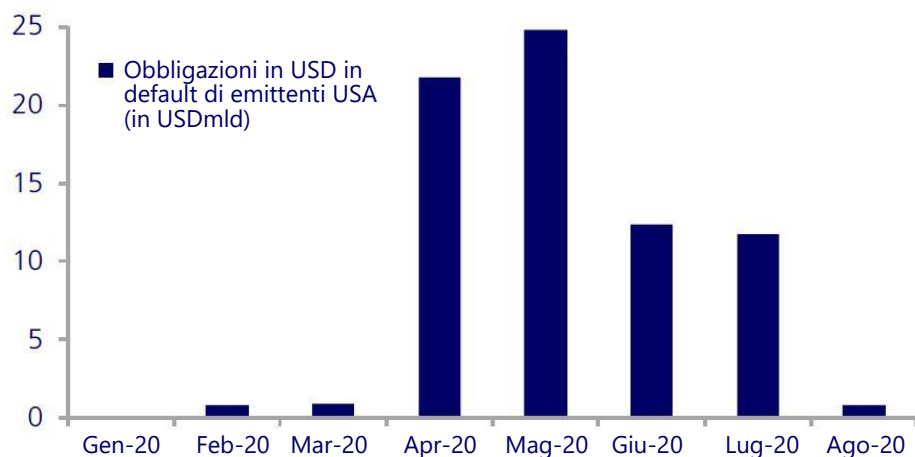


Approfondimento mensile sugli investimenti

L'incubo del credito potrebbe essere finito, ma le aziende devono continuare a focalizzarsi sul capitale



Fonte: Bloomberg

Gli asset rischiosi sono in rialzo da marzo e il mese scorso il trend è proseguito, con le azioni globali che hanno raggiunto nuovi massimi. Se da un lato le banche centrali e lo stimolo fiscale hanno risollevato le sorti dei mercati, alcuni investitori sono stati e continuano ad essere scettici in merito alla sostenibilità del rally, citando spesso il gap esistente tra i mercati e i fondamentali. Ci incoraggia il fatto che, almeno per i mercati del credito ma anche per alcuni settori dell'azionario, i fondamentali stiano migliorando notevolmente e che il colpo inferto dal COVID-19 sia stato più superficiale del previsto.

Nel nostro documento dell'11 giugno intitolato [The credit cycle ends and a new one is born](#) avevamo ipotizzato l'inizio di un nuovo ciclo del credito, e in genere le fasi iniziali di un nuovo ciclo fanno da sfondo a solidi rendimenti per gli investitori. Se da un lato un deterioramento dei fondamentali era previsto, il nervosismo degli investitori obbligazionari si è incentrato sul netto incremento della leva finanziaria, sul declassamento di ampi volumi di debito e sul peggioramento dei tassi di default rispetto alla nostra previsione del 10%. In tutte e tre le aree, i momenti più critici a livello di deterioramento del credito sono stati comunque meno drammatici del previsto e, cosa più importante, potrebbero essere già alle nostre spalle.

Se è vero che la leva finanziaria è salita a livelli record, l'incremento è comunque inferiore rispetto a quello che avevamo previsto. Flussi di cassa migliori e una gestione prudente degli stati patrimoniali hanno alleviato lo stress sui bilanci, mentre le società hanno raccolto liquidità e ridotto le distribuzioni agli azionisti. Di conseguenza, le agenzie di rating sono state pazienti. Dopo la prima ampia tornata di declassamenti del debito da investment grade a high yield (i cosiddetti "fallen angel") di marzo, non sono state registrate ulteriori grandi ondate quanto piuttosto un passaggio graduale che sta ora perdendo slancio. Anche se alcune banche avevano previsto che nel 2020 oltre USD 500mld di obbligazioni corporate statunitensi sarebbero passate alla categoria fallen angel, il volume effettivo ad oggi è inferiore a USD 200mld. In terzo luogo, come dimostra il grafico, i default stanno inoltre diventando meno frequenti: per gli emittenti domiciliati negli USA, in agosto è stato registrato il volume più basso dall'inizio della crisi del COVID-19. La lista "Top Bonds of Concern" redatta da Fitch, contenente i titoli di debito vulnerabili, ammonta a quota USD 26,7mld, il livello più basso registrato in un anno e in calo del 49% dal picco di maggio. Le società statunitensi di dimensioni minori si trovano in una situazione ancora migliore, grazie al Paycheck Protection Program (PPP).

È tuttavia fondamentale che le società continuino a gestire i bilanci in maniera responsabile. Pur essendo vero che nel 2021 i fondamentali dovrebbero migliorare, se l'incremento dei flussi di cassa non verrà impiegato per risanare gli stati patrimoniali gli oneri del debito diverranno insostenibili e le agenzie di rating impazienti. Dunque, anche se il peggio potrebbe essere ormai alle nostre spalle, per diversi trimestri sarà ancora necessario gestire con prudenza il capitale aziendale.

