

Approfondimento mensile sugli investimenti

La politica espansiva sostiene i mercati, ma l'efficace contenimento del virus è l'anello mancante



Fonte: Bloomberg

Il COVID-19 continua a espandersi a un ritmo esponenziale. Le autorità hanno risposto imponendo lockdown e interrompendo ogni attività pubblica. L'impatto è risultato evidente nei PMI dei servizi di marzo: quello della Zona euro, ad esempio, è passato da 52,6 a un picco minimo di 28,4. In Cina, l'attività economica si era indebolita ancora prima, registrando una netta flessione degli investimenti in immobilizzazioni e delle vendite al dettaglio. Nel frattempo, le nuove richieste di sussidi di disoccupazione negli USA sono aumentate di oltre dieci volte, raggiungendo quasi 3,3 milioni nell'arco di una settimana.

Ci aspettiamo una recessione globale marcata e dolorosa ma relativamente breve, che porterà la crescita globale del 2020 a una percentuale vicina allo zero, su base annua. Alla drammatica contrazione nel primo semestre dell'anno farà seguito una ripresa nel secondo, partendo dal presupposto che la durata dei lockdown nelle principali economie non vada oltre due mesi. Nel nostro scenario di rischio, laddove le chiusure totali fossero invece prorogate, la crisi dell'economia sarebbe ancora peggiore. Ad ogni modo, limitarsi a estrapolare i dati negativi può essere pericoloso. Infatti, se inizialmente i governi e le banche centrali avevano reagito con scarsa convinzione, la risposta appare ora più decisa. La Federal Reserve ha ridotto il tasso di riferimento di 150pb totali, portandolo verso lo zero, e ha annunciato acquisti illimitati di Treasury e MBS nonché l'introduzione di una nuova linea di credito per l'acquisto di obbligazioni societarie sul mercato secondario. Al contempo, la BCE ha incrementato gli acquisti di asset nell'ambito dell'alleggerimento quantitativo, portandoli a oltre 100 miliardi di euro al mese, e ha altresì ampliato la gamma di asset idonei includendo le carte commerciali. Sul fronte fiscale, gli USA lanceranno un pacchetto di valore quasi pari al dieci per cento del PIL, distribuendo assegni alle famiglie, finanziando le assicurazioni contro la disoccupazione e concedendo prestiti alle piccole e medie imprese e ai settori in crisi. Anche altre nazioni, tra cui Germania, Australia, Malesia e Cile, hanno avviato robuste iniziative di supporto fiscale di portata pari al 4-5% del PIL, mentre Giappone e Cina hanno appena annunciato ampi pacchetti di stimolo. La Germania ha addirittura sospeso l'apparentemente intoccabile freno al debito, abbandonando la politica "zero nero" tesa a raggiungere il pareggio di bilancio. Le ampie misure adottate sul fronte fiscale e monetario sembrano una sorta di "helicopter money", anche se i policy maker negano ogni collegamento esplicito tra la politica fiscale e quella monetaria.

Le azioni globali hanno ceduto il 35% dal picco massimo registrato a metà febbraio, prima di mettere a segno un rally quasi pari al 20% grazie alla portata delle misure di stimolo fiscale e monetario. Abbiamo comunque bisogno di un segnale che indichi un rallentamento sostenibile delle nuove infezioni da coronavirus. Quando perverrà, gli operatori del mercato potrebbero riconsiderare il netto calo dell'attività economica e degli utili aziendali. Nel contesto attuale, indicatori di valutazione come il rapporto prezzo/utili non sono di aiuto; al contrario, le valutazioni basate sul rapporto prezzo/valore contabile sembrano ragionevoli, ma rimangono superiori ai livelli pre-crisi.

Valutazione del mercato

Sviluppi chiave

- Le principali economie stanno registrando una contrazione a seguito dei lockdown dovuti al COVID-19
- Ampi stimoli fiscali e monetari dovrebbero aiutare ad alleviare la pressione
- Gli asset rischiosi evidenziano un andamento altalenante perché la volatilità rimane elevata

L'opinione di Zurich

I mercati azionari hanno evidenziato una ripresa e potrebbero di fatto formare un bottom, ma se la situazione del coronavirus dovesse peggiorare non ci sorprenderebbe un nuovo raggiungimento dei minimi registrati di recente, o addirittura un ulteriore calo.

Tuttavia le ampie misure intraprese sul fronte monetario e fiscale, ben più significative di quelle adottate durante la crisi finanziaria globale, potrebbero ad un certo punto modificare il sentiment di mercato: dalla paura di subire perdite alla paura di aver mancato il picco minimo. Indubbiamente l'euforia è stata sostituita dal realismo ed è ora più facile individuare del valore negli asset rischiosi, rispetto anche solo a un mese fa.

