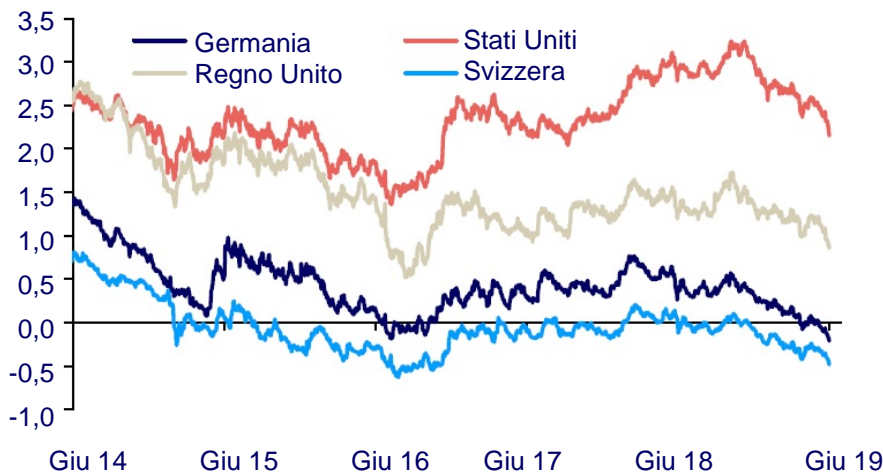


# Approfondimento mensile sugli investimenti

## I rendimenti obbligazionari crollano con il peggioramento dei rapporti USA-Cina



Fonte: Bloomberg

L'andamento dei mercati finanziari è un continuo tiro alla fune: il rallentamento della crescita e i rischi geopolitici rimangono contro le misure di allentamento della politica monetaria. Questo contesto ha spinto ulteriormente al ribasso i rendimenti obbligazionari e i Bund decennali hanno raggiunto un livello record di -0,21%. Sembra dunque opportuno adottare una posizione neutrale in termini di asset allocation, fino a quando la situazione sarà più chiara e verrà raggiunto un maggiore livello di convinzione in merito al principale fattore trainante.

Anche se solo un mese fa la prospettiva di un accordo commerciale tra USA e Cina sembrava molto vicina, oggi è più lontana che mai e la posta in gioco si è alzata. Non solo sono stati applicati dazi più elevati su entrambi i fronti - e ne sono previsti altri - ma gli strumenti di negoziazione stanno aumentando. Il focus specifico sulla tecnologia e il supporto bipartisan del Congresso statunitense per una posizione più rigida incrementano il rischio di uno stallo protratto e volatile. Tutto questo in un momento di rallentamento della crescita globale, in cui i commerci sono già sotto pressione e la produzione industriale è debole. È convinzione diffusa che il Presidente Trump abbia il coltello dalla parte del manico e possa stabilire le tempistiche di una eventuale risoluzione. Tuttavia l'aggravarsi delle tensioni e la decisione del Congresso di affrontare anche questioni più delicate, come la proprietà intellettuale e la supremazia economica, potrebbero mettere a rischio questa prospettiva. Anche se trovare una soluzione sarebbe nell'interesse di tutti (poiché saranno i consumatori di entrambi i Paesi a pagare lo scotto dei dazi), sospettiamo che ci vorranno mesi, e non settimane, per siglare un accordo.

Con l'inasprirsi delle tensioni geopolitiche e il rallentamento della crescita, le banche centrali stanno nuovamente dando agli investitori la speranza che andranno loro in aiuto. Le Filippine, la Malesia, la Nuova Zelanda e ora anche l'Australia si sono unite all'India nel ridurre i tassi, e prevediamo che non saranno le sole. Il significativo irrigidimento finanziario degli ultimi due anni ha lasciato il posto a una politica di riduzione dei tassi, perché la Fed si è messa in attesa e l'inflazione rimane molto contenuta. La chiave sarà la prossima mossa della Fed. Questo mese, il periodo di espansione economica negli USA più esteso della storia è stato eguagliato: il tasso di disoccupazione è sceso al livello minimo degli ultimi 50 anni e l'inflazione rimane ben al di sotto dell'obiettivo. A nostro avviso ci vorrà un notevole peggioramento dei dati per innescare un taglio dei tassi, ma poiché continuiamo a prevedere una lieve recessione negli USA nel 2020 la prossima mossa della Fed potrebbe essere proprio questa. La BCE tende ad essere più reazionaria, il che risulta preoccupante data la vulnerabilità della Zona euro. Dobbiamo sperare che nella prossima riunione sulla politica monetaria vengano illustrati i dettagli del programma di finanziamenti TLTRO per le banche. Il programma dovrà avere un impatto notevole per incentivare la fiducia, anche se temiamo che potrà in qualche modo deludere. Purtroppo la nostra prospettiva di un deterioramento graduale della crescita globale caratterizzato dall'incertezza dei mercati rimane intatta.

