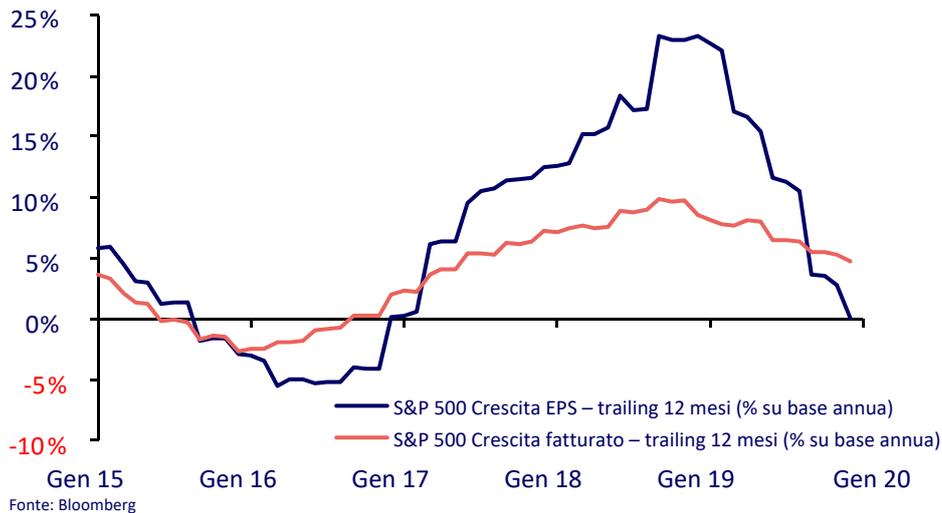


Approfondimento mensile sugli investimenti

Utili aziendali sotto pressione



Con l'inizio del nuovo anno l'azionario USA ha portato avanti lo straordinario momentum evidenziato nell'ultimo trimestre del 2019 per poi perdere terreno rispetto ai nuovi massimi raggiunti, come avevamo anticipato nell'edizione del mese scorso di [Investment Insights](#). Gli investitori temono l'incessante diffusione del coronavirus e il suo potenziale impatto sull'economia globale. Il virus ha colpito la Cina in un momento di fragilità del contesto economico, già penalizzato da una recente perdita di slancio e dalle ripercussioni della guerra commerciale con gli USA. Non dobbiamo infatti dimenticare che anche se la Cina e gli Stati Uniti hanno siglato un accordo commerciale parziale, la maggior parte dei dazi è ancora in vigore. È troppo presto per poter stimare concretamente l'impatto del virus sulla crescita, ma le massicce limitazioni ai viaggi in Cina, la potenziale diffusione ad altre regioni e le prospettive incerte penalizzeranno senza dubbio gli investimenti delle imprese e la spesa al consumo. Le multinazionali come Apple hanno segnalato potenziali interruzioni nella catena di fornitura, difficili da prevedere fino a quando la diffusione del virus non sarà stata contenuta.

La stagione degli utili aziendali è ancora in pieno svolgimento ma sono già visibili notevoli divergenze a livello di settori. Anche se la maggior parte dei grandi colossi tecnologici ha superato le aspettative archiviando solidi rialzi a livello di utili, il quadro generale è più moderato. Nel complesso le sorprese degli utili, in media, sono rimaste in linea con gli ultimi trimestri, a dimostrazione che i profitti delle aziende non hanno registrato alcun incremento rispetto a un anno fa. La liquidità e la fiducia degli investitori in una vicina ripresa della crescita hanno spinto le valutazioni verso livelli decisamente eccessivi. Il rapporto P/E futuro dell'indice S&P 500 si attesta a quota 19, rimanendo pericolosamente vicino ai livelli più elevati registrati dalla bolla delle dotcom. Ad ogni modo, il focus sui rapporti P/E nasconde il fatto che la crescita degli utili per azione (EPS) è stata nettamente incentivata dall'aumento dell'indebitamento delle aziende e dei riacquisti di azioni proprie. Altri indicatori di valutazione meno influenzati dall'ingegneria finanziaria, come il rapporto prezzo/EBITDA, hanno raggiunto nelle ultime settimane il massimo storico. Pur essendoci del vero nella tesi secondo cui il calo dei rendimenti aumenta l'attrattiva relativa dell'azionario e di altri asset, non dobbiamo dimenticare che i rendimenti ridotti potrebbero riflettere tassi di crescita attesi inferiori per il futuro. I rendimenti dei Treasury a lungo termine sono tornati ai livelli registrati la scorsa estate, quando gli investitori temevano una recessione globale. Continuiamo a ritenere che l'economia statunitense dovrà affrontare ulteriori ostacoli nel 2020 e che lo slancio di crescita potrebbe affievolirsi. Le tensioni geopolitiche continuano a ribollire sullo sfondo e la campagna elettorale per le presidenziali USA sta iniziando a prendere forma, alimentando le incertezze e la potenziale volatilità di mercato.