Gli investitori obbligazionari si trovano dinanzi a un dilemma: da un lato le forze deflazionistiche dovute alla recessione e alla flessione delle quotazioni petrolifere successive al conflitto tra Arabia Saudita e Russia, dall'altro le potenziali forze inflazionistiche derivanti dai pacchetti globali di stimolo. Ci aspettiamo che i rendimenti rimarranno entro l'intervallo definito, per poi muoversi gradualmente al rialzo.

Gli spread creditizi globali si sono ampliati raggiungendo livelli che non si vedevano dalla crisi finanziaria globale. Se da un lato i CDS sono ancora costosi, il credito di cassa è attualmente più interessante. Anche se per ora le iniziative intraprese dalla Fed hanno stabilizzato il mercato, in considerazione dei fondamentali scarsi e della leva elevata è essenziale riuscire a contenere il virus.

Svilupi chiave

L'opinione di Zurich

Mondo

- Il settore dei servizi ha registrato una flessione con l'imposizione dei lockdown, mentre i dati manifatturieri evidenziano una nuova e profonda contrazione
- Sono state intraprese iniziative monetarie e fiscali senza precedenti per sostenere le imprese e le famiglie, mentre proseguono i blocchi dell'economia
- Le pressioni deflazionistiche si sono intensificate con il calo delle quotazioni petrolifere e la contrazione totale della domanda globale

Il blocco economico totale, fenomeno senza precedenti, ha spinto l'economia globale in una profonda contrazione, mentre governi e banche centrali hanno adottato provvedimenti straordinari per prevenire una crisi più profonda e duratura. Continuiamo a prevedere una contrazione marcata ma di breve durata, seguita da una netta ripresa nella seconda metà dell'anno. Poiché sono già stati intrapresi ampi provvedimenti a livello di politica, questa prospettiva ottimistica dipende ora dall'avveramento di una condizione in particolare, ossia che le misure adottate per contenere il virus si dimostrino efficaci e i lockdown non si protraggano oltre i due mesi. Sarà fondamentale monitorare il rischio di ribasso e gli sviluppi delle prossime settimane.

Stati Uniti

- Le prime richieste di sussidi di disoccupazione sono salite a livelli record perché l'economia è stata penalizzata dal coronavirus
- Il mercato azionario ha registrato un calo superiore a un terzo, archiviando le perdite giornaliere più nette dalla Depressione
- Un enorme pacchetto di aiuti di USD 2.000 miliardi e un supporto monetario illimitato aiuteranno a contenere l'impatto

Con la diffusione del coronavirus negli USA, l'economia americana sta affrontando numerosi ostacoli. A marzo, le prime richieste di sussidi di disoccupazione sono salite a un record di 3.283.000, riflettendo le enormi perdite di posti di lavoro dovute all'improvviso blocco dell'economia. Il settore dei servizi è stato colpito in maniera particolarmente dura dalle conseguenze del distanziamento sociale e delle restrizioni ai viaggi, e il PMI Markit è sceso a quota 39,1. Il settore manifatturiero ha retto meglio ma la marcata flessione dei nuovi ordinativi lascia intendere che il peggio deve ancora arrivare. I mercati hanno subito le perdite maggiori degli ultimi decenni: l'indice S&P 500 ha perso oltre un terzo per poi rimbalzare sull'onda delle misure aggressive di natura monetaria e fiscale intraprese in tutto il mondo. Il Congresso ha approvato un pacchetto di soccorso di USD 2.000 miliardi e la Fed ha annunciato supporto monetario illimitato per mitigare l'impatto sull'economia.

Regno Unito

- L'attività aziendale ha risentito della crisi più repentina di sempre e il settore dei servizi è stato il più colpito
- Il governo ha annunciato un ampio insieme di misure volte a sostenere imprese e famiglie
- In una serie di riunioni di emergenza, la BoE ha tagliato i tassi al minimo storico e ha annunciato una nuova tornata di QE

L'economia britannica ha subito un duro colpo, perché il lockdown parziale ha comportato un'interruzione improvvisa dell'attività aziendale. L'Indice Composite Output di Markit ha segnalato la crisi più rapida del settore privato dalla prima pubblicazione della serie a gennaio 1998, raggiungendo a marzo uno scarso 37,1. Il settore dei servizi ha risentito in particolare delle misure di distanziamento sociale, che pesano sull'attività. E la situazione potrebbe peggiorare ulteriormente. I nuovi ordini hanno registrato la flessione più netta da dicembre 2008. In una serie di riunioni di emergenza, la Bank of England ha tagliato il tasso di riferimento al minimo storico (0,1%) e ha annunciato una nuova tornata di QE. Il supporto monetario e l'enorme pacchetto di stimolo fiscale del governo dovrebbero aiutare a mitigare l'impatto della crisi del coronavirus sull'economia.