## Valutazione del mercato

### Sviluppi chiave

- Le tensioni cino-statunitensi si stanno aggravando, soprattutto sul fronte della tecnologia, con incertezze crescenti in merito alle tempistiche e alla natura di eventuali accordi commerciali
- I rendimenti obbligazionari sono in calo e numerosi mercati core sono attualmente nelle fasi minime del ciclo
- Gli asset rischiosi sono sotto pressione ma dimostrano una certa resilienza perché gli investitori si stanno orientando verso settori difensivi piuttosto che abbandonarsi al panico

### L'opinione di Zurich

Il marcato deterioramento dei rapporti tra USA e Cina è stato accolto con relativa calma dagli investitori, sebbene solo qualche settimana fa le aspettative di un imminente accordo commerciale fossero elevate. Data l'incertezza ad oggi prevalente e la potenziale volatilità sui mercati, manteniamo una posizione neutrale a livello di asset allocation.

I rendimenti dei bund sono tornati in territorio negativo e in linea generale i valori delle obbligazioni si sono ampliati eccessivamente; questa situazione potrebbe protrarsi fino a quando la politica commerciale si sarà fatta più chiara e le condizioni economiche saranno migliorate. Le obbligazioni periferiche sono vulnerabili e prevediamo un periodo difficile di negoziazioni sul budget tra l'Italia e la Commissione Europea, che potrebbero spingere al rialzo gli spread dei BTP.

I mercati del credito hanno dimostrato una buona tenuta ma i fondamentali continuano a peggiorare. I mercati IG e HY statunitense ed europeo sono costosi e sospettiamo che gli spread si stiano in definitiva muovendo al rialzo, anche se la ricerca del rendimento potrebbe mantenerli contratti ancora per un po'. I titoli sono relativamente economici e la rotazione tra settori ciclici e difensivi è incoraggiante; tuttavia le tensioni commerciali e le relative implicazioni sul settore IT non sono ancora pienamente scontate. Riteniamo che i mercati saranno volatili e preferiamo mantenere una posizione neutrale.

## Mondo

- I dati macroeconomici globali sono eterogenei, con PMI manifatturieri in ulteriore calo ma servizi ancora resilienti
- La crescita globale dovrebbe stabilizzarsi ma il contesto è fragile ed è necessaria una risoluzione della controversia commerciale sino-statunitense affinché si concretizzino migliori prospettive di crescita
- I provvedimenti delle banche centrali fanno in parte da contrappeso, ma il crollo dei rendimenti obbligazionari globali indica la necessità di un maggiore supporto

La stima flash sugli indici PMI manifatturieri G3 ha registrato un ulteriore calo a maggio, con USA in testa, a dimostrazione del perdurare dei venti contrari per l'economia globale. Nonostante la stabilizzazione di alcuni indicatori anticipatori, tra cui i dati previsionali sulle esportazioni asiatiche, non ci sono segnali di un'inversione di tendenza. Pur continuando a prevedere una stabilizzazione della crescita globale, il contesto rimane fragile e i rischi sono elevati, con riguardo soprattutto alla controversia commerciale sino-statunitense. La fiducia delle imprese e gli investimenti rimarranno deboli fino a quando permarrà l'incertezza sul futuro dei commerci globali, andando a pesare sull'attività più in generale. Le banche centrali bilanciano in parte la situazione, riducendo i tassi in alcune regioni, ma il netto crollo dei rendimenti obbligazionari globali dimostra che questo non è sufficiente.

## Stati Uniti

- La stagione degli utili del Q1 è stata migliore del previsto e ha fornito supporto alle azioni
- La controversia commerciale sino-statunitense si sta aggravando e su entrambi i fronti è stata annunciata una nuova tornata di dazi
- Il mercato immobiliare evidenzia segni di stabilizzazione, ma l'attività commerciale sta perdendo slancio

L'indice S&P 500 ha raggiunto un nuovo massimo all'inizio di maggio, per poi perdere nuovamente terreno a causa delle solite preoccupazioni legate ai commerci e al perdurare di un contesto di crescita debole a livello globale. I titoli tecnologici sono stati duramente colpiti, dato il recente aggravarsi della controversia commerciale sino-statunitense. La debolezza globale rischia ora di contagiare anche gli USA, come risulta dagli ultimi dati sui PMI Markit. L'attività sul fronte manifatturiero e dei servizi ha evidenziato un netto rallentamento a maggio, raggiungendo livelli che indicano una crescita futura al di sotto del trend. L'outlook incerto pesa sulla fiducia delle imprese, mentre la prossima tornata di dazi andrà a pesare sui consumatori. Finora, comunque, le famiglie mantengono prospettive ottimistiche, sebbene la spesa effettiva sia stata deludente. Sul fronte positivo, negli ultimi mesi il mercato immobiliare ha mostrato segnali di stabilizzazione.

