

Approfondimento mensile sugli investimenti

Il nervosismo per i rendimenti in aumento appare eccessivo



Fonte: Bloomberg

Il recente aumento dei rendimenti obbligazionari ha intaccato la fiducia degli investitori, facendo perdere terreno agli asset rischiosi, in particolare ai titoli tecnologici. L'andamento dei rendimenti obbligazionari non è del tutto inaspettato, perché una crescita economica più solida, un nuovo stimolo fiscale negli USA e la diffusione delle vaccinazioni si tradurranno probabilmente in un aumento di rendimenti e inflazione nel lungo periodo. Tuttavia il movimento è stato molto netto e deve essere contestualizzato. Nonostante la debolezza recente, è poco probabile che il rally degli asset rischiosi si interrompa, per tre motivi chiave che illustreremo di seguito.

In primo luogo, è probabile che l'interesse per gli asset rischiosi rimanga vivo ancora per parecchio tempo. La percentuale di reddito supplementare che un investitore ottiene oggi passando dai titoli di Stato ai titoli di credito USA è stata superiore solo il 20% delle volte, dagli anni Novanta, e soprattutto in tempi di crisi. Affinché la percentuale di reddito supplementare scenda nuovamente ai livelli medi, i rendimenti dei Treasury a 10 anni dovrebbero passare dall'attuale 1,5% a quasi il 4%. C'è dunque molta strada da fare prima che gli investitori arrivino a scegliere indifferentemente tra credito e titoli di Stato, perché nonostante il rialzo recente i rendimenti obbligazionari sono ancora piuttosto bassi rispetto alla media storica.

Di fatto questo rialzo ha innescato di recente una maggiore domanda sui mercati del credito da parte di investitori a caccia di rendimento. E questa domanda dovrebbe estendersi anche all'azionario, dove migliori prospettive di utili e tassi di rendimento azionario elevati hanno favorito ulteriormente il potenziale di performance. È interessante rilevare che i titoli con dividendo elevato che dovrebbero essere più sensibili ai rendimenti hanno recentemente sovraperformato, a dimostrazione che la debolezza dei titoli tecnologici potrebbe essere stata solo una correzione da livelli surriscaldati, situazione che andrebbe a sostenere il rally.

In secondo luogo, l'aumento dei rendimenti obbligazionari non implica nell'immediato un aumento dei costi di finanziamento, nemmeno per le società vulnerabili con rating di credito high yield. Il fulcro dei costi di finanziamento per le società più deboli deriva dagli spread creditizi, non dai titoli di Stato sottostanti, mentre la capacità di ripianare il debito dovrebbe essere sostenuta dagli utili in crescita nel corso dell'anno. Inoltre, molte aziende si sono già assicurate rendimenti ridotti e scadenze più lunghe sulla scia dell'offerta di debito straordinariamente elevata in atto dallo scorso anno.

In terzo luogo l'aumento dei rendimenti obbligazionari è stato troppo netto e andrà probabilmente a ridursi. Sulla base dei commenti recenti del Presidente della Fed Powell, è improbabile che la liquidità cali nel breve periodo, data la massiccia disoccupazione negli USA. Con un livello di indebitamento globale da record, c'è poco margine di errore nella politica monetaria e riteniamo che il timore di un irrigidimento prematuro sia infondato.

Valutazione del mercato

Sviluppi chiave

- I rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati in previsione dello stimolo fiscale negli USA e di una crescita più solida
- Gli asset rischiosi hanno vacillato, soprattutto in alcuni settori come la tecnologia, ma il credito rimane resiliente
- La crescita globale sembra destinata a migliorare ulteriormente, con l'accelerazione della campagna vaccinale contro il coronavirus

L'opinione di Zurich

Il rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato dovuto all'aspettativa di uno stimolo fiscale negli USA, di un rafforzamento della crescita e di un aumento dell'inflazione potrebbe registrare un calo. Pur aspettandoci un recupero a livello di inflazione e rendimenti, il recente aumento di questi ultimi è stato troppo netto. Gli asset rischiosi hanno vacillato dopo aver raggiunto livelli record all'inizio di febbraio, quando l'indice tecnologico Nasdaq Composite ha archiviato un declino, da massimo a minimo, dell'8% circa. Dall'altra parte, i mercati del credito sono stati resilienti. Riteniamo improbabile che il rally degli asset rischiosi si interrompa e la performance dei titoli azionari potrebbe superare quella delle obbligazioni corporate.