Valutazione del mercato

Sviluppi chiave

- Le economie continuano a evidenziare una ripresa a V, ma è previsto un calo nell'accelerazione dell'attività
- In Europa il tasso di infezioni da COVID-19 è in aumento e le tensioni geopolitiche si stanno aggravando
- Gli indici azionari globali hanno raggiunto nuovi massimi, perché la propensione al rischio persiste e i fondamentali migliorano

L'opinione di Zurich

L'economia globale continua a recuperare terreno, ampiamente in linea con le nostre aspettative di una ripresa a V. Tuttavia l'aumento delle infezioni da coronavirus in Europa e altrove, insieme alle tensioni geopolitiche, richiede un monitoraggio attento. Detto questo, difficilmente saranno imposti ulteriori lockdown su scala nazionale mentre appaiono probabili dei provvedimenti mirati. Affinché l'economia si riprenda, siamo comunque convinti che sia importante continuare con le misure di stimolo, soprattutto sul fronte fiscale, perché i mercati del lavoro sono ancora fragili e la fiducia dei consumatori vulnerabile.

Gli asset rischiosi hanno messo a segno un rialzo; l'Indice MSCI World ha archiviato nuovi massimi e gli spread creditizi si sono nettamente contratti rispetto ai massimi di marzo. Mentre i mercati sono stati sostenuti dalle iniezioni di liquidità, anche i fondamentali sono stati migliori del previsto. Ciò risulta evidente dagli utili, dalla leva finanziaria, dai declassamenti dei rating e dai tassi di default, e dovrebbe ridimensionare in parte lo scetticismo degli investitori circa la sostenibilità del rally degli asset rischiosi. Se è vero che alcune valutazioni appaiono eccessive, le prospettive per il credito rimangono ottimistiche. I rendimenti obbligazionari dovrebbero rimanere limitati e nell'azionario si sono aperte alcune divergenze. Ad esempio, se da un lato le prospettive per i titoli indonesiani sembrano destinate a migliorare, l'azionario australiano appare in fase di consolidamento.

Sviluppi chiave

L'opinione di Zurich

Mondo

- La ripresa procede come previsto, ma il ritmo dei miglioramenti nell'economia globale sta rallentando
- I mercati del lavoro sono vulnerabili e sarà fondamentale un ampliamento delle misure di supporto fiscale
- Il virus torna a destare preoccupazione per i nuovi focolai in alcune regioni, ma il tasso di contagi globale è contenuto

Anche se la ripresa globale prosegue, con ulteriori miglioramenti nei dati di agosto dopo il recupero dei mesi precedenti, il ritmo sta ora rallentando. Il recupero dell'attività è stato trainato da una spesa al consumo solida: in alcune regioni le vendite al dettaglio sono tornate ai livelli pre-crisi nonostante i servizi siano ancora deboli. L'attività manifatturiera e la produzione industriale hanno messo a segno una ripresa solida e i commerci globali sono stati relativamente resilienti, aiutati da un recupero in Asia trainato dal settore tecnologico. Rimangono in essere piani di supporto monetario illimitato e ci aspettiamo un ampliamento delle misure fiscali, considerando la fragilità dei mercati del lavoro e il rischio di contagio. Sono prevedibili chiusure locali, ma un ritorno ai lockdown su scala nazionale è improbabile.

Stati Uniti

- L'Indice S&P 500 ha raggiunto un nuovo picco record, sostenuto da dati economici solidi, ma il rally si sta gradualmente riducendo
- L'economia continua a recuperare terreno, con la riapertura di altri 1,8 milioni di posti di lavoro ad agosto
- La Fed ha annunciato un target di inflazione media e si sta concentrando sul mercato del lavoro, potenziando la flessibilità della sua politica

Sostenuto da una politica monetaria molto accomodante, da sorprese positive sul fronte degli utili e da dati economici solidi, l'Indice S&P 500 ha raggiunto ad agosto un nuovo picco massimo. Tuttavia il rally azionario si sta riducendo sempre di più ed è trainato da un manciata di titoli large-cap del settore tecnologico. Nel frattempo, l'economia continua a recuperare terreno dopo lo shock del COVID-19: le aziende hanno riaperto altri 1,8 milioni di posti di lavoro e le prime richieste di sussidi di disoccupazione sono scese sotto il milione per la prima volta da metà marzo. La ripresa dell'economia dovrebbe proseguire a un ritmo più contenuto, anche se il mancato accordo in merito a ulteriori stimoli fiscali potrebbe rappresentare un ostacolo. D'altra parte, la Fed ha annunciato il passaggio a un target di inflazione media e la politica monetaria potrebbe rimanere molto accomodante ancora più a lungo.

Regno Unito

- L'economia del Regno Unito ha registrato una contrazione trimestrale superiore al 20% nel Q2
- Gli indicatori mensili dimostrano tuttavia una netta ripresa dell'attività aziendale nel Q3, con la riapertura dell'economia
- Nonostante si avvicini la scadenza di fine anno, ci sono scarsi segnali di progresso nelle trattative commerciali tra il Regno Unito e l'UE

Nel Q2 l'economia britannica ha subito la perdita più ampia registrata nel dopoguerra, con una contrazione del PIL pari al 20,4% su base trimestrale. Il crollo è stato più ampio rispetto a quello che ha colpito gli USA e altri grandi Paesi europei come la Germania, l'Italia e la Francia. L'attività aziendale è tuttavia migliorata, con la riapertura dell'economia; l'indice PMI composito, ad esempio, è passato dal 57,0 di luglio al 60,3 di agosto, il livello più elevato dal 2013. Il tasso di disoccupazione ufficiale è ancora molto basso e a giugno si attestava al 3,9% ma il dato risulta fortemente distorto dal grande numero di lavoratori congedati ancora classificati come "dipendenti". Con il graduale abbandono di questo regime nei prossimi mesi, il rischio è quello di un'impennata nel tasso di disoccupazione. Infine, le trattative commerciali tra Regno Unito e UE hanno fatto finora scarsi progressi.