## Regno Unito

- Theresa May si è dimessa da Primo Ministro e leader del Partito Conservatore
- La crescita del PIL ha recuperato terreno nel Q1, grazie allo stimolo temporaneo derivante dall'accumulo di scorte
- L'incertezza politica sta trascinando nuovamente la sterlina verso l'estremo più basso dell'intervallo di trading recente

Non essendo stata in grado di assicurarsi la maggioranza parlamentare per l'accordo sul recesso negoziato con l'UE, Theresa May ha annunciato che si dimetterà da leader del Partito Conservatore il 7 giugno e la settimana successiva avrà inizio la ricerca formale del suo successore. Il nuovo leader cercherà di rinegoziare l'accordo, anche se difficilmente l'UE farà ulteriori concessioni, lasciando aperta la possibilità concreta di un no-deal. Al contempo l'economia dimostra un tenuta ragionevolmente buona, con una crescita del PIL nel primo trimestre pari allo 0,5%. Lo slancio dovrebbe tuttavia rallentare perché l'attività economica aveva beneficiato di uno stimolo temporaneo prima della deadline iniziale per la Brexit del 29 marzo. In base agli ultimi PMI, l'attività complessiva ha invece registrato un incremento irrilevante all'inizio del secondo trimestre.

## Zona euro

- Il PIL del Q1 è stato più solido del previsto, mentre la fiducia delle imprese rimane scarsa, con qualche debole segnale di stabilizzazione
- Il flusso di notizie sui commerci domina i mercati azionari della Zona euro e i dati rimangono eterogenei
- Nel secondo semestre potrebbe verificarsi un altro stallo a livello di budget tra Italia e UE

Nel Q1 la crescita del PIL della Zona euro è stata migliore del previsto: in particolare hanno evidenziato una crescita solida l'Italia, riemersa dalla recessione tecnica, e la Germania. Anche se la fiducia delle imprese nel settore manifatturiero rimane su livelli depressi, soprattutto in Germania, un miglioramento nella componente relativa ai nuovi ordini futuri indica una potenziale stabilizzazione. Tuttavia la maggior parte dei dati si riferisce al periodo precedente l'inasprirsi delle tensioni commerciali sino-statunitensi, che rappresenteranno un fattore chiave nei prossimi mesi. La situazione in Italia potrebbe farsi più volatile nel secondo semestre, con un possibile stallo per quanto attiene al budget 2020 tra l'Italia e la Commissione Europea. Le azioni della Zona euro potrebbero evidenziare una certa volatilità nei prossimi mesi, risentendo degli sviluppi macroeconomici e del flusso di notizie sui commerci e sull'Italia.

## Svizzera

- Il PIL sorprende in positivo nel Q1, sostenuto da una solida ripresa degli investimenti e da una crescita moderata dei consumi e delle esportazioni
- Il PMI manifatturiero è sceso sotto la soglia di 50 in aprile, a dimostrazione del persistere di ostacoli esterni
- La SNB dovrebbe mantenere invariata la sua politica monetaria in un contesto di inflazione positiva, rallentamento della crescita e rischio geopolitico elevato

Il PIL ha sorpreso al rialzo nel Q1 con una crescita pari allo 0,6% su base trimestrale, rispetto allo 0,2% del trimestre precedente. La solidità è stata generalizzata, con una crescita moderata di consumi ed esportazioni e una netta ripresa degli investimenti. Un freno notevole è stato posto da una riduzione delle scorte nel Q4, ampiamente liquidata nel Q1, a dimostrazione del fatto che la rettifica delle scorte che aveva amplificato il rallentamento del secondo semestre 2018 si è ora esaurita. Analizzando questa volatilità, la crescita sottostante potrebbe ridursi in futuro, in linea con il rallentamento della crescita globale. I dati più recenti corroborano questa idea: ad aprile il PMI manifatturiero è sceso sotto la soglia di 50, dato che corrisponde a una contrazione, mentre l'indicatore anticipatore KOF si attesta ben al di sotto della sua media di lungo periodo.

## Sviluppi chiave

## L'opinione di Zurich

## Giappone

- La crescita ha sorpreso in positivo nel Q1, ma a un esame più approfondito dei dati statistici appare meno straordinaria
- Gli indicatori suggeriscono comunque un lento miglioramento dell'economia nel Q2
- Le azioni giapponesi si sono stabilizzate e hanno nettamente sovraperformato quelle cinesi

La crescita dell'economia ha sorpreso in positivo nel Q1 ma siamo propensi a ritenere che la qualità della stessa sia stata deludente, con un calo dei consumi e degli investimenti privati. Esistono comunque dei segnali di speranza: il rapporto Reuters Tankan di maggio è stato incoraggiante e ha segnalato il primo rialzo dell'indice manifatturiero in sette mesi e il terzo rialzo mensile consecutivo dell'indice non manifatturiero. Si tratta di un risultato allineato con una tendenza positiva nei piani di produzione e negli ordini di macchinari. Il mercato del lavoro sembra essere giunto a un punto morto, come indica la rispettiva componente nell'ultimo PMI. La solidità dello yen è un tallone d'Achille per le azioni giapponesi, che a nostro avviso si stabilizzeranno rispetto al resto del mondo una volta concluso l'apprezzamento della moneta.