Valutazione del mercato

Sviluppi chiave

- La crescita globale rimane debole ma il miglioramento del sentiment e alcuni dati superiori alle attese incoraggiano gli investitori
- La stagione degli utili aziendali è entrata nel vivo, con aspettative relativamente moderate dopo il netto ridimensionamento delle previsioni
- Dopo il solido momentum nelle prime settimane dell'anno, le azioni sono finite sotto pressione mentre le obbligazioni hanno evidenziato un rally, riportando i rendimenti negli USA verso i minimi recenti

L'opinione di Zurich

Le valutazioni azionarie appaiono eccessive e i recenti rialzi non riflettono i fondamentali scarsi. Le valutazioni scontano un mercato ottimistico, evidente soprattutto nella performance straordinaria archiviata negli ultimi mesi dai colossi tecnologici.

Nel complesso, i mercati azionari hanno faticato per rimanere ancorati ai recenti massimi perché i timori legati alla diffusione del coronavirus e i report contrastanti sugli utili aziendali hanno pesato sul sentiment degli investitori. Manteniamo il nostro orientamento prudente sull'azionario: il rischio di una delusione è infatti elevato, dal momento che i mercati sembrano sempre più sganciati dai fondamentali.

Il credito ha mancato il rally dei mercati azionari degli ultimi mesi ma i fattori tecnici rimangono robusti, con emissioni da record e domanda solida. Gli spread sono piuttosto stabili ma i punti deboli continuano ad aumentare.

I rendimenti obbligazionari sono calati ancor prima dell'ultimo rialzo del mercato azionario, nonostante l'aumento dell'inflazione primaria e attesa, e negli USA si sono spostati verso i minimi archiviati di recente. Ci aspettiamo che i rendimenti rimangano sotto pressione, dal momento che un netto miglioramento dei fondamentali economici nel breve periodo appare improbabile.

Mondo

- La diffusione del coronavirus ha turbato l'economia mondiale e intaccherà la fragile ripresa in atto
- I rendimenti delle obbligazioni globali sono calati insieme ai prezzi del petrolio e delle materie prime, a causa della maggiore domanda di beni rifugio e del riemergere delle preoccupazioni legate alla debolezza della crescita e dell'inflazione
- Il supporto politico e l'accordo commerciale sino-statunitense forniranno un sollievo a breve termine ma il sentiment potrebbe rimanere fragile

L'attività globale è debole ma è in atto un processo di ripresa. Il PMI manifatturiero è risalito sopra la soglia di 50, in linea con uno scenario espansivo, e i dati anticipatori sui commerci in Asia hanno riguadagnato terreno, sostenuti da un ciclo tecnologico più solido. L'accordo commerciale sino-statunitense ha inoltre allontanato l'ipotesi di un'escalation della guerra commerciale nel breve periodo. La diffusione del coronavirus tuttavia frenerà la ripresa, perché turberà l'attività economica e peserà sul sentiment e sui mercati finanziari, in un momento in cui i fondamentali macroeconomici sono già molto fragili. I rendimenti obbligazionari sono crollati, avvicinandosi ai minimi dello scorso anno. Sono attesi ulteriori provvedimenti di supporto a livello di politica e, quando la diffusione del coronavirus sarà messa sotto controllo, domanda e spesa probabilmente si rimetteranno al passo. Per ora, comunque, il sentiment e l'attività potrebbero rimanere fragili.

Stati Uniti

- L'S&P 500 ha archiviato la sua settimana peggiore dallo scorso agosto
- Le nuove posizioni lavorative sono scese al livello minimo registrato da febbraio 2018
- I nuovi cantieri edili residenziali hanno raggiunto i livelli massimi registrati dal 2006

Nel mese di gennaio, l'S&P 500 ha raggiunto un picco massimo prima di perdere nuovamente terreno sulla scia dei timori legati al potenziale impatto della diffusione del coronavirus e alla pubblicazione di report sugli utili aziendali contrastanti. Il rialzo dell'indice ISM non manifatturiero testimonia che la debolezza del settore manifatturiero ha avuto finora ripercussioni limitate. Dall'altra parte, numerosi indicatori del mercato del lavoro segnalano un marginale deterioramento a livello di occupazione. La fiducia dei consumatori ha dimostrato finora una buona tenuta, sostenendo la spesa delle famiglie. Come anticipato dai permessi a costruire e dalla fiducia dei costruttori edili, i nuovi cantieri residenziali sono aumentati più del previsto, raggiungendo il livello più alto registrato dal 2006. Tuttavia l'aumento dell'inflazione, combinato con il rallentamento della crescita dei salari e delle ore lavorative medie settimanali, alimenta il rischio di conseguenze negative sul potere di acquisto dei consumatori.