Zona euro

- Con il lockdown della regione, il PIL del Q2 potrebbe registrare una netta contrazione
- La Germania ha temporaneamente abbandonato il "freno al debito" e ha deciso di ricorrere al deficit spending
- La BCE ha annunciato il Pandemic Emergency Purchase Programme per un importo di 750 miliardi di euro

Per compensare l'impatto fortemente negativo della pandemia di COVID-19 sull'economia, le misure di stimolo sono state rafforzate. La BCE ha annunciato il lancio del Pandemic Emergency Purchase Programme per un importo di 750 miliardi di euro per la parte restante dell'anno, che ha aiutato a contenere gli spread periferici della Zona euro. La BCE ha inoltre rinunciato al limite del 33% per singolo emittente precedentemente imposto sul programma. Sul fronte fiscale la Germania ha deciso di rinunciare alla legge costituzionale che metteva un freno al debito, approvando quindi ulteriori spese; altri Paesi della Zona euro stanno a loro volta annunciando pacchetti di spesa. Sono stati inoltre varati numerosi programmi di garanzia per la liquidità e il credito. Nonostante questo, la crisi economica sarà significativa e nel Q2 la regione potrebbe registrare una contrazione trimestrale del PIL ancor più netta di quella archiviata nel momento più buio della crisi finanziaria globale.

Svizzera

- L'attività economica ha registrato un crollo, con l'imposizione del lockdown e la chiusura dei confini
- Il supporto del governo è ampio e tempestivo e dovrebbe sostenere la ripresa dopo l'allentamento del lockdown
- La SNB ha potenziato gli interventi valutari, lasciando invariato il tasso di riferimento

Il lockdown ha messo improvvisamente un freno all'economia. I dati macroeconomici, che hanno retto meglio del previsto, difficilmente rifletteranno l'impatto complessivo e la crescita è destinata a entrare in territorio marcatamente negativo nella prima metà dell'anno. Il governo tuttavia ha agito con decisione per sostenere le imprese e le famiglie, introducendo misure fiscali pari circa al 6% del PIL. Il programma di integrazione salariale a breve termine, che copre l'80% del reddito, è stato ampliato e le richieste sono aumentate. Per gestire le problematiche legate alla liquidità, lo schema di rifinanziamento COVID-19 della SNB offrirà prestiti ponte alle imprese e i finanziamenti inferiori a CHF 0,5 milioni saranno garantiti dal governo senza applicazione di tassi di interesse. Questi provvedimenti aiuteranno a evitare il collasso economico e ad agevolare la ripresa quando le misure di blocco saranno state allentate.

Sviluppi chiave

L'opinione di Zurich

Giappone

- Il Giappone è probabilmente entrato in fase di recessione
- Le Olimpiadi di Tokyo sono state rinviate al prossimo anno
- Dopo ingenti perdite, le azioni giapponesi hanno messo a segno un rally sull'onda dell'aumento degli acquisti di ETF da parte della BoJ

Molto probabilmente, il Giappone è entrato in una fase di recessione. L'economia aveva registrato una contrazione nel Q4 dello scorso anno, dopo l'aumento dell'IVA e i tifoni; è estremamente probabile che la contrazione sia continuata nel primo trimestre di quest'anno e che prosegua anche nel secondo, registrando un altro dato negativo su base trimestrale. Le esportazioni saranno particolarmente colpite a causa del rallentamento dell'economia nei principali partner commerciali, mentre la rinnovata diffusione dei contagi di COVID-19 e il rinvio delle Olimpiadi di Tokyo metteranno un freno ai consumi. Per poter sostenere l'economia nel secondo semestre sarà necessario ulteriore supporto sul fronte fiscale. La BoJ ha lasciato invariati i tassi di riferimento ma, oltre alle altre misure implementate, ha raddoppiato l'obiettivo di acquisto di ETF passando da 6.000 miliardi a 12.000 miliardi di JPY. Grazie a questo provvedimento, unitamente all'indebolimento dello yen, il Topix ha recuperato quasi metà delle perdite registrate da inizio febbraio a metà marzo.

Cina

- Primi dentro, primi fuori: le infezioni attive di COVID-19 sono calate del 95% circa
- A febbraio e marzo l'attività economica ha subito una netta flessione ma sta evidenziando una ripresa
- Da fine febbraio a fine marzo, le azioni cinesi hanno realizzato una sovraperformance

L'economia cinese sta recuperando terreno dopo il lockdown legato al COVID-19 nel primo trimestre. Ad oggi i casi attivi di infezione sono inferiori a 2.000, meno del 3% rispetto al picco. I lavoratori migranti stanno tornando alle loro fabbriche, la chiusura della provincia dell'Hubei è stata sospesa e i consumi stanno mettendo a segno una ripresa, dopo il drammatico calo dell'attività economica di febbraio, ancora peggiore di quello registrato durante la crisi finanziaria globale. Il PMI non manifatturiero di febbraio è passato da 42 al picco minimo di 29,6 prima di recuperare a marzo. Abbiamo ridimensionato la nostra previsione sul PIL per il 2020 portandola dal 5,5% al 3,3%; alcuni prevedono addirittura una contrazione. In ogni caso, è chiaro che l'obiettivo del governo di raddoppiare il PIL nel decennio che si chiude nel 2020 non potrà essere raggiunto.

