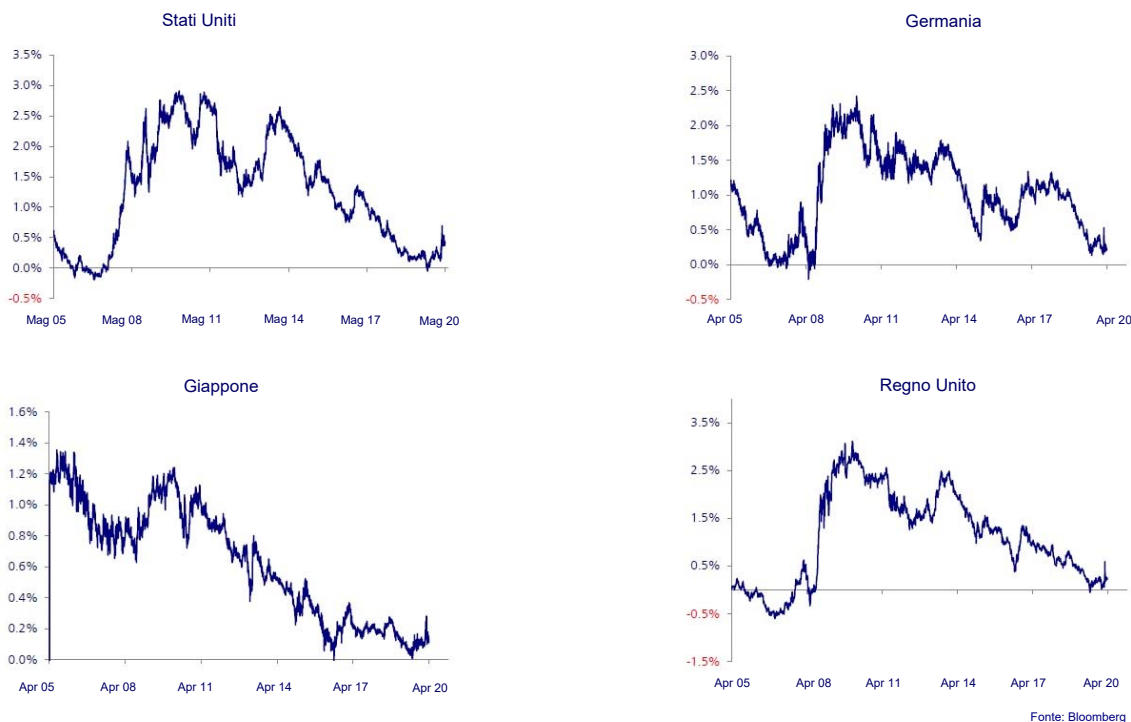
Fonte: Bloomberg

Ipervenduto/ Ipercomprato



Fonte: Bloomberg

Irripidimento della curva dei rendimenti (2 -10 anni)



Istantanea degli spread

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Spread rispetto ai Treasury USA (pb)			
	Apr 20	1m fa	3m fa	1a fa
Regno Unito	-32	-31	-104	-132
Germania	-109	-115	-199	-249
Svizzera	-106	-99	-229	-280
Giappone	-63	-66	-164	-254
Australia	33	25	-62	-71
Cina	189	193	142	90
Corea del Sud	92	86	-3	-66
Malesia	229	263	155	129
Indonesia	746	721	506	533
Thailandia	60	-27	-	-6
Filippine	347	n/a	n/a	n/a
Brasile	659	n/a	511	644
Messico	626	652	510	560
Colombia	649	773	437	434
Perù	356	544	242	265

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Spread rispetto ai bund tedeschi (pb)			
	Apr 20	1m fa	3m fa	1a fa
Francia	45	42	26	36
Olanda	26	26	10	18
Belgio	54	48	24	44
Austria	42	43	18	30
Irlanda	63	50	27	54
Italia	223	101	155	257
Spagna	128	101	68	99
Portogallo	139	114	69	110