La crescita dell'economia globale dovrebbe essere solida nel 2021, attestandosi su livelli superiori al trend: la politica economica e quella monetaria sono entrambe favorevoli mentre le vaccinazioni fanno sperare in un ritorno alla normalità. Se da un lato un primo trimestre poco brillante era prevedibile, i dati concreti e gli indicatori previsionali sono finora incoraggianti. Detto questo, i mercati del lavoro sono ancora molto fiacchi, e questo dovrebbe continuare a giustificare una politica accomodante. Nel frattempo, le vaccinazioni stanno progredendo a un ritmo disomogeneo nei diversi Paesi ma dovrebbero accelerare in futuro. Se da un lato ospedalizzazioni e decessi sono in calo, non è il caso di sedersi sugli allori e rimane necessario focalizzarsi sulla rapidità delle vaccinazioni.

Sviluppi chiave

L'opinione di Zurich

Mondo

- L'economia globale è sostenuta da netti miglioramenti nell'attività manifatturiera, mentre il settore dei servizi rimane debole
- L'inflazione primaria è in aumento ma questo riflette principalmente gli effetti temporanei dell'energia e del COVID, mentre la tendenza sottostante è favorevole
- I rendimenti obbligazionari globali sono aumentati con il recupero di crescita e inflazione, ma poiché l'economia globale rimane fragile prevediamo un potenziale di ulteriore rialzo limitato

L'economia globale è stata spinta dagli ulteriori progressi registrati dal settore manifatturiero, la cui crescita si avvicina ai precedenti picchi del 2017/18. Il recupero dell'attività, in un contesto di restrizioni e difficoltà a livello di trasporti, ha comportato un aumento dei tempi di consegna e dei prezzi degli input, insieme a una ripresa delle assunzioni attribuibile a un outlook in miglioramento. Permangono comunque delle fragilità: il sentiment di aziende e consumatori è ancora ben inferiore ai livelli pre-crisi e ampi segmenti della capacità economica rimangono in stallo. L'inflazione primaria è in aumento ma riflette soprattutto gli effetti temporanei del COVID, mentre la tendenza sottostante è favorevole. I rendimenti obbligazionari globali sono aumentati grazie al recupero di crescita e inflazione. L'aumento dei rendimenti, a un certo punto, inizierà a penalizzare la crescita globale, e ci aspettiamo che l'ulteriore potenziale di rialzo sia limitato.

Stati Uniti

- I rendimenti dei Treasury sono aumentati, in previsione di ulteriori stimoli fiscali e di una solida ripresa economica
- La situazione dell'occupazione sta migliorando, con una nuova ripresa delle assunzioni
- Le vendite al dettaglio hanno recuperato sostanzialmente terreno a gennaio, incentivate dalle misure di stimolo

Nella prima metà di febbraio, l'Indice S&P 500 ha recuperato terreno, raggiungendo un nuovo picco record prima di affrontare nuove difficoltà dovute all'aumento sostanziale dei rendimenti obbligazionari. I rendimenti dei Treasury a lungo termine sono aumentati, trainati da prospettive economiche solide e dall'aspettativa di un sostanziale programma di stimolo fiscale che dovrebbe essere presto approvato dal Congresso. I rendimenti dei Treasury decennali sono brevemente saliti sopra l'1,60% mentre i rendimenti dei trentennali hanno raggiunto i livelli più elevati da novembre 2019, portando la curva alla pendenza massima registrata in oltre 4 anni. Se da un lato l'aumento dei rendimenti riflette l'aspettativa di un recupero di crescita e inflazione, ulteriori rialzi appaiono limitati nel breve periodo. I membri del FOMC continuano a segnalare che potenziali graduali riduzioni degli acquisti di asset sono ancora premature, perché l'economia è ancora molto lontana dal raggiungimento del doppio mandato della Fed.

Regno Unito

- L'attività aziendale ha recuperato terreno dai minimi di gennaio, ma i servizi sono ancora in difficoltà
- Il PIL è sceso quasi del 10% nel 2020, più che nella maggior parte delle altre economie sviluppate
- L'annuncio della BoE riguardante le tempistiche necessarie per rendere operativi i tassi negativi rende difficile la loro introduzione durante questo ciclo

Se da un lato l'attività manifatturiera ha continuato a espandersi, i servizi si sono stabilizzati a febbraio, dopo un calo marcato a gennaio. Le aspettative di business per i prossimi 12 mesi hanno recuperato terreno arrivando ai livelli massimi registrati da aprile 2014, con il supporto della ripresa economica attesa sull'onda della distribuzione dei vaccini. I rendimenti dei gilt sono balzati al livello più elevato dell'ultimo anno grazie a prospettive più solide, sostenuti dalla dichiarazione della BoE secondo cui per rendere operativi i tassi negativi ci vorrebbe una preparazione di almeno sei mesi. Poiché prevediamo una ripresa solida nella seconda metà dell'anno, riteniamo improbabile che la BoE introduca tassi negativi durante il ciclo programmatico attuale. A riflesso dell'outlook in miglioramento, la sterlina si è rafforzata raggiungendo il livello massimo rispetto al dollaro USA in quasi quattro anni.