Regno Unito

- Il Regno Unito ha lasciato l'UE, iniziando il periodo di transizione stabilito nell'accordo su Brexit
- A gennaio la fiducia delle imprese si è ripresa, con il ridimensionamento dei rischi politici a breve termine
- Le vendite al dettaglio rimangono sotto pressione perché le famiglie sono riluttanti a spendere

La fiducia delle imprese ha evidenziato una ripresa contestuale alla riduzione dei rischi politici a breve termine attribuibile alla netta vittoria elettorale dei Tory. Anche se il PMI manifatturiero non è riuscito a tornare in territorio espansivo, indica comunque una stabilizzazione. È interessante notare che il PMI dei servizi ha guadagnato quasi 3 punti arrivando a quota 52,9, il massimo da settembre 2018. Dall'altra parte le famiglie rimangono riluttanti a spendere nonostante l'aumento del reddito reale, come dimostra il nuovo calo delle vendite al dettaglio di dicembre, il terzo dato negativo consecutivo. Nel breve periodo è probabile che la crescita ritrovi slancio, considerando la domanda latente, la maggiore fiducia delle imprese e una robusta crescita dei salari reali. Nonostante queste alcune difficoltà potrebbero riemergere con il prosieguo dell'anno e con le nuove problematiche legate alle negoziazioni con l'UE, che andranno a penalizzare le prospettive.

Zona euro

- I sondaggi sul sentiment sono migliorati ma i dati concreti e la crescita complessiva rimangono deboli
- La revisione strategica della BCE occuperà la maggior parte del 2020 e nel frattempo la politica monetaria verrà probabilmente messa in pausa
- Le elezioni regionali in Italia hanno sostenuto la coalizione di governo

Nonostante un sentiment più solido e la stabilizzazione sul fronte manifatturiero, la crescita complessiva rimane ridotta. Il PMI manifatturiero della Zona euro ha guadagnato terreno a gennaio, trainato dagli ottimi risultati riportati dalla Germania. Tuttavia il PMI dei servizi ha registrato un calo e la crescita del PIL del quarto trimestre è stata di uno scarso 0,1% su base trimestrale, con contrazioni in atto in Italia e in Francia. La stabilizzazione nel settore manifatturiero è positiva ma la crescita complessiva è ancora ridotta e la Zona euro rimane vulnerabile a eventuali shock. Di fatto la diffusione del coronavirus potrebbe influire sull'attività economica, sebbene sia ancora troppo presto per determinarne l'impatto. La BCE ha dichiarato che la revisione strategica occuperà la maggior parte dell'anno, lasciando intendere che nel frattempo non saranno apportate modifiche sostanziali alla politica monetaria. Infine, l'esito delle elezioni regionali in Italia è stato meno negativo del previsto per il governo e ha ridotto la possibilità di elezioni anticipate.

Svizzera

- Il PMI manifatturiero è tornato in territorio espansivo ma il crollo delle esportazioni dimostra che la situazione è ancora difficile, con l'aggravante della solidità del franco
- La solidità della valuta intensifica inoltre il trend deflazionistico dell'economia interna
- Nonostante l'intervento della SNB sui mercati valutari, il franco sembra destinato a rimanere solido

Nonostante la ripresa del PMI manifatturiero, il sentiment e l'attività generali rimangono deboli e dopo il crollo di dicembre le esportazioni hanno ceduto il 5% su base annua. A gennaio, il franco si è ulteriormente apprezzato rispetto all'euro: il cambio EURCHF è sceso al di sotto di 1,07 per la prima volta dal 2017 e la Svizzera è stata reinserita nella lista di controllo del Dipartimento del Tesoro USA per manipolazione valutaria. Anche se il contesto commerciale globale è in un certo senso migliorato, la solidità della valuta continuerà a frenare gli esportatori, oltre a intensificare le tendenze deflazionistiche in atto nell'economia interna, penalizzando i rivenditori al dettaglio. La SNB continua a intervenire sui mercati valutari per indebolire il franco e nel corso del mese ha nettamente incrementato i depositi a vista. Il contesto globale difficile continuerà comunque a sostenere la moneta elvetica.