## Cina

- L'economia cinese è sulle montagne russe
- Il rafforzamento dei finanziamenti aggregati dovrebbe aiutare a stabilizzare la crescita nella seconda metà dell'anno
- A maggio le azioni cinesi hanno risentito notevolmente dell'aggravarsi della controversia commerciale con gli USA

Gli alti e bassi nei dati economici cinesi rimangono legati alla difficoltà insita nella gestione delle distorsioni statistiche dovute alla diversa datazione del Capodanno cinese, oltre che alle variazioni degli ordini prima dei tagli fiscali implementati ad aprile. L'analisi suggerisce che l'impulso monetario derivante da un rafforzamento dei finanziamenti aggregati nei primi quattro mesi di quest'anno dovrebbe aiutare a stabilizzare la crescita nel secondo semestre. A nostro avviso gli investimenti infrastrutturali riprenderanno nuovo slancio per controbilanciare l'impatto negativo dell'inasprimento della controversia sui commerci e sui trasferimenti di tecnologia con gli USA. Le azioni cinesi ne hanno risentito su tutti i fronti: hanno ceduto terreno le azioni domestiche di classe A, le azioni di classe H quotate su Hong Kong e i titoli internet cinesi quotati negli USA. A nostro avviso il CNY non sforerà la soglia di 7,00 rispetto all'USD.

## Australia

- La coalizione Liberal-nazionale guidata dal PM Morrison ha vinto le elezioni federali
- Ci aspettiamo che la RBA passerà finalmente da una posizione neutrale a una posizione accomodante, riducendo a breve i tassi di riferimento
- Le azioni australiane hanno raggiunto il livello massimo degli ultimi 12 anni

Dopo che per settimane i sondaggi la davano seconda al Partito laburista, la coalizione Liberal-nazionale di centro-destra del PM Scott Morrison ha sorprendentemente vinto le elezioni federali per un terzo mandato. La creazione di posti di lavoro e la solidità fiscale sono tra le ragioni alla base della preferenza accordata dagli elettori al PM in carica. A nostro avviso la RBA ridurrà i tassi di riferimento a breve: le elezioni infatti sono ormai chiuse e i salari stanno aumentando in maniera moderata. L'inflazione nei primi quattro mesi dell'anno è stata più debole del previsto, con un calo contestuale delle aspettative. Mentre il mercato del lavoro rimane solido, il settore immobiliare è ancora vulnerabile, con il continuo calo dei prezzi delle abitazioni e dei permessi a costruire, anche se questo trend ribassista dovrebbe iniziare a scemare. Ci aspettiamo che gli indici ASX200 e MSCI Australia facciano un passo indietro.

## Snapshot delle valutazioni (indici MSCI)

Valutazioni degli ultimi quattro trimestri

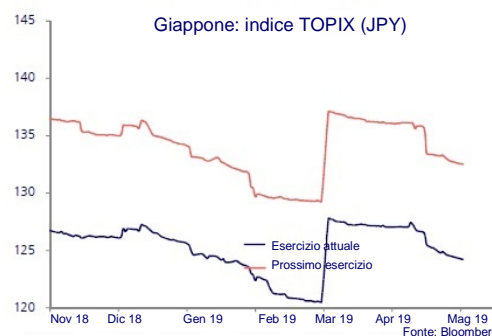
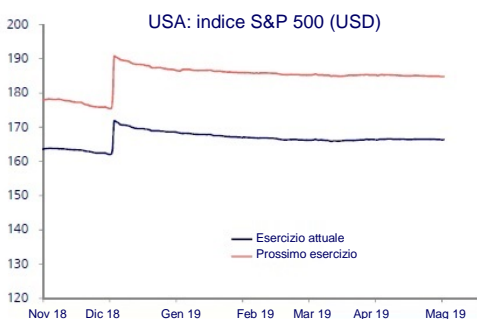
	Stati Uniti	Europa, Regno Unito escluso	Regno Unito	Svizzera	Giappone	APAC, Giappone escluso	Cina	Brasile	Messico
P/E negli ultimi 12 mesi	20,96	16,57	13,75	20,11	13,04	14,42	14,30	14,40	16,02
P/B negli ultimi 12 mesi	3,48	1,86	1,69	2,80	1,28	1,67	1,77	2,03	2,06
P/CF negli ultimi 12 mesi	12,77	9,43	8,70	11,87	7,70	8,98	6,85	8,90	7,83
Tasso di rendimento azionario	1,92	3,29	4,58	3,10	2,39	2,80	2,01	3,60	2,79
ROE	16,60	11,21	12,28	13,93	9,85	11,56	12,37	14,11	12,85

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	1,19	0,94	0,78	1,14	0,74	0,82	0,81	0,82	0,91
P/B negli ultimi 12 mesi	1,49	0,80	0,72	1,20	0,55	0,71	0,76	0,87	0,88
P/CF negli ultimi 12 mesi	1,19	0,88	0,81	1,11	0,72	0,84	0,64	0,83	0,73
Tasso di rendimento azionario	0,78	1,33	1,85	1,26	0,97	1,13	0,81	1,46	1,13
ROE	1,25	0,85	0,93	1,05	0,74	0,87	0,93	1,07	0,97