Australia

- Il governo ha annunciato una seconda fase di chiusure, dato l'aumento dei casi di COVID-19
- Sono state annunciate due tornate di stimoli fiscali
- La RBA ha ridotto il tasso di riferimento portandolo nella fascia inferiore e ha avviato il QE

Con l'aumento dei contagi, il governo ha avviato a una seconda fase di chiusure, imponendo ulteriori restrizioni alle aperture dei negozi e agli assembramenti pubblici e privati. Il PMI flash composito di marzo è sceso a 40,7 mentre il PMI dei servizi è passato da 49 a 39,8. È molto probabile che l'Australia entri in recessione tecnica nel corso dell'anno, dopo 28 anni di crescita ininterrotta. Il governo ha introdotto un ulteriore stimolo fiscale di AUD 46 miliardi, che si aggiunge al pacchetto di AUD 17,6 miliardi annunciato a metà marzo, incrementando le distribuzioni di liquidità alle famiglie e alle imprese e offrendo ulteriori sussidi, prestiti e tagli delle imposte. Nel frattempo la RBA sembra aver adottato un posizionamento aggressivo: ha ridotto il tasso di riferimento allo 0,25%, ha avviato il QE e offerto alle banche una linea di finanziamento a termine di AUD 90 miliardi.

ASEAN

- Le infezioni da COVID-19 sono in aumento
- Diverse banche centrali si affrettano a effettuare tagli di emergenza
- Lo stimolo fiscale è stato intensificato

Fino a metà marzo i Paesi ASEAN erano riusciti a contenere il coronavirus, quantomeno in parte. Con l'intensificarsi dell'epidemia su scala globale, una seconda ondata ha colpito la regione, in particolare Malesia, Indonesia e Thailandia. Poiché il numero di casi ha raggiunto quota 10.000 all'inizio di aprile, i Paesi ASEAN sembrano giunti a un punto di inflessione, senza dimenticare che numerosi casi potrebbero non essere stati rilevati. La Malesia e le Filippine hanno annunciato il lockdown mentre in altri Paesi sono state imposte restrizioni ai viaggi e quarantene. Le banche centrali hanno effettuato tagli dei tassi di riferimento compresi tra 25 e 100 punti base, con alcune ulteriori riduzioni del RRR. La maggior parte dei governi ha annunciato una prima tornata di stimolo fiscale e una seconda in arrivo. Le misure di stimolo fiscale attualmente in atto sembrano tuttavia insufficienti, alla luce del danno potenziale causato dall'epidemia.

Appendice 1

Snapshot delle valutazioni (indici MSCI)

Valutazioni degli ultimi quattro trimestri

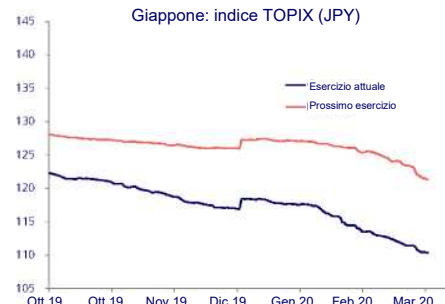
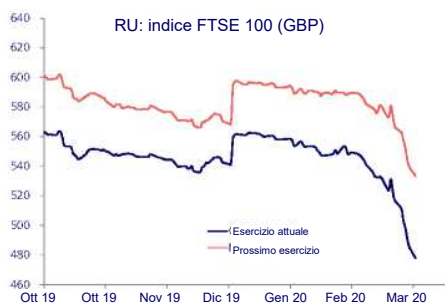
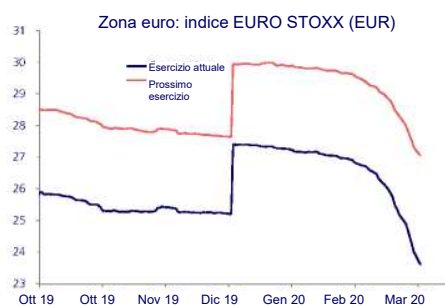
	Stati Uniti	Europa, Regno Unito escluso	Regno Unito	Svizzera	Giappone	APAC, Giappone escluso	Cina	Brasile	Messico
P/E negli ultimi 12 mesi	21,08	16,30	12,35	18,91	13,11	15,25	14,34	13,78	15,09
P/B negli ultimi 12 mesi	3,31	1,75	1,52	2,80	1,18	1,61	1,75	2,03	1,90
P/CF negli ultimi 12 mesi	10,86	7,43	6,27	11,87	6,41	7,58	7,64	5,45	6,96
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	1,25	0,85	0,72	1,36	0,73	0,87	0,88	0,63	0,80
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