Giappone

- La ripresa economica del Giappone sta perdendo slancio
- La fiducia dei consumatori sta recuperando terreno ma è messa a rischio dall'impatto del coronavirus
- L'azionario si muove lateralmente e la volatilità potrebbe continuare

Anche se l'economia giapponese sta recuperando terreno dopo l'aumento dell'imposta sui consumi di ottobre 2019 e l'impatto dei tifoni, la ripresa non appare comunque particolarmente brillante. A gennaio il PMI manifatturiero ha evidenziato un miglioramento ma gravita ancora al di sotto del livello di 50, mentre il PMI dei servizi ha superato la soglia critica. La fiducia dei consumatori ha registrato una ripresa a V dopo l'aumento dell'imposta sui consumi, ma nel corso del mese ha evidenziato un rallentamento. A nostro avviso le Olimpiadi dovrebbero sostenere il sentiment nei prossimi mesi. Per contro, la diffusione del coronavirus potrebbe invece penalizzarlo, dal momento che il retail risentirà del calo degli acquisti da parte dei turisti cinesi e della persistente paura del contagio. Da novembre, l'indice MSCI Japan evidenzia un andamento incerto ma appare ora in fase calante.

Cina

- I dati sull'attività di dicembre indicano una ripresa nel settore manifatturiero
- La diffusione del coronavirus colpirà i consumi e il settore dei servizi
- L'azionario cinese ha evidenziato una netta correzione

Molti degli indicatori economici di dicembre, insieme ai PMI di gennaio, indicano una stabilizzazione dell'economia cinese. In base ai dati sulla produzione industriale e sugli investimenti in immobilizzazioni, il settore manifatturiero in particolare sembrerebbe in ripresa, ma le distorsioni statistiche di fine anno potrebbero aver giocato un ruolo. La diffusione del coronavirus frenerà senza dubbio la crescita nei settori del consumo e dei servizi nel primo trimestre. Non appena il tasso di crescita minimo implicito del governo (il 5,6% per il 2020, in linea con l'obiettivo di raddoppiare il PIL reale tra il 2011 e il 2020) apparirà a rischio, dovrebbe essere avviata una politica espansiva. L'aumento dell'inflazione dei prezzi al consumo dovuta all'incremento del prezzo della carne di maiale dovrebbe raggiungere presto il picco massimo, a causa degli effetti di base. Le distorsioni nei dati dovute al Capodanno Lunare persisteranno fino alla primavera.

Australia

- La fiducia dei consumatori è stata penalizzata dagli incendi boschivi e dal coronavirus
- La RBA potrebbe ridurre il tasso di riferimento di altri 25 pb
- Il mercato azionario australiano è stato molto resiliente e forse troppo compiacente

L'economia dell'Australia ha iniziato a riprendersi nel primo semestre dello scorso anno e dovrebbe acquisire un certo slancio durante il 2020. La strada sarà comunque in salita. La spesa al consumo potrebbe inciampare ancora una volta, con l'affievolirsi dei benefici derivanti dai rimborsi fiscali. La fiducia dei consumatori ha sofferto l'impatto degli incendi boschivi e, più di recente, della diffusione del coronavirus di Wuhan, che ha inoltre sortito un effetto negativo sulla spesa dei turisti e degli studenti cinesi penalizzando le esportazioni di servizi dall'Australia. Gli investimenti delle imprese hanno evidenziato alcune difficoltà nel terzo trimestre 2019 ma sembrano essersi ripresi nel quarto trimestre. L'inflazione continua ad attestarsi sotto l'intervallo target della RBA (2-3%) e riteniamo possibile un ulteriore taglio dei tassi di 25 pb. Il mercato azionario sembra sostenere questa ipotesi, dal momento che la sua performance risulta tra le migliori nell'ambito dei mercati principali dall'inizio dell'anno.

ASEAN

- Il PMI manifatturiero è in ripresa
- Bank Negara ha tagliato il tasso di riferimento e un piano di riforma è stato presentato al parlamento indonesiano
- I mercati azionari ASEAN hanno evidenziato un calo

Dopo essere rimbalzato a quota 49,8, il PMI manifatturiero ASEAN si attesta ora all'estremo superiore dell'intervallo tracciato nel secondo semestre 2019. In Indonesia, i piani di riforma del Presidente Jokowi appaiono ambiziosi e dovrebbero incentivare gli investimenti esteri; tuttavia perché siano implementati sarà innanzitutto necessario vincere l'opposizione dei sindacati. La banca centrale della Malesia ha ridotto il tasso di riferimento di 25 pb prima del previsto, portandolo al 3%. A nostro avviso si tratta di una misura preventiva sensata: la politica fiscale e le esportazioni nette potrebbero infatti continuare a porre un freno alla crescita. Alcuni paesi ASEAN saranno fortemente penalizzati dalla sospensione dei viaggi in uscita dalla Cina dovuta al coronavirus, in particolare Thailandia, Vietnam e Singapore. Dall'inizio dell'anno, i mercati azionari ASEAN hanno realizzato una sottoperformance, trainati al ribasso soprattutto dalle Filippine.