Zona euro

- Il PMI composito della Zona euro ha fatto un passo indietro ad agosto ma rimane in linea con una ripresa graduale
- I nuovi casi di virus sono risaliti, specialmente in Spagna e Francia, ma i tassi di mortalità rimangono ridotti
- Le misure di congedo sono state ampliate e i governi continuano a fornire un supporto sostanziale all'economia

Se da un lato ad agosto il PMI composito flash della Zona euro è stato deludente, scendendo di circa 3 punti a quota 51,6, nei tre mesi precedenti aveva messo a segno un rialzo di 38 punti rispetto al picco minimo di aprile, a dimostrazione di una ripresa continuativa nella regione confermata anche da altri sondaggi nazionali tra le aziende e dati concreti. Rimane in essere un ampio supporto a livello politico e i governi della regione hanno di recente ampliato i programmi di congedo per i dipendenti. Anche se l'incremento dei nuovi casi di infezioni, in particolare in Spagna e Francia, rappresenta un rischio e sono stati reimposti alcuni lockdown a livello locale, le ospedalizzazioni e i decessi sono fortunatamente molto inferiori rispetto a marzo. A nostro avviso, la possibilità di un lockdown totale è ridotta, pertanto il potenziale impatto negativo sull'economia è limitato.

Svizzera

- Il PIL ha perso l'8% nel Q2, trainato da servizi deboli e da un crollo della domanda estera, ma la solida produzione nel settore farmaceutico ha fatto da contrappeso
- Gli indicatori anticipatori e i dati sulla fiducia sono migliorati ulteriormente ad agosto, a dimostrazione della nostra view di uno scenario economico relativamente resiliente
- La solidità del franco svizzero ostacolerà il recupero dei commerci e delle dinamiche inflazionistiche nei prossimi mesi

Nel Q2 il PIL svizzero ha perso l'8% archiviando il calo più netto di sempre, anche se meno pronunciato rispetto a molte altre economie. La resilienza è in parte attribuibile a un'economia diversificata, dove il settore farmaceutico ha compensato le debolezze emerse su altri fronti. Il PIL nei settori alberghiero e dei servizi alimentari è sceso del 54% e trasporti e comunicazioni hanno perso oltre il 20%; tuttavia, poiché la dipendenza da questi settori è relativamente limitata, l'impatto sul PIL complessivo è stato meno significativo. Ad agosto l'indicatore anticipatore KOF è salito a un massimo decennale, stimolato dalla domanda estera e dall'attività manifatturiera, mentre il settore dell'hospitality sta evidenziando un incremento nel turismo domestico. È in atto una ripresa a V e l'economia svizzera si è ancora una volta dimostrata relativamente resiliente in risposta a uno shock notevole.

Sviluppi chiave

L'opinione di Zurich

Giappone

- Il PM Abe si è dimesso per problemi di salute e i candidati alla successione si stanno schierando
- La seconda ondata di infezioni da COVID-19 si sta lentamente esaurendo
- L'azionario giapponese si sta muovendo lateralmente, con una sottoperformance a livello globale

A nostro avviso, dopo le dimissioni del Primo Ministro Abe, le politiche economiche ed estere rimarranno stabili. Diversi candidati si stanno schierando per la presidenza del Partito liberal-democratico e la posizione di Primo Ministro, con elezioni programmate per metà settembre. L'economia giapponese sta lentamente recuperando terreno e a luglio la produzione industriale ha evidenziato una ripresa. Il settore retail sta prendendo respiro dopo la solida ripresa di giugno dovuta alla domanda accumulata e alle distribuzioni di liquidità da parte del governo. I consumi nel settore dei servizi rimangono scarsi. L'ultimo sondaggio MoF per il Q2 delinea un quadro negativo in termini di vendite aziendali, profitti e capex. L'azionario giapponese si sta muovendo lateralmente ma a luglio e agosto ha realizzato una sottoperformance, mentre il cambio USD/JPY rimane nell'intervallo compreso tra 104 e 106.

Cina

- La crescita economica della Cina si sta normalizzando dopo una ripresa a V
- I consumi nel settore dei servizi rimangono scarsi
- Il rally attivo da metà marzo ha fatto salire l'Indice MSCI China quasi al picco massimo

Dopo la ripresa a V, la crescita economica della Cina si sta ora normalizzando. Le infrastrutture solide e gli investimenti immobiliari continuano a rappresentare il principale fattore di crescita e il settore dei servizi sta ancora tentando di mettersi al passo. Le vendite di auto e online rimangono solide ma i segmenti retail, ristorazione, viaggi e intrattenimento sono ancora indietro. Mentre il PMI dei servizi di agosto ha registrato una ripresa, i PMI manifatturiero ed edile si sono in qualche modo ridimensionati, pur rimanendo solidi. Il PMI manifatturiero Caixin è salito al massimo degli ultimi nove anni. L'attrito tra Cina e Stati Uniti si sta nuovamente intensificando. Il rally dell'azionario cinese prosegue con l'Indice MSCI China vicino al suo record e lo yuan si è apprezzato ulteriormente sul dollaro USA. I focolai di infezioni da COVID-19 sono stati velocemente isolati.