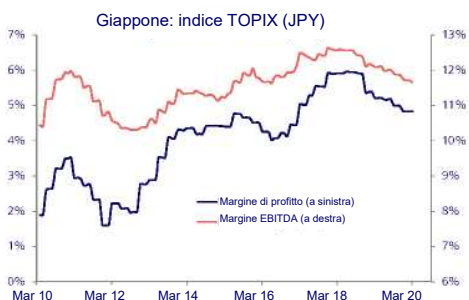
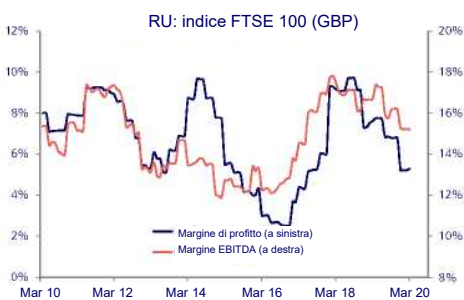
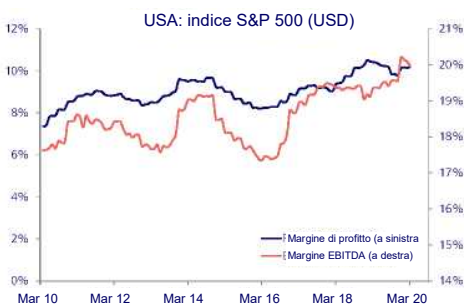
Fonte: Datastream

Stime degli utili: interi esercizi fiscali



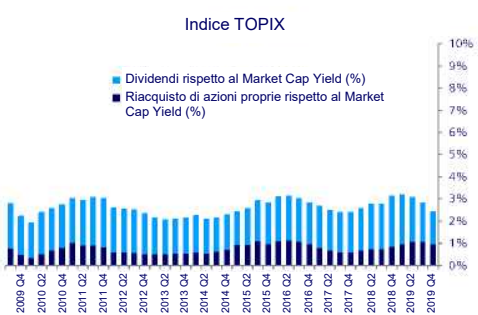
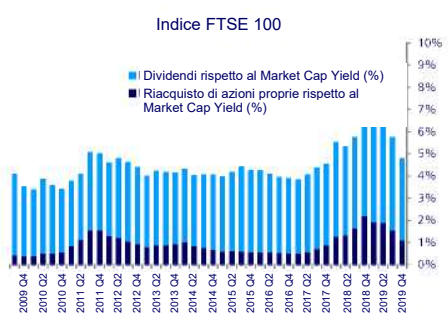
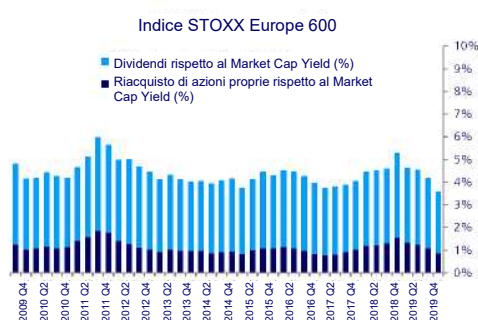
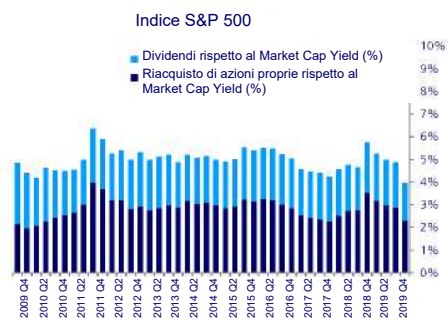
Fonte: Bloomberg