Appendice 1 Snapshot delle valutazioni (indici MSCI)

Valutazioni degli ultimi quattro trimestri

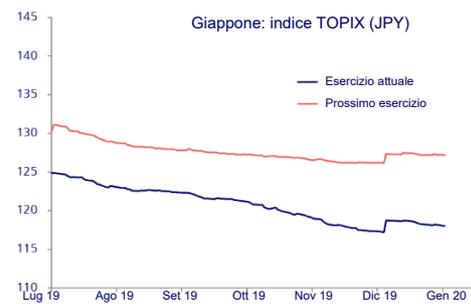
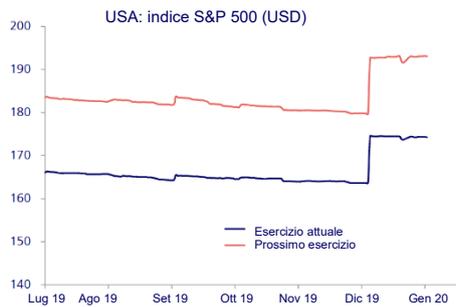
	Stati Uniti	Europa, Regno Unito escluso	Regno Unito	Svizzera	Giappone	APAC, Giappone escluso	Cina	Brasile	Messico
P/E negli ultimi 12 mesi	22,49	18,46	13,72	22,10	14,61	15,25	13,13	14,38	16,08
P/B negli ultimi 12 mesi	3,56	1,92	1,70	3,01	1,33	1,65	1,70	2,16	2,00
P/CF negli ultimi 12 mesi	15,24	10,93	9,27	11,68	8,68	10,17	8,80	10,76	9,09
Tasso di rendimento azionario	1,86	3,12	4,60	2,83	2,32	2,75	2,00	3,46	3,22
ROE	15,84	10,40	12,36	13,60	9,09	10,79	12,95	15,04	12,45

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	0,98	0,73	1,18	0,78	0,81	0,70	0,77	0,86
P/B negli ultimi 12 mesi	1,50	0,81	0,71	1,27	0,56	0,69	0,72	0,91	0,84
P/CF negli ultimi 12 mesi	1,23	0,88	0,75	0,94	0,70	0,82	0,71	0,87	0,73
Tasso di rendimento azionario	0,77	1,30	1,91	1,18	0,96	1,14	0,83	1,44	1,34
ROE	1,25	0,82	0,98	1,08	0,72	0,85	1,02	1,19	0,98