Australia

- Il nuovo lockdown a Victoria ha penalizzato la crescita dei posti di lavoro e i consumi locali
- Le esportazioni di minerale ferroso rimangono solide, sostenendo l'avanzo commerciale dell'Australia
- L'azionario rimane invariato, trainato dalla sottoperformance dei titoli finanziari

Il lockdown di sei settimane imposto a Victoria ha comportato un nuovo collasso dell'attività economica, nel secondo stato più grande dell'Australia che rappresenta circa il 23% della produzione nazionale. Le vendite retail e la crescita dei posti di lavoro locali si sono nettamente contratte, mentre i dati sulla mobilità di Melbourne hanno dimostrato un calo dell'attività pari circa al 20% rispetto ai livelli pre COVID-19. In questo contesto, la ripresa economica nel Q3 potrebbe essere lenta. L'azionario australiano non ha acquisito molto slancio di recente, anche a causa della sottoperformance dei titoli bancari. Le prospettive per gli utili bancari rimangono piuttosto cupe considerati i tassi di interesse ad oggi molto ridotti, la crescita scarsa del credito e un aumento incerto delle riserve per perdite su crediti dovute al COVID-19. Nel complesso, ci aspettiamo che la performance dell'azionario australiano rimanga debole.

ASEAN

- Il PIL del Q2 indica una netta contrazione, soprattutto in Malesia e nelle Filippine
- Le esportazioni regionali evidenziano segnali di ripresa
- L'Indice MSCI Indonesia ha acquisito un certo slancio

Quasi tutti i Paesi che pubblicano il PIL per il Q2 hanno fino ad oggi evidenziato un crollo a doppia cifra su base annuale, con l'unica eccezione dell'Indonesia. Il PIL dell'Indonesia è sceso solo del 5,3% su base annuale dopo essere entrata in lockdown molto più tardi rispetto agli altri Paesi ASEAN. Anche se il tasso di infezioni nel Paese rimane elevato, il recupero dell'attività è stato buono. Altrove le esportazioni regionali hanno evidenziato un miglioramento solido, trainato dalle spedizioni nel settore elettronico in particolare a Singapore. Se da un lato l'azionario ASEAN si è mosso in gran parte lateralmente, l'Indice MSCI Indonesia ha guadagnato slancio, trainato dal settore bancario. Le banche indonesiane, per la maggior parte di proprietà statale, beneficiano dei rendimenti relativamente elevati dei titoli di Stato, che attirano il retail domestico e la domanda istituzionale. Gli acquisti dall'estero potrebbero iniziare a sostenere l'azionario indonesiano e anche i mercati del credito.

Snapshot delle valutazioni (indici MSCI)

Valutazioni degli ultimi quattro trimestri

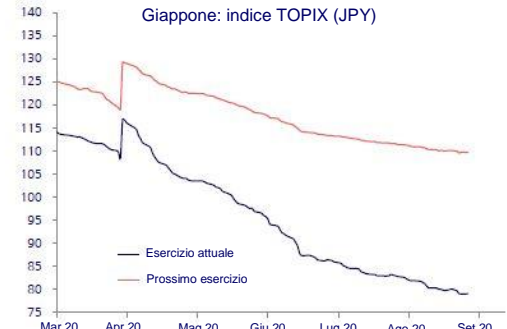
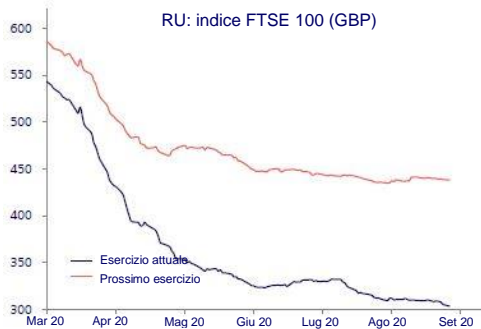
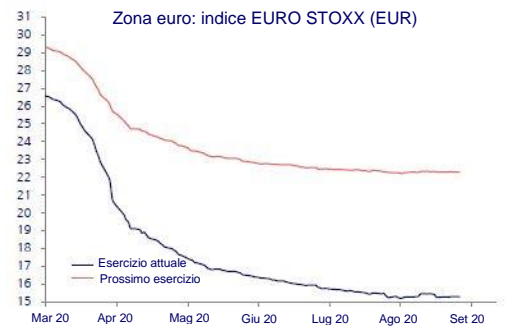
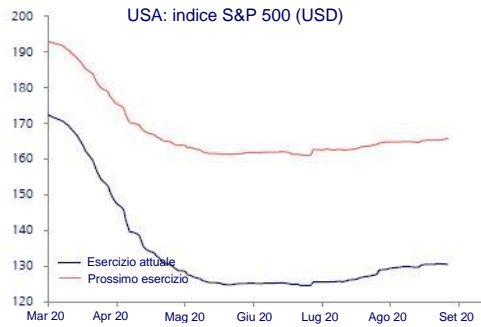
	Stati Uniti	Europa, Regno Unito escluso	Regno Unito	Svizzera	Giappone	APAC, Giappone escluso	Cina	Brasile	Messico
P/E negli ultimi 12 mesi	26,50	16,87	12,00	19,10	15,67	17,62	17,54	17,69	19,52
P/B negli ultimi 12 mesi	3,90	1,73	1,41	2,90	1,22	1,75	2,06	2,17	1,67
P/CF negli ultimi 12 mesi	15,77	9,84	7,29	14,13	7,28	10,40	11,56	7,43	7,66
Tasso di rendimento azionario	1,70	2,38	3,95	2,89	2,51	2,48	1,68	3,08	2,77
ROE	14,71	10,26	11,74	15,19	7,81	9,94	11,73	12,26	8,53