Margini storici



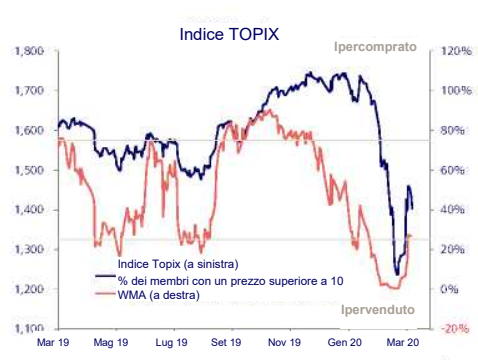
Fonte: Bloomberg

Dividendi e riacquisti di azioni proprie



Fonte: Bloomberg

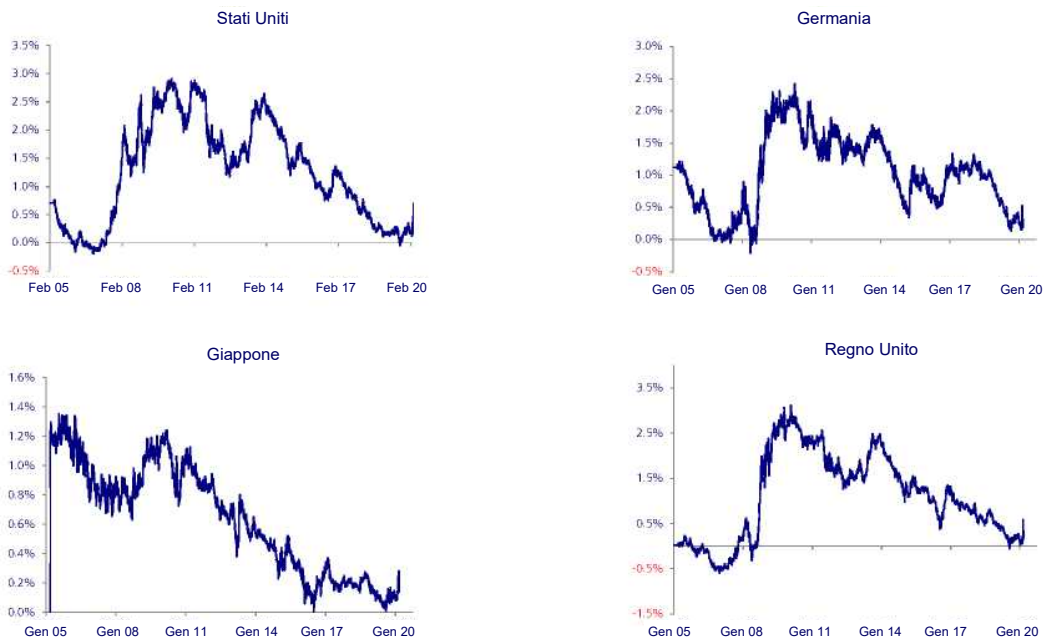
Ipervenduto/ Ipercomprato



Fonte: Bloomberg

Appendice 3

Irripidimento della curva dei rendimenti (2 -10 anni)



Fonte: Bloomberg

Istantanea degli spread

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Mar 20	Spread rispetto ai Treasury USA (pb)			
		1m fa	3m fa	1a fa	
Regno Unito	-33	-71	-110	-145	
Germania	-118	-176	-210	-253	
Swizzera	-103	-197	-239	-283	
Giappone	-68	-130	-193	-257	
Australia	6	-33	-55	-70	
Cina	188	158	123	65	
Corea del Sud	87	18	-25	-64	
Malesia	268	168	140	127	
Indonesia	721	580	511	511	
Thailandia	69		-44	-3	
Filippine	336	n/a	n/a	n/a	
Brasile	792	n/a	n/a	633	
Messico	663	572	499	553	
Colombia	772	465	442	412	
Perù	541	276	229	273	

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Mar 20	Spread rispetto ai bund tedeschi (pb)		
		1m fa	3m fa	1a fa
Francia	44	32	30	40
Olanda	25	13	13	10
Belgio	51	39	28	49
Austria	46	23	21	31
Irlanda	53	44	31	62
Italia	196	171	160	253
Spagna	107	89	65	117
Portogallo	121	96	63	130

Fonte: Bloomberg, ZIG

Dati economici

Stati Uniti	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Trend*
ISM manifatturiero (indice)	54,1	54,6	53,4	52,3	51,6	51,3	48,8	48,2	48,5	48,1	47,8	50,9	50,1	in rialzo
ISM non manifatturiero (indice)	58,5	56,3	55,7	56,3	55,4	54,8	56,0	53,5	54,4	53,9	54,9	55,5	57,3	in rialzo
Beni durevoli (% su base mensile)	-2,6	1,7	-2,8	-2,3	1,8	2,1	0,2	-1,5	0,2	-3,1	2,8	0,1	1,2	in rialzo
Fiducia dei consumatori (indice)	131,4	124,2	129,2	131,3	124,3	135,8	134,2	126,3	126,1	126,8	128,2	130,4	130,7	in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base mensile)	2,2	3,8	3,8	3,0	3,3	3,5	4,4	4,0	3,1	3,3	5,4	5,0	4,3	in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	3,8	3,8	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,5	3,6	3,5	3,5	3,6	3,5	neutrale
Salario orario medio su base annua (% su base annua)	3,5	3,5	3,5	3,6	3,5	3,7	3,7	3,7	3,8	3,5	3,2	3,3	3,3	in calo
Variazione in busta paga ('000 su base mensile)	1,0	147,0	210,0	85,0	182,0	194,0	207,0	208,0	185,0	261,0	184,0	273,0	273,0	in rialzo
PCE (% su base annua)	1,6	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			