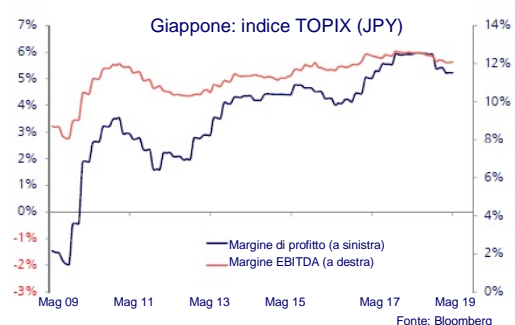
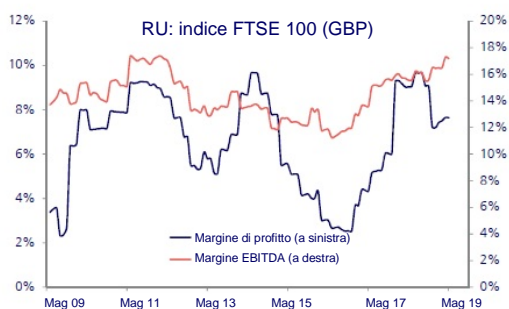
Fonte: Datastream

## Stime degli utili: interi esercizi fiscali



Fonte: Bloomberg

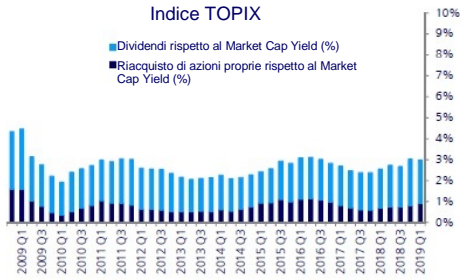
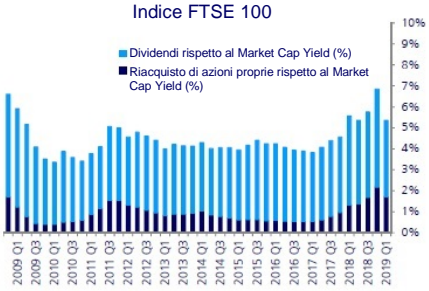
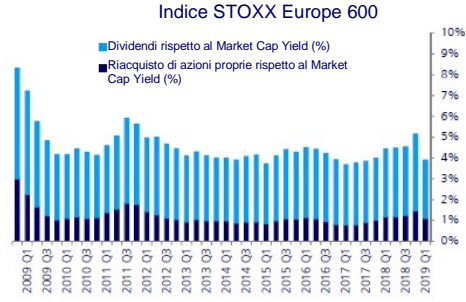
## Margini storici



Fonte: Bloomberg

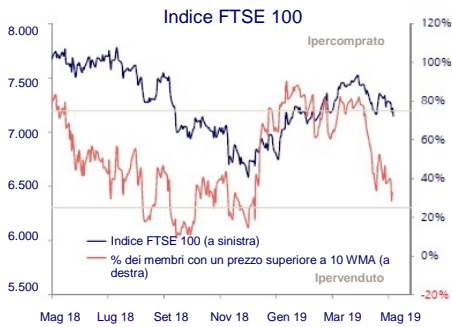
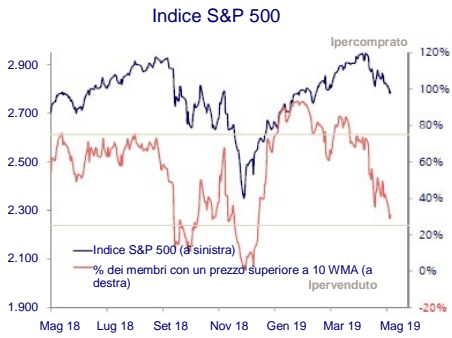