Zona euro

- Il calo del PIL del Q4 è stato meno grave del previsto, ma l'inflazione è risalita all'inizio del 2021
- I sondaggi sulla fiducia delle imprese come i PMI hanno confermato la resilienza delle economie ai nuovi lockdown
- Mario Draghi, ex Presidente della BCE, è stato nominato Primo Ministro in Italia con un sostegno politico ad ampio raggio

Nonostante a novembre siano stati reintrodotti dei lockdown piuttosto rigidi, il PIL del Q4 ha perso solamente lo 0,6% su base trimestrale, un calo molto meno severo rispetto a quando erano stati introdotti i primi lockdown a marzo/aprile dello scorso anno. Le aziende e le famiglie hanno avuto il tempo di adattarsi alle limitazioni dei lockdown e sono ora in atto numerose misure di supporto pubblico. Di fatto, i sondaggi sulla fiducia delle imprese indicano solo una moderata contrazione ulteriore dell'economia nel primo trimestre di quest'anno. Dal secondo trimestre prevediamo che l'attività economica recupererà rapidamente terreno e rimaniamo ottimisti in riferimento ai mercati azionari della regione che dovrebbero beneficiare della riapertura e della ripresa dell'economia. Anche gli sviluppi politici sono stati favorevoli: il fatto che l'ex Presidente della BCE Mario Draghi sia stato nominato Primo Ministro in Italia potrebbe ridurre i rischi di coda percepiti nella regione.

Svizzera

- A seguito di un'espansione del PIL pari allo 0,3% nel Q4, gli indicatori anticipatori stanno ora recuperando terreno, a conferma della nostra view di una crescita superiore al trend nel 2021
- L'inflazione rimane debole ma le forze disinflazionistiche sono in calo, grazie al recente indebolimento della valuta
- Il contesto politico è favorevole: la politica monetaria e fiscale offre un potente supporto all'economia

Il PIL svizzero è cresciuto dello 0,3% nel quarto trimestre, sostenuto da esportazioni e spesa pubblica solide, mentre i consumi delle famiglie hanno evidenziato una contrazione. La crescita annua del PIL nel 2020 è dunque rimasta al -3%, un dato nettamente superiore rispetto a molte altre regioni e allineato con la nostra view secondo cui l'economia svizzera se la sarebbe cavata piuttosto bene durante la crisi. Gli indicatori previsionali, che si erano indeboliti nel quarto trimestre e a gennaio, sono risaliti grazie alla solida domanda dall'estero e alla resilienza della spesa interna. Poiché le restrizioni dovute al COVID dovrebbero essere allentate e la domanda estera dovrebbe rafforzarsi ulteriormente, l'outlook è favorevole e la crescita dovrebbe superare il trend per tutto il 2021. L'inflazione è debole ma le pressioni deflazionistiche dovrebbero calare nei prossimi mesi, sostenute dal recente indebolimento del franco.

Giappone

- Dopo una crescita solida nel Q4 2020, l'economia potrebbe perdere terreno nel Q1
- Le vaccinazioni contro il COVID-19 sono finalmente iniziate
- L'azionario giapponese ha evidenziato un rally ma si muove lateralmente rispetto all'azionario globale

L'economia giapponese è cresciuta più rapidamente del previsto nel quarto trimestre dello scorso anno, trainata da consumi solidi, investimenti di capitali ed esportazioni nette. Gli ordini dei macchinari sono aumentati a un ritmo record e le esportazioni sono state solide. Nel Q1 prevediamo tuttavia un rallentamento, perché la terza ondata di infezioni da COVID-19 si ripercuoterà sui consumi e le interruzioni nella catena di approvvigionamento dopo il recente terremoto ostacoleranno ulteriormente la crescita. È finalmente iniziata la campagna vaccinale, con un focus iniziale sul personale sanitario. Gli anziani dovranno pazientare fino a metà aprile. Le azioni hanno registrato un rally per il quarto mese di fila: Topix e MSCI Japan hanno raggiunto i picchi massimi degli ultimi 40 anni sulla scia di buone prospettive per gli utili aziendali. L'azionario giapponese continua comunque a muoversi in linea con l'azionario globale.