Regno Unito	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Trend*
PMI servizi (indice)	51,3	48,9	50,4	51,0	50,2	51,4	50,6	49,5	50,0	49,3	50,0	53,9	53,2	in rialzo
Fiducia dei consumatori (indice)	-13,0	-13,0	-13,0	-10,0	-13,0	-11,0	-14,0	-12,0	-14,0	-14,0	-11,0	-9,0	-7,0	in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	3,9	3,8	3,8	3,8	3,9	3,8	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9		neutrale
CPI (% su base annua)	1,9	1,9	2,1	2,0	2,0	2,1	1,7	1,7	1,5	1,5	1,3	1,8	1,7	in rialzo
PIL (% su base annua)		2,0			1,3			1,3			1,1			

Zona euro	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	49,3	47,5	47,9	47,7	47,6	46,5	47,0	45,7	45,9	46,9	46,3	47,9	49,2	in rialzo
PMI servizi (indice)	52,8	53,3	52,8	52,9	53,6	53,2	53,5	51,6	52,2	51,9	52,8	52,5	52,6	in rialzo
IFO sulla fiducia delle imprese (indice)	98,7	99,9	99,5	98,3	97,7	96,1	94,5	94,9	94,7	95,1	96,3	95,9	96,0	in rialzo
Produzione industriale (% su base mensile)	0,0	-0,3	-0,5	0,4	-1,1	-0,2	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-1,8	2,3		in calo
Ordinativi GE (% su base mensile)	-4,2	1,1	-0,1	-1,4	1,5	-1,3	-0,6	1,0	0,2	-0,8	-2,1	5,5		in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	7,8	7,7	7,6	7,6	7,5	7,6	7,5	7,5	7,4	7,4	7,4	7,4		in calo
Crescita M3 (% su base annua, MM a 3 mesi)	4,3	4,7	4,8	4,8	4,6	5,2	5,8	5,7	5,7	5,6	4,9	5,2	5,5	in calo
CPI (% su base annua)	1,5	1,4	1,7	1,2	1,3	1,0	1,0	0,8	0,7	1,0	1,3	1,4	1,2	in rialzo
CPI Core (% su base annua)	1,0	0,8	1,3	0,8	1,1	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3	1,3	1,1	1,2	in rialzo
PIL (% su base trimestrale)		0,5			0,1			0,3			0,1			

SVizzera	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Trend*
Indicatore anticipatore KOF (indice)	94,6	96,6	97,2	93,9	95,0	95,9	95,5	93,1	94,8	92,7	96,2	100,1	101,8	in rialzo
PMI manifatturiero (indice)	54,3	50,7	49,1	49,0	48,6	45,2	47,4	44,9	48,9	48,5	48,8	47,8	49,5	in rialzo
Vendite reali al dettaglio (% su base annua)	-0,1	-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
Bilancia commerciale (miliardi, CHF)	2,9	3,1	2,3	3,2	4,0	3,7	1,7	4,0	3,5	3,9	2,0	4,8	3,6	in calo
CPI (% su base annua)	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,1	in rialzo

Giappone	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Trend*
PMI manifatturiero Nomura (indice)	48,9	49,2	50,2	49,8	49,3	49,4	49,3	48,9	48,4	48,9	48,4	48,8	47,8	in calo
Ordini dei macchinari (% su base annua)	-5,5	-0,7	2,5	-3,7	12,5	0,3	-14,5	5,1	-6,1	5,3	-3,5	-0,3		in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	-1,1	-4,3	-1,1	-2,1	-3,8	0,7	-4,7	1,3	-7,7	-8,2	-3,1	-2,3	-4,7	in rialzo
Economy Watchers Survey (indice)	46,7	46,7	47,0	44,3	43,3	41,7	42,6	45,7	36,3	39,2	40,7	40,6	27,4	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	1,6	1,5	1,5	in calo
Labour Cash Earnings (% su base annua)	-0,7	-1,3	-0,3	-0,5	0,4	-1,0	-0,1	0,5	0,0	0,1	-0,2	1,5		in rialzo
Vendite dei grandi magazzini (% su base annua)	0,4	0,1	-1,1	-0,8	-0,9	-2,9	2,3	23,1	-17,5	-6,0	-5,0	-3,1	-12,2	in calo
Massa monetaria M2 (% su base annua)	2,3	2,4	2,5	2,6	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,7	2,7	2,8	3,0	in rialzo
CPI Esclusi alimentari ed energia (% su base annua)	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,4	0,2	neutrale
Esportazioni (% su base annua)	-1,2	-2,4	-2,3	-7,7	-6,6	-1,5	-8,2	-5,2	-9,2	-7,9	-6,3	-2,6	-1,0	in rialzo