Dividendi e riacquisti di azioni proprie



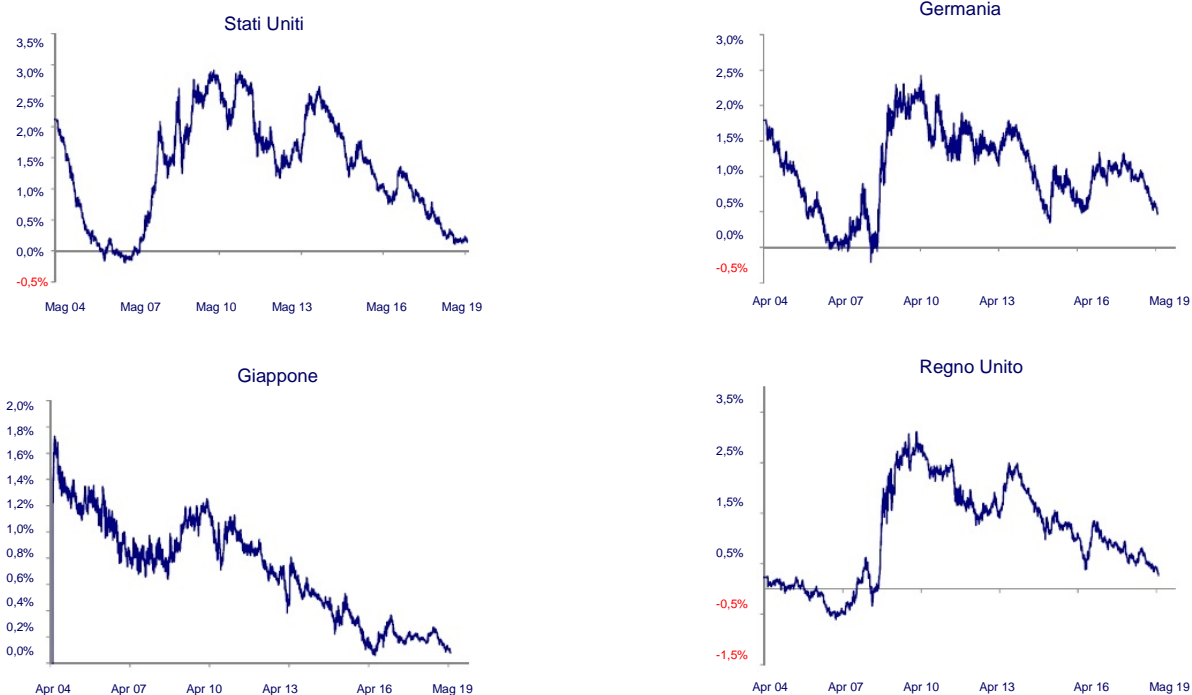
Fonte: Bloomberg

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)			
	Mag 19	1m fa	3m fa	1a fa
Regno Unito	-130	-132	-146	-163
Germania	-237	-249	-257	-252
Svizzera	-264	-280	-298	-292
Giappone	-227	-254	-276	-282
Australia	-72	-71	-60	-19
Cina	112	90	45	78
Corea Sud	-51	-66	-77	-16
Malesia	162	129	115	134
Indonesia	579	533	510	413
Thailandia	19		-24	-26
Filippine	189	n/a	n/a	n/a
Brasile	625	648	n/a	n/a
Messico	587	560	540	495
Colombia	449	434	415	376
Perù	286	265	274	279

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

42	36	40	33
20	18	10	19
50	44	52	40
32	30	35	32
63	54	65	61
287	254	255	245
92	99	101	116
101	110	131	164

Dati economici

Stati Uniti	Apr 18	Mag 18	Giu 18	Lug 18	Ago 18	Set 18	Ott 18	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Trend*
ISM manifatturiero (indice)	57,9	58,7	60,0	58,4	60,8	59,5	57,5	58,8	54,3	56,6	54,2	55,3	52,8	in calo
ISM non manifatturiero (indice)	57,2	58,9	58,7	56,7	58,8	60,8	60,0	60,4	58,0	56,7	59,7	56,1	55,5	in calo
Beni durevoli (% su base mensile)	-1,3	0,8	-0,1	-0,9	4,2	1,5	-4,4	0,6	1,1	0,5	-2,6	1,7	-2,1	in calo
Fiducia dei consumatori (indice)	125,6	128,8	127,1	127,9	134,7	135,3	137,9	136,4	126,6	121,7	131,4	124,2	129,2	in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base mensile)	4,8	6,4	6,1	6,6	6,4	4,0	4,6	4,0	1,6	2,9	2,1	3,8	3,1	in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	3,7	3,8	3,7	3,9	4,0	3,8	3,8	3,6	in calo
Salario orario medio su base annua (% su base annua)	2,8	2,9	2,9	2,9	3,1	3,0	3,2	3,4	3,5	3,4	3,4	3,3	3,4	in calo
Variazione in busta paga ('000 su base mensile)	196,0	270,0	262,0	178,0	282,0	108,0	277,0	196,0	227,0	312,0	56,0	189,0	263,0	in calo
PCE (% su base annua)	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	1,8	1,9	2,0	1,8	1,6	1,5	1,6	in calo
PIL (% su base trimestrale, annualizzato)			4,2			3,4			2,2			3,1		in rialzo

Regno Unito	Apr 18	Mag 18	Giu 18	Lug 18	Ago 18	Set 18	Ott 18	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Trend*
PMI servizi (indice)	52,8	54,0	55,1	53,5	54,3	53,9	52,2	50,4	51,2	50,1	51,3	48,9	50,4	in calo
Fiducia dei consumatori (indice)	-9,0	-7,0	-9,0	-10,0	-7,0	-9,0	-10,0	-13,0	-14,0	-14,0	-13,0	-13,0	-13,0	in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	4,2	4,2	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,0	4,0	3,9	3,9	3,8		in calo
CPI (% su base annua)	2,4	2,4	2,4	2,5	2,7	2,4	2,4	2,3	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	in calo
PIL (% su base annua)			1,4			1,6			1,4			1,8		in rialzo