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	1,27	0,81	0,57	0,91	0,75	0,84	0,84	0,85	0,93
P/B negli ultimi 12 mesi	1,61	0,72	0,58	1,20	0,51	0,73	0,85	0,90	0,69
P/CF negli ultimi 12 mesi	1,32	0,82	0,61	1,18	0,61	0,87	0,97	0,62	0,64
Tasso di rendimento azionario	0,80	1,13	1,87	1,37	1,19	1,17	0,79	1,45	1,31
ROE	1,27	0,89	1,02	1,32	0,68	0,86	1,02	1,06	0,74

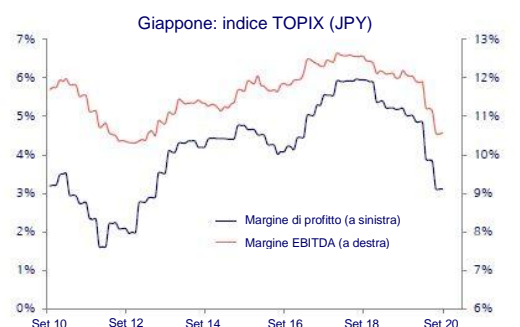
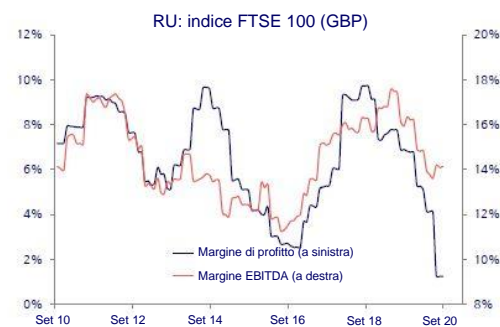
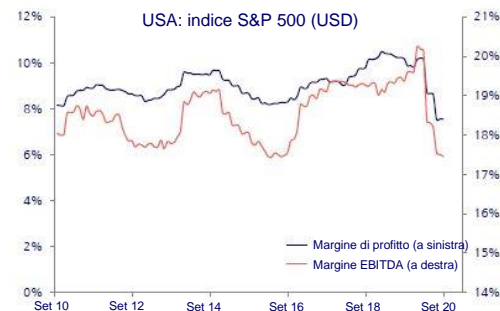
Fonte: Datastream