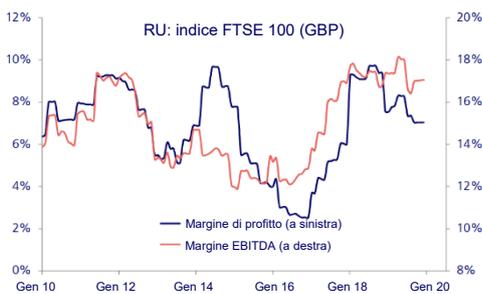
Fonte: Datastream

Stime degli utili: interi esercizi fiscali



Fonte: Bloomberg

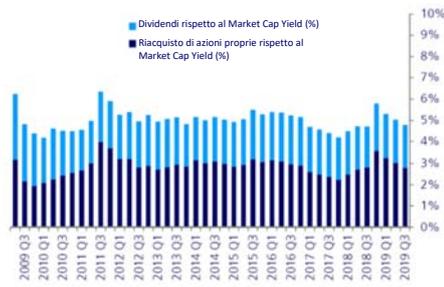
Margini storici



Fonte: Bloomberg

Dividendi e riacquisti di azioni proprie

Indice S&P 500



Indice STOXX Europe 600



Indice FTSE 100



Indice TOPIX



Fonte: Bloomberg

Ipervenduto/ Ipercomprato

Indice S&P 500



Indice EURO STOXX



Indice FTSE 100

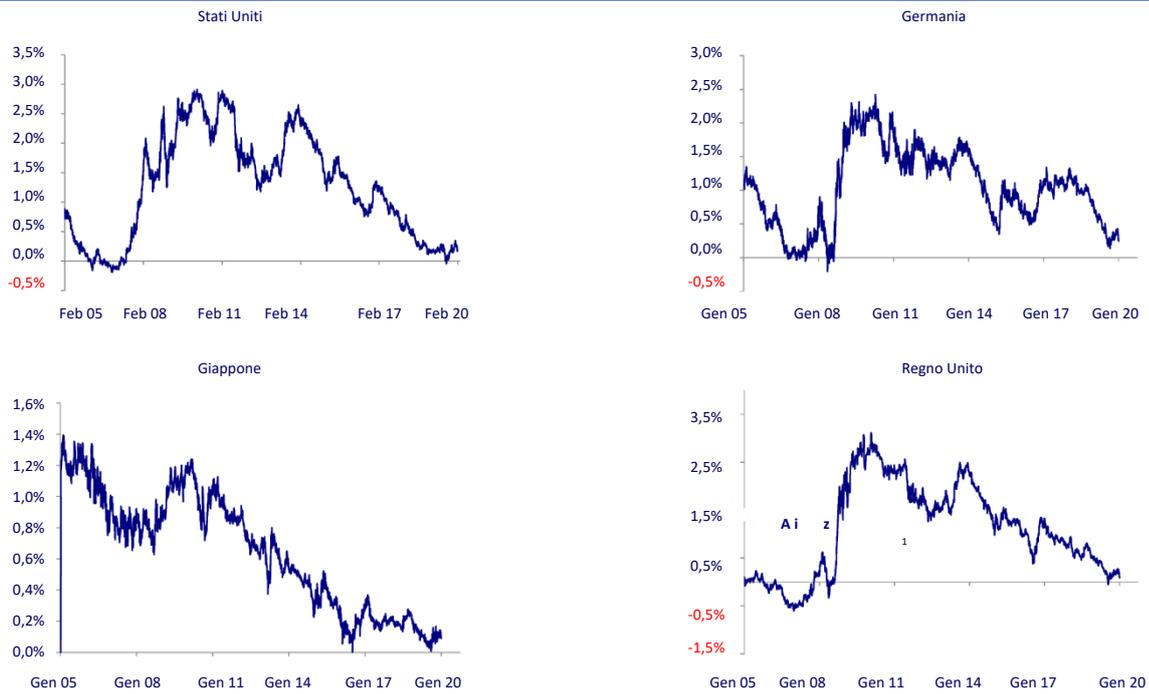


Indice TOPIX



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)			
	Gen 20	1m fa	3m fa	1a fa
Regno Unito	-109	-112	-106	-144
Germania	-200	-213	-210	-251
Svizzera	-232	-240	-226	-291
Giappone	-166	-188	-182	-270
Australia	-61	-57	-55	-48
Cina	138	126	159	43
Corea del Sud	-5	-19	4	-67
Malesia	152	147	175	136
Indonesia	509	523	532	545
Thailandia	-28		-16	-30
Filippine	244	n/a	n/a	n/a
Brasile	502		480	631
Messico	510	502	508	565
Colombia	436	446	433	432
Perù	243	229	257	289

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Spread rispetto ai bund tedeschi (pb)			
	Gen 20	1m fa	3m fa	1a fa
Francia	25	31	31	41
Olanda	10	15	14	10
Belgio	24	28	31	45
Austria	17	23	24	22
Irlanda	26	31	41	74
Italia	134	163	133	243
Spagna	67	67	64	104
Portogallo	68	64	57	147