Dati economici

<b>Stati Uniti</b>	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Trend*
ISM manifatturiero (indice)	54,6	53,4	52,3	51,6	51,3	48,8	48,2	48,5	48,1	47,8	50,9	50,1	49,1	in rialzo
ISM non manifatturiero (indice)	56,3	55,7	56,3	55,4	54,8	56,0	53,5	54,4	53,9	54,9	55,5	57,3	52,5	in rialzo
Beni durevoli (% su base mensile)	1,7	-2,8	-2,3	1,8	2,1	0,2	-1,5	0,2	-3,1	2,8	0,1	1,1	-14,4	in calo
Fiducia dei consumatori (indice)	124,2	129,2	131,3	124,3	135,8	134,2	126,3	126,1	126,8	128,2	130,4	132,6	118,8	in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base mensile)	3,6	3,9	3,0	3,6	3,6	4,3	4,0	3,3	3,3	5,6	4,9	4,5	-5,8	in calo
Tasso di disoccupazione (%)	3,8	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,5	3,6	3,5	3,5	3,6	3,5	4,4	in rialzo
Salario orario medio su base annua (% su base annua)	3,5	3,5	3,6	3,5	3,7	3,7	3,7	3,8	3,5	3,2	3,3	3,4	3,4	in calo
Variazione in busta paga ('000 su base mensile)	147,0	210,0	85,0	182,0	194,0	207,0	208,0	185,0	261,0	184,0	214,0	275,0	-701,0	in calo
PCE (% su base annua)	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6	1,8	1,7	1,6	1,5	1,6	1,7	1,8		in rialzo
PIL (% su base trimestrale, annualizzato)	3,1			2,0			2,1			2,1			-4,8	in calo
<b>Regno Unito</b>	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Trend*
PMI servizi (indice)	48,9	50,4	51,0	50,2	51,4	50,6	49,5	50,0	49,3	50,0	53,9	53,2	34,5	in calo
Fiducia dei consumatori (indice)	-13,0	-13,0	-10,0	-13,0	-11,0	-14,0	-12,0	-14,0	-14,0	-11,0	-9,0	-7,0	-9,0	in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	3,8	3,8	3,8	3,9	3,8	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0		in rialzo
CPI (% su base annua)	1,9	2,1	2,0	2,0	2,1	1,7	1,7	1,5	1,5	1,3	1,8	1,7	1,5	in rialzo
PIL (% su base annua)	2,0			1,3			1,3			1,1				
<b>Zona euro</b>	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	47,5	47,9	47,7	47,6	46,5	47,0	45,7	45,9	46,9	46,3	47,9	49,2	44,5	in rialzo
PMI servizi (indice)	53,3	52,8	52,9	53,6	53,2	53,5	51,6	52,2	51,9	52,8	52,5	52,6	26,4	in calo
IFO sulla fiducia delle imprese (indice)	99,8	99,9	98,3	97,7	96,1	94,5	94,8	94,6	95,1	96,3	95,9	96,0	85,9	in calo
Produzione industriale (% su base mensile)	-0,1	-0,6	0,5	-1,0	-0,2	0,3	0,1	-0,3	-0,6	-1,8	2,3	-0,1		in rialzo
Ordinativi GE (% su base mensile)	2,2	-0,7	-1,6	1,4	-0,7	-0,4	1,2	-0,4	-1,2	-1,5	4,8	-1,4		in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	7,7	7,6	7,6	7,5	7,6	7,5	7,5	7,4	7,4	7,4	7,4	7,3		in calo
Crescita M3 (% su base annua, MM a 3 mesi)	4,7	4,8	4,8	4,6	5,2	5,8	5,7	5,7	5,6	4,9	5,2	5,5	7,5	in rialzo
CPI (% su base annua)	1,4	1,7	1,2	1,3	1,0	1,0	0,8	0,7	1,0	1,3	1,4	1,2	0,7	in rialzo
CPI Core (% su base annua)	0,8	1,3	0,8	1,1	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3	1,3	1,1	1,2	1,0	in calo