Stime degli utili: interi esercizi fiscali



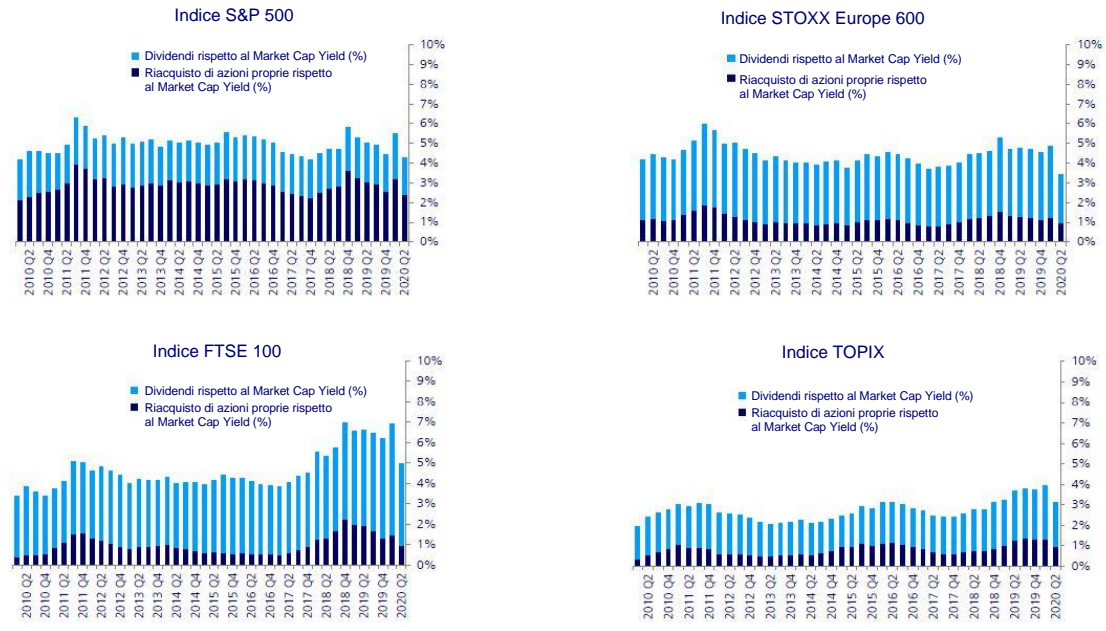
Fonte: Bloomberg

Margini storici



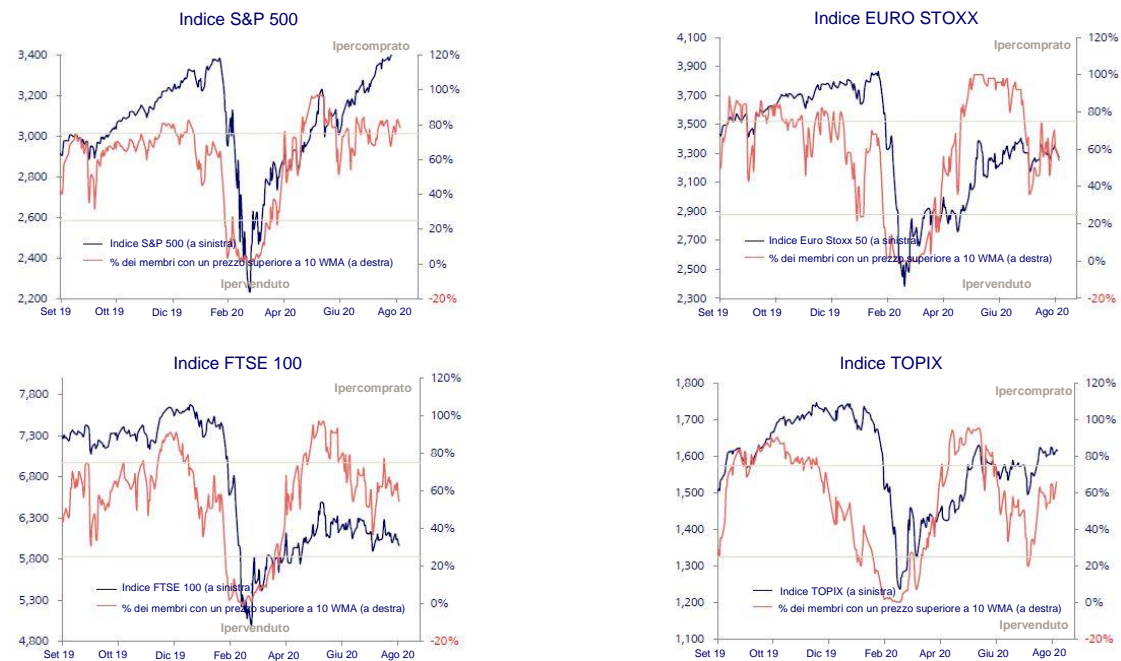
Fonte: Bloomberg

Dividendi e riacquisti di azioni proprie



Fonte: Bloomberg

Ipervenduto/ Ipercomprato



Fonte: Bloomberg

Irripidimento della curva dei rendimenti (2 -10 anni)



Fonte: Bloomberg

Istantanea degli spread

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Spread rispetto ai Treasury USA (pb)			
	Set 20	1m fa	3m fa	1a fa
Regno Unito	-40	-42	-47	-108
Germania	-111	-105	-110	-220
Svizzera	-112	-107	-110	-249
Giappone	-66	-51	-73	-176
Australia	26	29	22	-58
Cina	233	245	205	158
Corea del Sud	82	77	67	-15
Malesia	191	203	210	181
Indonesia	614	630	625	584
Thailandia	70		45	-6
Filippine	335	n/a	n/a	n/a
Brasile	574	n/a	n/a	591
Messico	537	520	339	529
Colombia	538	n/a	529	459
Perù	328	340	312	269

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Spread rispetto ai bund tedeschi (pb)			
	Set 20	1m fa	3m fa	1a fa
Francia	30	33	36	30
Olanda	11	14	21	15
Belgio	26	31	42	36
Austria	18	23	31	26
Irlanda	35	41	50	64
Italia	143	152	191	167
Spagna	80	86	96	83
Portogallo	82	88	93	84

Fonte: Bloomberg, ZIG

Appendice 4

Dati economici

Stati Uniti	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Trend*
ISM manifatturiero (indice)	48,8	48,2	48,5	48,1	47,8	50,9	50,1	49,1	41,5	43,1	52,6	54,2		in rialzo
ISM non manifatturiero (indice)	56,0	53,5	54,4	53,9	54,9	55,5	57,3	52,5	41,8	45,4	57,1	58,1		in rialzo
Beni durevoli (% su base mensile)	0,5	-0,9	-0,1	-2,6	2,8	-0,2	2,0	-16,7	-18,3	15,0	7,7	11,2		in rialzo
Fiducia dei consumatori (indice)	134,2	126,3	126,1	126,8	128,2	130,4	132,6	118,8	85,7	85,9	98,3	91,7	84,8	in calo
Vendite al dettaglio (% su base mensile)	4,3	4,0	3,3	3,3	5,6	4,9	4,5	-5,6	-19,9	-5,6	2,1	2,7		in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	3,7	3,5	3,6	3,5	3,5	3,6	3,5	4,4	14,7	13,3	11,1	10,2		in rialzo
Salario orario medio su base annua (% su base annua)	3,7	3,7	3,8	3,5	3,2	3,3	3,3	3,5	7,7	6,6	5,4	4,6		in rialzo
Variazione in busta paga ('000 su base mensile)	207,0	208,0	185,0	261,0	184,0	214,0	251,0	-1373,0	-20787,0	2725,0	4791,0	1763,0		in rialzo
PCE (% su base annua)	1,9	1,7	1,7	1,6	1,6	1,8	1,9	1,7	0,9	1,0	1,1	1,3		in calo
PIL (% su base trimestrale, annualizzato)		2,6			2,4			-5,0			-31,7			