Zona euro	Apr 18	Mag 18	Giu 18	Lug 18	Ago 18	Set 18	Ott 18	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	56,2	55,5	54,9	55,1	54,6	53,2	52,0	51,8	51,4	50,5	49,3	47,5	47,9	in calo
PMI servizi (indice)	54,7	53,8	55,2	54,2	54,4	54,7	53,7	53,4	51,2	51,2	52,8	53,3	52,8	in rialzo
IFO sulla fiducia delle imprese (indice)	102,2	102,6	102,5	102,2	104,1	103,9	102,8	102,3	101,2	99,6	98,8	99,7	99,2	in calo
Produzione industriale (% su base mensile)	-0,5	1,3	-0,6	-0,8	1,3	-0,6	-0,1	-1,3	-0,9	2,0	-0,1	-0,3		in rialzo
Ordinativi GE (% su base mensile)	-0,6	1,5	-2,6	-0,8	1,5	0,1	0,1	-0,7	1,0	-2,1	-4,0	0,6		in calo
Tasso di disoccupazione (%)	8,4	8,2	8,2	8,1	8,0	8,0	8,0	7,9	7,9	7,8	7,8	7,7		in calo
Crescita M3 (% su base annua, MM a 3 mesi)	3,8	4,0	4,3	4,0	3,5	3,6	3,8	3,7	4,1	3,7	4,2	4,6	4,7	in rialzo
CPI (% su base annua)	1,2	2,0	2,0	2,2	2,1	2,1	2,3	1,9	1,5	1,4	1,5	1,4	1,7	in calo
CPI Core (% su base annua)	0,7	1,2	1,0	1,1	1,0	1,0	1,2	0,9	0,9	1,1	1,0	0,8	1,3	in rialzo
PIL (% su base trimestrale)			0,4			0,1			0,2			0,4		in rialzo

Svizzera	Apr 18	Mag 18	Giu 18	Lug 18	Ago 18	Set 18	Ott 18	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Trend*
Indicatore anticipatore KOF (indice)	103,1	99,9	100,2	101,7	98,9	102,4	100,2	98,9	96,3	96,2	93,1	97,2	96,2	in calo
PMI manifatturiero (indice)	62,8	62,8	61,8	61,7	64,6	59,9	57,8	57,7	57,5	54,3	55,4	50,3	48,5	in calo
Vendite reali al dettaglio (% su base annua)	2,9	0,2	0,2	-0,2	1,0	-2,8	1,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,7	-0,7	in calo
Bilancia commerciale (miliardi, CHF)	2,1	2,9	2,6	2,3	2,2	2,3	3,5	4,7	2,0	3,0	2,9	3,2	2,3	in calo
CPI (% su base annua)	0,8	1,1	1,2	1,2	1,2	1,0	1,2	0,9	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	in calo

Giappone	Apr 18	Mag 18	Giu 18	Lug 18	Ago 18	Set 18	Ott 18	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Trend*
PMI manifatturiero Nomura (indice)	53,8	52,8	53,0	52,3	52,5	52,5	52,9	52,2	52,6	50,3	48,9	49,2	50,2	in calo
Ordini dei macchinari (% su base annua)	9,6	16,5	0,3	13,9	12,6	-7,0	4,5	0,8	0,9	-2,9	-5,5	-0,7		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	1,9	3,5	-1,5	2,4	0,6	-2,5	4,2	1,9	-2,0	0,7	-1,1	-4,3	-1,1	in calo
Economy Watchers Survey (indice)	50,9	47,7	48,2	47,5	48,1	47,3	47,7	49,0	48,2	44,8	46,7	46,7	47,0	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	1,6	1,6	neutrale
Labour Cash Earnings (% su base annua)	0,2	1,4	2,8	1,4	0,6	0,7	1,1	1,7	1,5	-0,6	-0,7	-1,3		in calo
Vendite dei grandi magazzini (% su base annua)	0,7	-0,2	3,1	-6,1	-0,2	-3,0	1,6	-0,6	-0,7	-2,9	0,4	0,1	-1,1	in rialzo
Massa monetaria M2 (% su base annua)	3,2	3,2	3,1	2,9	2,9	2,8	2,7	2,3	2,4	2,3	2,4	2,4	2,6	in rialzo
CPI Esclusi alimentari ed energia (% su base annua)	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,5	in rialzo
Esportazioni (% su base annua)	7,8	8,1	6,7	3,9	6,5	-1,4	8,2	0,1	-3,9	-8,4	-1,2	-2,4	-2,4	in rialzo

Cina	Apr 18	Mag 18	Giu 18	Lug 18	Ago 18	Set 18	Ott 18	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	51,4	51,9	51,5	51,2	51,3	50,8	50,2	50,0	49,4	49,5	49,2	50,5	50,1	in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	7,0	6,8	6,0	6,0	6,1	5,8	5,9	5,4	5,7			8,5	5,4	in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	9,4	8,5	9,0	8,8	9,0	9,2	8,6	8,1	8,2			8,7	7,2	in calo
PPI (% su base annua)	3,4	4,1	4,7	4,6	4,1	3,6	3,3	2,7	0,9	0,1	0,1	0,4	0,9	in calo
Esportazioni (% su base annua)	11,9	11,9	10,7	11,6	9,6	13,9	14,3	3,9	-4,4	9,3	-20,7	13,8	-2,7	in calo
CPI (% su base annua)	1,8	1,8	1,9	2,1	2,3	2,5	2,5	2,2	1,9	1,7	1,5	2,3	2,5	in rialzo
RRR (%)	16,0	16,0	16,0	15,5	15,5	15,5	14,5	14,5	14,5	13,5	13,5	13,5	13,5	in calo
PIL (% su base annua)			6,7			6,5			6,4			6,4		neutrale
PMI non manifatturiero (indice)	51,4	51,9	51,5	51,2	51,3	50,8	50,2	50,0	49,4	49,5	49,2	50,5	50,1	in rialzo
Finanziamenti aggregati (miliardi, CNY)	1587,3	766,5	1184,9	1009,4	1442,8	1180,2	592,8	1363,7	1151,5					in calo