Cina

- Il traffico per le ferie del Capodanno lunare è sceso del 75% ma la produzione e i consumi online sono rimasti attivi
- Nonostante un record nei finanziamenti aggregati a gennaio, l'impulso creditizio sta rallentando
- I solidi flussi "Southbound" non sono riusciti a portare l'indice MSCI China al massimo storico

Durante le ferie del Capodanno lunare, il traffico passeggeri nazionale è sceso del 75% rispetto ai livelli pre-crisi, in ragione dell'ordinanza governativa che intimava di evitare gli spostamenti. Questa situazione ha aiutato a ridurre le interruzioni nelle fabbriche e ha probabilmente sostenuto la produzione industriale. Se da un lato i consumi nei centri commerciali sono stati limitati dal distanziamento sociale, sia i ricavi dei box office del cinema che le vendite online sono saliti a nuovi massimi. Sono state solide anche le vendite di case. Una crescita del credito da record maschera il graduale esaurimento dell'impulso creditizio. La diffusione dei casi di COVID in alcune aree specifiche è stata evitata grazie all'introduzione di lockdown molto rigidi. I flussi azionari Southbound da Shenzhen a Hong Kong sono rimasti vivaci, anche se il rally dei principali titoli Internet ha evidenziato un rallentamento e l'indice MSCI China non è riuscito a superare il record messo a segno nel 1993.

Australia

- La RBA ha aggiunto altri AUD 100mld al QE, estendendolo oltre aprile
- Il primo sussidio First Home Builder ha incentivato i mutui residenziali e la domanda di abitazioni
- La curva dei rendimenti sta registrando una forte impennata

La RBA ha annunciato l'intenzione di ampliare il programma di acquisto di asset con altri AUD 100mld, dopo la scadenza di aprile. Questo approccio accomodante è giustificato dal divario a livello di occupazione e dall'inflazione scarsa. Inoltre, laddove la RBA mettesse in pausa il QE, il rafforzamento della valuta rappresenterebbe a sua volta un problema. A gennaio l'attività economica ha fatto ulteriori passi avanti con una continua ripresa nel mercato del lavoro, mentre le vendite al dettaglio hanno superato del 10% circa i livelli pre-COVID. Anche la domanda di abitazioni è rimasta elevata: i mutui residenziali hanno evidenziato la crescita più rapida sin dal 2009, grazie anche al sussidio First Home Builder. La curva dei rendimenti si è irripidita velocemente, scontando la prospettiva ottimistica di una ripresa economica globale. L'aumento dei rendimenti obbligazionari ha penalizzato l'azionario, con l'Indice ASX 200 in calo di oltre il 2% verso la fine del mese.

ASEAN

- I progressi nella somministrazione dei vaccini rimangono lenti, con Singapore in testa
- I dati sul PIL del Q4 sono stati eterogenei e la maggior parte delle banche centrali rimane in posizione attendista ad eccezione di Bank Indonesia
- I mercati azionari evidenziano qualche difficoltà, mentre gli afflussi di capitali rimangono scarsi

Nei Paesi ASEAN, la distribuzione dei vaccini è ancora molto indietro. Singapore è stata la più rapida, avendo somministrato almeno la prima dose al 4,4% della sua popolazione. Anche l'Indonesia ha dato l'avvio al programma vaccinale ma la copertura rimane insignificante. Nel frattempo, i dati sul PIL del Q4 indicano che nell'ultimo trimestre la ripresa è rimasta disomogenea nella regione. Quella del Vietnam è stata l'economia più resiliente, seguita dall'Indonesia. Filippine e Thailandia hanno invece evidenziato le contrazioni maggiori. Anche se nelle Filippine il peggio potrebbe essere passato, il settore del turismo continuerà probabilmente a penalizzare l'economia thailandese nel corso dell'anno. Bank Indonesia ha ridotto il tasso di riferimento di 25pb a febbraio e ha portato avanti il suo programma di monetizzazione del debito. I rendimenti obbligazionari in aumento hanno determinato alcune correzioni nell'azionario regionale e innescato il deprezzamento di alcune valute.