Regno Unito	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Trend*
PMI servizi (indice)	50,6	49,5	50,0	49,3	50,0	53,9	53,2	34,5	13,4	29,0	47,1	56,5	60,1	in rialzo
Fiducia dei consumatori (indice)	-14,0	-12,0	-14,0	-14,0	-11,0	-9,0	-7,0	-9,0	-34,0	-34,0	-30,0	-27,0	-27,0	in calo
Tasso di disoccupazione (%)	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9			in calo
CPI (% su base annua)	1,7	1,7	1,5	1,5	1,3	1,8	1,7	1,5	0,8	0,5	0,6	1,0		in calo
PIL (% su base annua)		1,3			1,1			-1,7			-21,7			

Zona euro	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	47,0	45,7	45,9	46,9	46,3	47,9	49,2	44,5	33,4	39,4	47,4	51,8	51,7	in rialzo
PMI servizi (indice)	53,5	51,6	52,2	51,9	52,8	52,5	52,6	26,4	12,0	30,5	48,3	54,7	50,1	in rialzo
IFO sulla fiducia delle imprese (indice)	94,6	94,9	94,7	94,9	96,0	95,5	95,8	86,1	74,4	79,7	86,3	90,4	92,6	in rialzo
Produzione industriale (% su base mensile)	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-1,6	1,9	-0,1	-11,8	-18,0	12,3	9,1			in rialzo
Ordinativi GE (% su base mensile)	-0,4	1,2	-0,4	-1,3	-1,5	4,9	-1,2	-15,0	-26,1	10,4	27,9			in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	7,5	7,5	7,4	7,4	7,4	7,4	7,2	7,2	7,5	7,7	7,8			in calo
Crescita M3 (% su base annua, MM a 3 mesi)	5,8	5,7	5,7	5,6	4,9	5,2	5,5	7,5	8,2	9,0	9,2	10,2		in rialzo
CPI (% su base annua)	1,0	0,8	0,7	1,0	1,3	1,4	1,2	0,7	0,3	0,1	0,3	0,4		in calo
CPI Core (% su base annua)	0,9	1,0	1,1	1,3	1,3	1,1	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8	1,2		in calo
PIL (% su base trimestrale)		0,3			0,0			-3,6			-12,1			

Svizzera	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Trend*
Indicatore anticipatore KOF (indice)	95,5	93,2	94,8	92,7	96,1	100,0	101,7	91,5	59,8	49,5	60,4	86,0	110,2	in rialzo
PMI manifatturiero (indice)	47,4	44,9	48,9	48,5	48,8	47,8	49,5	43,7	40,7	42,1	41,9	49,2		in calo
Vendite reali al dettaglio (% su base annua)	-0,5	1,7	0,3	1,3	1,0	0,2	0,9	-6,1	-18,8	6,8	3,3	4,1		in rialzo
Bilancio commerciale (miliardi, CHF)	1,7	4,0	3,5	3,9	2,0	4,7	3,5	3,9	4,0	2,6	3,2	3,4		in calo
CPI (% su base annua)	0,3	0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,1	-0,5	-1,1	-1,3	-1,3	-0,9		in calo

Giappone	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Trend*
PMI manifatturiero Nomura (indice)	49,3	48,9	48,4	48,9	48,4	48,8	47,8	44,8	41,9	38,4	40,1	45,2	47,2	in rialzo
Ordini dei macchinari (% su base annua)	-14,5	5,1	-6,1	5,3	-3,5	-0,3	-2,4	-0,7	-17,7	-16,3	-22,5			in calo
Produzione industriale (% su base annua)	-5,5	1,2	-8,2	-8,5	-3,7	-2,4	-5,7	-5,2	-15,0	-26,3	-18,2	-16,1		in calo
Economy Watchers Survey (indice)	42,6	45,7	36,3	39,2	40,7	40,6	27,4	15,9	9,5	15,4	38,0	41,3		in rialzo
Rapporto tra posizioni disponibili e richieste di lavoro (indice)	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1		in calo
Labour Cash Earnings (% su base annua)	-0,1	0,5	0,0	0,1	-0,2	1,0	0,7	0,1	-0,7	-2,3	-2,0			in calo
Vendite dei grandi magazzini (% su base annua)	2,3	23,1	-17,5	-6,0	-5,0	-3,1	-12,2	-33,4	-72,8	-65,6	-19,1	-20,3		in rialzo
Massa monetaria M2 (% su base annua)	2,4	2,4	2,4	2,7	2,7	2,8	3,0	3,2	3,7	5,1	7,3	7,9		in rialzo
CPI Esclusi alimentari ed energia (% su base annua)	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,4	0,2	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3		in rialzo
Esportazioni (% su base annua)	-8,2	-5,2	-9,2	-7,9	-6,3	-2,6	-1,0	-11,7	-21,9	-28,3	-26,2	-19,2		in calo