PIL (% su base trimestrale)	0,5			0,1			0,3			0,1				
<b>Svizzera</b>	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Trend*
Indicatore anticipatore KOF (indice)	96,6	97,2	93,9	95,0	95,9	95,5	93,1	94,8	92,7	96,2	100,1	101,8	92,9	in rialzo
PMI manifatturiero (indice)	50,7	49,1	49,0	48,6	45,2	47,4	44,9	48,9	48,5	48,8	47,8	49,5	43,7	in calo
Vendite reali al dettaglio (% su base annua)	-0,8	-0,6	-0,5	1,0	1,4	-0,5	1,7	0,3	1,2	0,6	0,0	0,3		in calo
Bilancio commerciale (miliardi, CHF)	3,1	2,3	3,2	4,0	3,7	1,7	4,0	3,5	3,9	2,0	4,8	3,5	4,0	in rialzo
CPI (% su base annua)	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,1	-0,5	in calo
<b>Giappone</b>	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Trend*
PMI manifatturiero Nomura (indice)	49,2	50,2	49,8	49,3	49,4	49,3	48,9	48,4	48,9	48,4	48,8	47,8	44,8	in calo
Ordini dei macchinari (% su base annua)	-0,7	2,5	-3,7	12,5	0,3	-14,5	5,1	-6,1	5,3	-3,5	-0,3	-2,4		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	-4,1	-0,7	-1,9	-3,9	0,8	-5,5	1,2	-8,2	-8,5	-3,7	-2,4	-5,7		in rialzo
Economy Watchers Survey (indice)	46,7	47,0	44,3	43,3	41,7	42,6	45,7	36,3	39,2	40,7	40,6	27,4	15,9	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	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	in calo
Labour Cash Earnings (% su base annua)	-1,3	-0,3	-0,5	0,4	-1,0	-0,1	0,5	0,0	0,1	-0,2	1,2	0,7		in rialzo
Vendite dei grandi magazzini (% su base annua)	0,1	-1,1	-0,8	-0,9	-2,9	2,3	23,1	-17,5	-6,0	-5,0	-3,1	-12,2	-33,4	in calo
Massa monetaria M2 (% su base annua)	2,4	2,5	2,6	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,7	2,7	2,8	3,0	3,3	in rialzo
CPI Esclusi alimentari ed energia (% su base annua)	0,3	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,4	0,2	0,3	in calo
Esportazioni (% su base annua)	-2,4	-2,3	-7,7	-6,6	-1,5	-8,2	-5,2	-9,2	-7,9	-6,3	-2,6	-1,0	-11,7	in rialzo
<b>Cina</b>	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	50,5	50,1	49,4	49,4	49,7	49,5	49,8	49,3	50,2	50,2	50,0	35,7	52,0	in calo
Produzione industriale (% su base annua)	8,5	5,4	5,0	6,3	4,8	4,4	5,8	4,7	6,2	6,9			-1,1	in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	8,7	7,2	8,6	9,8	7,6	7,5	7,8	7,2	8,0	8,0			-15,8	in calo
PPI (% su base annua)	0,4	0,9	0,6	0,0	-0,3	-0,8	-1,2	-1,6	-1,4	-0,5	0,1	-0,4	-1,5	in rialzo
Esportazioni (% su base annua)	14,0	-2,7	1,1	-1,5	3,4	-1,0	-3,2	-0,8	-1,3	7,9			-6,6	in calo
CPI (% su base annua)	2,3	2,5	2,7	2,7	2,8	2,8	3,0	3,8	4,5	4,5	5,4	5,2	4,3	in rialzo
RRR (%)	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,0	13,0	13,0	13,0	12,5	12,5	12,5	in calo
PIL (% su base annua)	6,4			6,2			6,0			6,0			-6,8	in calo
PMI non manifatturiero (indice)	50,5	50,1	49,4	49,4	49,7	49,5	49,8	49,3	50,2	50,2	50,0	35,7	52,0	in calo
Finanziamenti aggregati (miliardi, CNY)														neutrale