Cina	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	49,2	50,5	50,1	49,4	49,4	49,7	49,5	49,8	49,3	50,2	50,2	50,0	35,7	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			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			in calo
PPI (% su base annua)	0,1	0,4	0,9	0,6	0,0	-0,3	-0,8	-1,2	-1,6	-1,4	-0,5	0,1	-0,4	in rialzo
Esportazioni (% su base annua)	-20,7	14,0	-2,7	1,1	-1,5	3,4	-1,0	-3,2	-0,8	-1,3	7,9			in rialzo
CPI (% su base annua)	1,5	2,3	2,5	2,7	2,7	2,8	2,8	3,0	3,8	4,5	4,5	5,4	5,2	in rialzo
RRR (%)	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,0	13,0	13,0	13,0	12,5	12,5	in calo
PIL (% su base annua)		6,4			6,2			6,0			6,0			neutrale
PMI non manifatturiero (indice)	49,2	50,5	50,1	49,4	49,4	49,7	49,5	49,8	49,3	50,2	50,2	50,0	35,7	in calo
Finanziamenti aggregati (miliardi, CNY)														neutrale

Fonte dati: Bloomberg

*Trend = ultimi 3 m - 3 mesi precedenti

Appendice 5

Dati economici

Australia	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Trend*
AiG manifatturiero (indice)	54,0	51,0	54,8	52,7	49,4	51,3	53,1	54,7	51,6	48,1	48,3	45,4	44,3	in calo
AiG servizi (indice)	46,7	45,9	47,6	52,3	51,4	44,4	52,3	51,8	55,2	53,7	48,7	47,4	47,0	in calo
Westpac Consumer Confidence (% su base mensile)	4,3	-4,8	1,9	0,6	-0,6	-4,1	3,6	-1,7	-5,5	4,5	-1,9	-1,8	2,3	in rialzo
Approvazioni nuovi edifici (% su base annua)	-13,5	-23,8	-21,4	-18,3	-23,8	-28,0	-16,4	-15,3	-21,6	-2,6	7,2	-11,3		in rialzo
Variazione occupazione ('000, su base mensile)	7,4	23,0	33,9	38,7	2,2	30,0	36,4	11,6	-24,2	35,7	29,2	12,9	26,7	in rialzo

Brasile	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Trend*
CPI (% su base annua)	3,9	4,6	4,9	4,7	3,4	3,2	3,4	2,9	2,5	3,3	4,3	4,2	4,0	in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	-2,0	2,3	-6,1	-3,6	7,7	-5,8	-2,5	-2,1	1,1	1,3	-1,7	-1,2	-0,9	in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	1,9	4,0	-4,4	1,8	1,0	0,1	4,3	1,4	2,2	4,3	3,1	2,6	1,3	in calo
Bilancia commerciale (milioni, USD)	3115,6	4295,7	5653,1	5624,4	5377,4	2391,4	4099,6	3803,2	2549,6	3564,6	5946,9	-1735,1	3096,0	in calo
Saldo di bilancio primario (miliardi, BRL)	26,0	-45,0	-62,2	-28,0	-47,6	-30,1	-30,3	-63,6	-45,9	-10,9	-53,2	-38,4	19,1	in rialzo

Cile	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Trend*
Indice dell'attività economica IMACEC (% su base annua)	1,05	1,69	1,87	2,16	1,72	3,43	3,57	3,03	-3,42	-3,31	1,13	1,54		in calo
CPI (% su base annua)	2,20	2,48	2,43	2,76	2,70	2,57	2,58	2,24	2,71	2,79	3,00	3,46	3,89	in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	0,42	1,19	-0,38	3,62	-0,87	1,94	2,27	-0,75	-12,00	-9,21	-2,57	0,13		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	-4,07	-1,61	0,52	0,19	-3,14	1,41	1,22	0,54	-2,79	-2,43	3,23	1,80		in rialzo
Disoccupazione (%)	7,00	7,20	7,10	7,20	7,30	7,50	7,60	7,30	7,10	7,00	7,10	7,40		in calo

Messico	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Gen 20	Feb 20	Trend*
PMI (indice)	53,6	50,4	51,9	49,0	48,5	48,8	47,2	48,1	46,6	46,9	47,1	49,3	49,1	in rialzo
CPI (% su base annua)	3,9	4,0	4,4	4,3	4,0	3,8	3,2	3,0	3,0	3,0	2,8	3,2	3,7	in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	2,5	1,6	1,6	2,8	1,0	2,1	2,6	2,4	0,4	2,1	3,2	2,7		in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	1,0	2,4	-0,4	0,8	-1,0	3,4	-0,2	0,8	-1,3	-3,2	-0,5	-0,9		in calo
Rimesse (milioni, USD)	2438,4	2958,0	2937,0	3282,1	3183,5	3258,7	3356,4	3071,9	3125,0	2898,6	3080,3	2582,8		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