Cina	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	49,5	49,8	49,3	50,2	50,2	50,0	35,7	52,0	50,8	50,6	50,9	51,1	51,0	in calo
Produzione industriale (% su base annua)	4,4	5,8	4,7	6,2	6,9			-1,1	3,9	4,4	4,8	4,8		in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	7,5	7,8	7,2	8,0	8,0			-15,8	-7,5	-2,8	-1,8	-1,1		in rialzo
PPI (% su base annua)	-0,8	-1,2	-1,6	-1,4	-0,5	0,1	-0,4	-1,5	-3,1	-3,7	-3,0	-2,4		in calo
Esportazioni (% su base annua)	-1,0	-3,2	-0,8	-1,3	7,9			-6,6	3,4	-3,2	0,5	7,2		in rialzo
CPI (% su base annua)	2,8	3,0	3,8	4,5	4,5	5,4	5,2	4,3	3,3	2,4	2,5	2,7		in calo
RRR (%)	13,5	13,0	13,0	13,0	13,0	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	neutrale
PIL (% su base annua)		6,0			6,0			-6,8			3,2			in rialzo
PMI non manifatturiero (indice)	49,5	49,8	49,3	50,2	50,2	50,0	35,7	52,0	50,8	50,6	50,9	51,1	51,0	in calo
Finanziamenti aggregati (miliardi, CNY)														neutrale

Appendice 5

Dati economici

Australia	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Trend*
AiG manifatturiero (indice)	53,1	54,7	51,6	48,1	48,3	45,4	44,3	53,7	35,8	41,6	51,5	53,5	49,3	in rialzo
AiG servizi (indice)	52,3	51,8	55,2	53,7	48,7	47,4	47,0	38,7	27,1	31,6	31,5	44,0		in calo
Westpac Consumer Confidence (% su base mensile)	3,6	-1,7	-5,5	4,5	-1,9	-1,8	2,3	-3,8	-17,7	16,4	6,3	-6,1	-9,5	in calo
Approvazioni nuovi edifici (% su base annua)	-15,8	-13,5	-19,5	-1,9	8,4	-7,9	-3,9	2,8	6,8	-10,5	-14,8	6,3		in calo
Variazione occupazione ('000, su base mensile)	42,1	8,1	-24,9	29,5	31,3	11,6	19,3	-3,1	-607,4	-264,1	228,4	114,7		in rialzo

Brasile	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Trend*
CPI (% su base annua)	3,4	2,9	2,5	3,3	4,3	4,2	4,0	3,3	2,4	1,9	2,1	2,3		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	-2,4	-2,0	1,1	1,3	-1,7	-1,3	-0,9	-0,3	-3,8	-27,5	-21,8	-9,0		in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	4,3	1,4	2,2	4,3	3,1	2,6	1,4	4,7	-1,1	-17,1	-6,4	0,5		in calo
Bilancia commerciale (milioni, USD)	4099,6	3803,2	2549,6	3564,6	5946,9	-1672,1	2337,2	3859,1	6063,1	4272,5	7463,3	8060,0		in rialzo
Saldo di bilancio primario (miliardi, BRL)	-63,6	-45,9	-10,9	-53,2	-38,4	19,1	-49,4	-79,7	-115,8	-140,4	-210,2	-86,9		in calo

Cile	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Trend*
Indice dell'attività economica IMACEC (% su base annua)	3,82	3,28	-3,36	-3,98	0,77	1,29	3,33	-3,08	-14,10	-15,32	-12,44			in calo
CPI (% su base annua)	2,58	2,24	2,71	2,79	3,00	3,46	3,89	3,74	3,42	2,75	2,63	2,50		in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	-0,75	-12,00	-9,21	-2,57	0,20	4,46	-14,82	-31,66	-28,71	-24,19	-17,36			in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	1,22	0,54	-2,79	-2,43	3,23	1,95	5,29	0,65	-3,92	-5,86	-2,60	-3,33		in calo
Disoccupazione (%)	7,60	7,30	7,10	7,00	7,10	7,40	7,80	8,20	9,00	11,20	12,20	13,10		in rialzo

Messico	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Trend*
PMI (indice)	46,9	47,8	46,3	46,4	46,5	49,2	47,9	44,2	40,8	37,9	43,1	48,1		in calo
CPI (% su base annua)	3,2	3,0	3,0	3,0	2,8	3,2	3,7	3,3	2,2	2,8	3,3	3,6		in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	2,6	2,4	0,4	2,1	3,2	2,7	2,5	-1,3	-23,8	-23,7	-16,6			in calo
Produzione industriale (% su base annua)	-0,3	1,5	-1,2	-2,7	-0,5	-1,2	-1,1	-5,3	-35,3	-37,0	-16,5			in calo
Rimesse (milioni, USD)	3356,4	3071,9	3125,0	2898,6	3080,3	2591,4	2698,8	4007,0	2861,4	3379,4	3537,0			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