Fonte: Bloomberg, ZIG

Dati economici

Stati Uniti	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Trend*
ISM manifatturiero (indice)	54,3	56,6	54,2	55,3	52,8	52,1	51,7	51,2	49,1	47,8	48,3	48,1	47,2	in calo
ISM non manifatturiero (indice)	58,0	56,7	59,7	56,1	55,5	56,9	55,1	53,7	56,4	52,6	54,7	53,9	55,0	in rialzo
Beni durevoli (% su base mensile)	1,1	0,5	-2,6	1,7	-2,8	-2,3	1,8	2,1	0,2	-1,5	0,2	-3,1	2,4	in calo
Fiducia dei consumatori (indice)	126,6	121,7	131,4	124,2	129,2	131,3	124,3	135,8	134,2	126,3	126,1	126,8	128,2	in calo
Vendite al dettaglio (% su base mensile)	1,5	2,6	1,9	3,8	3,8	3,0	3,3	3,5	4,4	4,0	3,1	3,3	5,8	in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	3,9	4,0	3,8	3,8	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,5	3,6	3,5	3,5	in calo
Salario orario medio su base annua (% su base annua)	3,5	3,4	3,4	3,4	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,6	3,4	3,0	in calo
Variazione in busta paga ('000 su base mensile)	227,0	312,0	56,0	153,0	216,0	62,0	178,0	166,0	219,0	193,0	152,0	256,0	145,0	in calo
PCE (% su base annua)	2,0	1,8	1,6	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6	1,8	1,7	1,7	1,6		in calo
PIL (% su base trimestrale, annualizzato)	1,1			3,1			2,0			2,1				
Regno Unito	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Trend*
PMI servizi (indice)	51,2	50,1	51,3	48,9	50,4	51,0	50,2	51,4	50,6	49,5	50,0	49,3	50,0	in calo
Fiducia dei consumatori (indice)	-14,0	-14,0	-13,0	-13,0	-13,0	-10,0	-13,0	-11,0	-14,0	-12,0	-14,0	-14,0	-11,0	in calo
Tasso di disoccupazione (%)	4,0	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8	3,9	3,8	3,9	3,8	3,8	3,8		in calo
CPI (% su base annua)	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,0	2,0	2,1	1,7	1,7	1,5	1,5	1,3	in calo
PIL (% su base annua)	1,4			2,0			1,2			1,1				
Zona euro	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	51,4	50,5	49,3	47,5	47,9	47,7	47,6	46,5	47,0	45,7	45,9	46,9	46,3	in calo
PMI servizi (indice)	51,2	51,2	52,8	53,3	52,8	52,9	53,6	53,2	53,5	51,6	52,2	51,9	52,8	in calo
IFO sulla fiducia delle imprese (indice)	101,1	99,6	99,1	100,0	99,5	98,3	97,7	96,0	94,5	94,7	94,7	95,1	96,3	in rialzo
Produzione industriale (% su base mensile)	-1,1	1,7	-0,1	-0,2	-0,6	0,8	-1,5	-0,4	0,6	0,0	-0,9	0,2		in rialzo
Ordinativi GE (% su base mensile)	0,7	-2,3	-4,2	1,2	-0,1	-1,4	1,5	-1,3	-0,6	1,0	0,2	-1,3		in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	7,8	7,8	7,8	7,7	7,6	7,6	7,5	7,6	7,5	7,6	7,5	7,5		neutrale
Crescita M3 (% su base annua, MM a 3 mesi)	4,2	3,7	4,2	4,6	4,7	4,8	4,5	5,1	5,7	5,6	5,6	5,6	5,0	in calo
CPI (% su base annua)	1,5	1,4	1,5	1,4	1,7	1,2	1,3	1,0	1,0	0,8	0,7	1,0	1,3	in rialzo
CPI Core (% su base annua)	0,9	1,1	1,0	0,8	1,3	0,8	1,1	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3	1,3	in rialzo
PIL (% su base trimestrale)	0,3			0,4			0,2			0,3				
Svizzera	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Trend*
Indicatore anticipatore KOF (indice)	96,4	97,2	94,6	96,7	97,1	93,9	95,0	96,0	95,5	93,1	94,8	92,6	96,4	in calo
PMI manifatturiero (indice)	57,5	54,3	55,4	50,3	48,5	48,6	47,7	44,7	47,2	44,6	49,4	48,8	50,2	in rialzo
Vendite reali al dettaglio (% su base annua)	-0,5	-0,2	-0,1	-0,8	-0,6	-0,5	1,0	1,4	-0,5	1,8	0,4	0,0		in rialzo
Bilancia commerciale (miliardi, CHF)	2,0	3,0	2,9	3,1	2,3	3,2	4,0	3,7	1,7	4,0	3,6	4,0	2,0	in rialzo
CPI (% su base annua)	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	-0,3	-0,1	0,2	in calo
Giappone	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Trend*
PMI manifatturiero Nomura (indice)	52,6	50,3	48,9	49,2	50,2	49,8	49,3	49,4	49,3	48,9	48,4	48,9	48,4	in calo
Ordini dei macchinari (% su base annua)	0,9	-2,9	-5,5	-0,7	2,5	-3,7	12,5	0,3	-14,5	5,1	-6,1	5,3		in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	-2,0	0,7	-1,1	-4,3	-1,1	-2,1	-3,8	0,7	-4,7	1,3	-7,7	-8,2		in calo
Economy Watchers Survey (indice)	48,2	44,8	46,7	46,7	47,0	44,3	43,3	41,7	42,6	45,7	36,3	39,2	40,7	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		in calo
Labour Cash Earnings (% su base annua)	1,5	-0,6	-0,7	-1,3	-0,3	-0,5	0,4	-1,0	-0,1	0,5	0,0	0,1		in rialzo
Vendite dei grandi magazzini (% su base annua)	-0,7	-2,9	0,4	0,1	-1,1	-0,8	-0,9	-2,9	2,3	23,1	-17,5	-6,0	-5,0	in calo
Massa monetaria M2 (% su base annua)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,7	2,7	in rialzo
CPI Esclusi alimentari ed energia (% su base annua)	0,1	0,3	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	in rialzo
Esportazioni (% su base annua)	-3,9	-8,4	-1,2	-2,4	-2,4	-7,8	-6,6	-1,5	-8,2	-5,2	-9,2	-7,9	-6,3	in calo
Cina	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	49,4	49,5	49,2	50,5	50,1	49,4	49,4	49,7	49,5	49,8	49,3	50,2	50,2	in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	5,7			8,5	5,4	5,0	6,3	4,8	4,4	5,8	4,7	6,2	6,9	in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	8,2			8,7	7,2	8,6	9,8	7,6	7,5	7,8	7,2	8,0	8,0	in rialzo
PPI (% su base annua)	0,9	0,1	0,1	0,4	0,9	0,6	0,0	-0,3	-0,8	-1,2	-1,6	-1,4	-0,5	in calo
Esportazioni (% su base annua)	-4,4	9,3	-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)	1,9	1,7	1,5	2,3	2,5	2,7	2,7	2,8	2,8	3,0	3,8	4,5	4,5	in rialzo
RRR (%)	14,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,0	13,0	13,0	13,0	in calo
PIL (% su base annua)	6,5			6,4			6,2			6,0			6,0	neutrale
PMI non manifatturiero (indice)	49,4	49,5	49,2	50,5	50,1	49,4	49,4	49,7	49,5	49,8	49,3	50,2	50,2	in rialzo
Finanziamenti aggregati (miliardi, CNY)	1151,5													neutrale