Fonte dati: Bloomberg

\*Trend = Ultimi 3m - 3 mesi precedenti

## Appendice 5

### Dati economici

<b>Australia</b>	Apr 18	Mag 18	Giu 18	Lug 18	Ago 18	Set 18	Ott 18	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Trend*
AIG manifatturiero (indice)	58,6	56,8	55,6	52,5	55,9	57,1	54,7	50,8	50,0	52,5	54,0	51,0	54,8	in rialzo
AIG servizi (indice)	55,2	59,0	63,0	53,6	52,2	52,5	51,1	55,1	52,1	44,3	44,5	44,8	46,5	in calo
Westpac Consumer Confidence (% su base mensile)	-0,6	-0,6	0,3	3,9	-2,3	-3,0	1,0	2,8	0,1	-4,7	4,3	-4,8	1,9	in rialzo
Approvazioni nuovi edifici (% su base annua)	2,7	5,2	1,7	-4,1	-14,0	-12,2	-13,4	-33,7	-21,7	-27,6	-12,1	-25,4	-24,2	in rialzo
Variazione occupazione ('000, su base mensile)	10,5	16,3	60,9	-0,9	44,5	10,4	29,0	40,6	19,0	35,9	11,2	27,7	28,4	in calo

<b>Brasile</b>	Apr 18	Mag 18	Giu 18	Lug 18	Ago 18	Set 18	Ott 18	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Trend*
CPI (% su base annua)	2,8	2,9	4,4	4,5	4,2	4,5	4,6	4,1	3,8	3,8	3,9	4,6	4,9	in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	1,0	9,2	-6,3	3,2	4,2	1,7	-2,2	0,8	-1,1	-3,6	-2,2	2,1	-6,1	in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	8,0	0,6	2,7	1,4	-1,0	4,0	0,1	1,9	4,5	0,6	1,9	4,0	-4,5	in calo
Bilancia commerciale (milioni, USD)	6142,0	5981,0	5882,0	4227,0	3775,0	4971,0	6121,0	4062,0	6639,0	2192,0	3673,0	4990,0	6061,0	in rialzo
Saldo di bilancio primario (miliardi, BRL)	-57,6	-26,8	-47,9	-57,9	-29,2	-76,9	-39,2	-6,1	-50,6	-68,0	26,0	-45,0	-62,2	in rialzo

<b>Cile</b>	Apr 18	Mag 18	Giu 18	Lug 18	Ago 18	Set 18	Ott 18	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Trend*
Indice dell'attività economica IMACEC (% su base annua)	6,51	4,75	4,50	2,96	2,70	2,07	4,36	3,33	3,12	2,13	1,37	1,87		in calo
CPI (% su base annua)	1,90	2,00	2,50	2,70	2,60	3,10	2,90	2,80	2,60	2,20	2,20	2,50	2,40	in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	7,29	3,45	7,17	0,25	5,47	1,72	8,02	-0,12	1,57	0,02	0,05	0,72		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	7,57	3,66	5,08	-1,65	-1,77	-3,15	2,00	0,36	1,60	-0,90	-3,55	-0,80	0,70	in calo
Disoccupazione (%)	6,70	7,00	7,20	7,30	7,30	7,10	7,10	6,80	6,70	6,80	6,70	6,90	6,90	in rialzo

<b>Messico</b>	Apr 18	Mag 18	Giu 18	Lug 18	Ago 18	Set 18	Ott 18	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Trend*
PMI (indice)	51,2	51,0	52,0	50,1	51,3	50,9	50,0	49,8	49,1	50,0	54,0	51,2	52,0	in rialzo
CPI (% su base annua)	4,6	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0	4,9	4,7	4,8	4,4	3,9	4,0	4,4	in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	3,3	2,5	3,7	4,2	3,9	4,1	3,0	3,4	-1,3	0,9	1,8	1,6		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	5,2	2,7	2,2	2,4	2,2	2,3	2,5	1,6	0,2	1,3	0,8	2,8		in rialzo
Rimesse (milioni, USD)	2760,9	3155,9	3140,7	2857,5	2883,3	2718,9	2944,0	2893,2	2929,1	2414,9	2387,4	2896,8		in calo

Fonte dati: Bloomberg

\*Trend = Ultimi 3m - 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 od 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