Fonte dati: Bloomberg

\*Trend = ultimi 3 m - 3 mesi precedenti

## Appendice 5

### Dati economici

<b>Australia</b>	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Trend*
AiG manifatturiero (indice)	51,0	54,8	52,7	49,4	51,3	53,1	54,7	51,6	48,1	48,3	45,4	44,3	53,7	in calo
AiG servizi (indice)	45,9	47,6	52,3	51,4	44,4	52,3	51,8	55,2	53,7	48,7	47,4	47,0	38,7	in calo
Westpac Consumer Confidence (% su base mensile)	-4,8	1,9	0,6	-0,6	-4,1	3,6	-1,7	-5,5	4,5	-1,9	-1,8	2,3	-3,8	in calo
Approvazioni nuovi edifici (% su base annua)	-23,8	-21,5	-18,2	-23,9	-28,0	-16,4	-14,5	-21,0	-2,6	7,6	-11,1	-5,8		in rialzo
Variazione occupazione ('000, su base mensile)	33,9	26,9	37,7	2,1	29,3	36,9	11,4	-24,6	35,4	28,4	12,7	25,6	5,9	in rialzo

<b>Brasile</b>	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Trend*
CPI (% su base annua)	4,6	4,9	4,7	3,4	3,2	3,4	2,9	2,5	3,3	4,3	4,2	4,0	3,3	in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	2,3	-6,1	-3,6	7,7	-5,8	-2,5	-2,1	1,1	1,3	-1,7	-1,2	-0,9	-0,4	in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	4,0	-4,4	1,8	1,0	0,1	4,3	1,4	2,2	4,3	3,1	2,6	1,4	4,7	in calo
Bilancia commerciale (milioni, USD)	4295,7	5653,1	5624,4	5377,4	2391,4	4099,6	3803,2	2549,6	3564,6	5946,9	-1626,1	2475,2	4713,0	in calo
Saldo di bilancio primario (miliardi, BRL)	-45,0	-62,2	-28,0	-47,6	-30,1	-30,3	-63,6	-45,9	-10,9	-53,2	-38,4	19,1	-49,4	in rialzo

<b>Cile</b>	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Trend*
Indice dell'attività economica IMACEC (% su base annua)	1,45	1,88	2,14	1,37	3,07	3,82	3,28	-3,36	-3,98	0,77	1,09	2,70		in rialzo
CPI (% su base annua)	2,48	2,43	2,76	2,70	2,57	2,58	2,24	2,71	2,79	3,00	3,46	3,89	3,74	in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	1,19	-0,38	3,62	-0,87	1,94	2,27	-0,75	-12,00	-9,21	-2,57	0,20	4,49		in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	-1,61	0,52	0,19	-3,14	1,41	1,22	0,54	-2,79	-2,43	3,23	1,80	5,60		in rialzo
Disoccupazione (%)	7,20	7,10	7,20	7,30	7,50	7,60	7,30	7,10	7,00	7,10	7,40	7,80		in rialzo

<b>Messico</b>	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Trend*
PMI (indice)	51,5	51,9	49,2	48,6	48,9	47,3	48,1	46,5	46,7	46,8	49,0	48,0	45,0	in rialzo
CPI (% su base annua)	4,0	4,4	4,3	4,0	3,8	3,2	3,0	3,0	3,0	2,8	3,2	3,7	3,3	in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	1,6	1,6	2,8	1,0	2,1	2,6	2,4	0,4	2,1	3,2	2,7	2,5		in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	2,4	-0,4	0,8	-1,0	3,4	-0,2	0,8	-1,3	-3,2	-0,5	-0,9	-1,0		in rialzo
Rimesse (milioni, USD)	2958,0	2937,0	3282,1	3183,5	3258,7	3356,4	3071,9	3125,0	2898,6	3080,3	2582,8	2694,2		in calo

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