Fonte dati: Bloomberg

*Trend = ultimi 3 m - 3 mesi precedenti

Appendice 5

Dati economici

Australia	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Trend*
AiG manifatturiero (indice)	50,0	52,5	54,0	51,0	54,8	52,7	49,4	51,3	53,1	54,7	51,6	48,1	48,3	in calo
AiG servizi (indice)	52,1	45,2	46,7	45,9	47,6	52,3	51,4	44,4	52,3	51,8	55,2	53,7	48,7	in rialzo
Westpac Consumer Confidence (% su base mensile)	0,1	-4,7	4,3	-4,8	1,9	0,6	-0,6	-4,1	3,6	-1,7	-5,5	4,5	-1,9	in calo
Approvazioni nuovi edifici (% su base annua)	-21,2	-27,0	-11,5	-23,5	-21,6	-17,4	-24,4	-28,4	-18,6	-16,6	-22,9	-3,8		in rialzo
Variazione occupazione ('000, su base mensile)	20,8	32,6	7,8	23,5	31,5	38,3	4,1	30,3	38,2	12,8	-23,9	38,5	28,9	in calo

Brasile	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Trend*
CPI (% su base annua)	3,8	3,8	3,9	4,6	4,9	4,7	3,4	3,2	3,4	2,9	2,5	3,3	4,3	in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	0,0	-3,8	-2,0	2,3	-6,1	-3,7	7,7	-5,8	-2,6	-2,1	1,1	1,1	-1,7	in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	0,0	0,7	1,9	4,0	-4,4	1,8	1,0	0,1	4,3	1,4	2,2	4,3	2,9	in rialzo
Bilancia commerciale (milioni, USD)	6428,3	1713,0	3291,7	4545,8	5823,4	5719,0	5089,0	2293,4	3181,9	2246,0	1206,0	3428,0	5599,0	in rialzo
Saldo di bilancio primario (miliardi, BRL)	0,0	-68,0	26,0	-45,0	-62,2	-28,0	-47,6	-30,1	-30,3	-63,6	-45,9	-10,9	-53,2	in rialzo

Cile	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Trend*
Indice dell'attività economica IMACEC (% su base annua)	3,12	1,86	1,05	1,69	1,87	2,16	1,72	3,43	3,57	3,03	-3,42	-3,30		in calo
CPI (% su base annua)	2,60	2,21	2,20	2,48	2,43	2,76	2,70	2,57	2,58	2,24	2,71	2,79	3,00	in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	1,57	0,02	0,05	0,94	-0,72	3,30	-1,20	1,62	1,87	-1,11	-11,91	-9,80		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	1,60	-0,90	-3,55	-0,80	0,69	-0,17	-2,94	2,63	1,38	-0,20	-3,42	-1,83		in calo
Disoccupazione (%)	6,70	6,80	6,70	6,90	6,90	7,10	7,10	7,20	7,20	7,00	7,00	6,90		in calo

Messico	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Dic 19	Trend*
PMI (indice)	49,2	50,0	53,6	50,5	52,0	49,1	48,5	48,8	47,2	48,0	46,5	46,6	46,8	in calo
CPI (% su base annua)	4,8	4,4	3,9	4,0	4,4	4,3	4,0	3,8	3,2	3,0	3,0	3,0	2,8	in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	-0,5	0,7	2,5	1,6	1,6	2,8	1,0	2,1	2,6	2,4	0,4	2,1		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	0,1	1,3	1,0	2,4	-0,4	0,8	-1,0	3,4	-0,2	0,8	-1,3	-3,0		in calo
Rimesse (milioni, USD)	2991,2	2455,6	2438,4	2958,0	2937,0	3282,1	3183,5	3258,7	3356,4	3071,9	3125,5	2898,0		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