LatAm

- L'attività economica continua a beneficiare di un miglioramento nel contesto economico globale
- Anche se l'inflazione è superiore al target in Messico e in Cile, l'output gap la dovrebbe ridimensionare, consentendo alle banche centrali di mantenere lo stimolo monetario
- La campagna vaccinale evidenzia esiti diversi nei vari Paesi, mentre il tasso di crescita dei nuovi casi di COVID-19 ha iniziato a calare

La campagna vaccinale in Cile e l'aumento dei prezzi del rame hanno migliorato le prospettive di ripresa dell'economia, stimolando l'azionario e rafforzando la valuta. I consumi continuano a guidare la ripresa e se da un lato l'inflazione è salita sopra il target, non riteniamo sussistano dei rischi inflazionistici a lungo termine. In Messico, il settore manifatturiero continua a rappresentare il principale motore dell'economia, beneficiando di una solida domanda estera. Sebbene l'inflazione sia rimasta sopra il target, la banca centrale ha riavviato il suo ciclo di riduzione dei tassi di interesse, lasciando aperta la possibilità di un allentamento futuro. Il tasso di crescita di nuovi casi e decessi dal COVID-19 è calato a testimonianza dell'impatto positivo dei lockdown, ma la distribuzione dei vaccini è più lenta rispetto agli altri mercati emergenti.

Appendice 1

Snapshot delle valutazioni (indici MSCI)

Valutazioni degli ultimi quattro trimestri

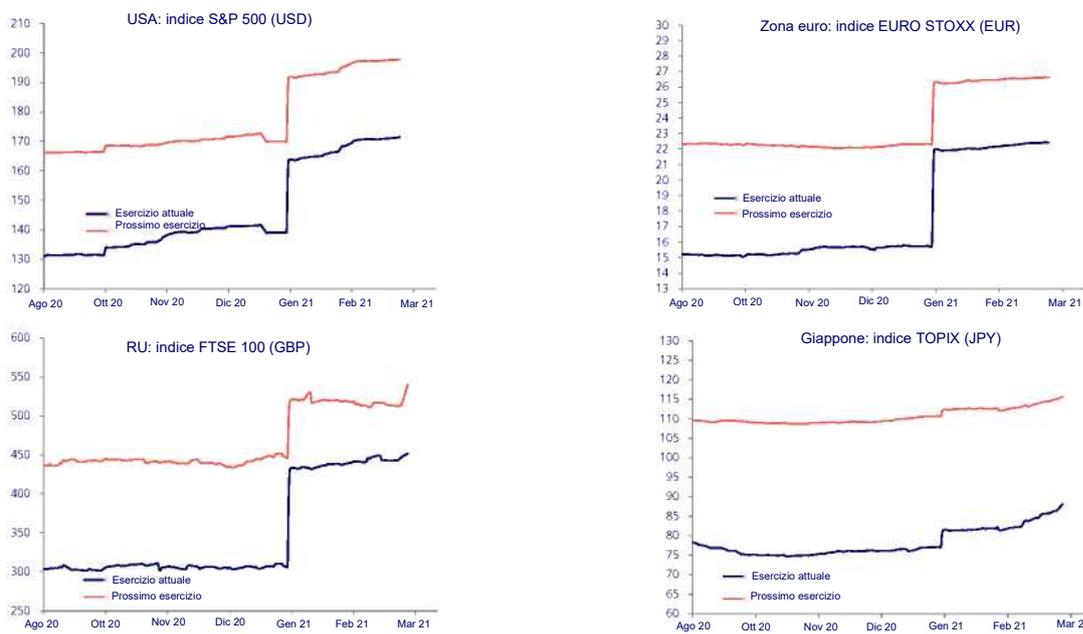
	Stati Uniti	Europa, Regno Unito escluso	Regno Unito	Svizzera	Giappone	APAC, Giappone escluso	Cina	Brasile	Messico
P/E negli ultimi 12 mesi	32,15	24,18	17,63	21,82	24,66	22,33	19,62	23,55	25,44
P/B negli ultimi 12 mesi	4,39	2,01	1,61	3,21	1,47	2,00	2,18	2,43	2,03
P/CF negli ultimi 12 mesi	19,04	9,33	11,05	14,04	9,64	12,49	14,36	6,96	7,08
Tasso di rendimento azionario	1,45	2,20	3,29	2,81	1,98	1,97	1,48	2,52	2,24
ROE	13,65	8,31	9,13	14,71	5,97	8,96	11,13	10,31	7,96

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	1,18	0,89	0,65	0,80	0,90	0,82	0,72	0,86	0,93
P/B negli ultimi 12 mesi	1,60	0,73	0,59	1,17	0,54	0,73	0,79	0,88	0,74
P/CF negli ultimi 12 mesi	1,44	0,71	0,84	1,06	0,73	0,95	1,09	0,53	0,54
Tasso di rendimento azionario	0,80	1,22	1,82	1,56	1,10	1,09	0,82	1,39	1,24
ROE	1,35	0,82	0,90	1,46	0,59	0,89	1,10	1,02	0,79

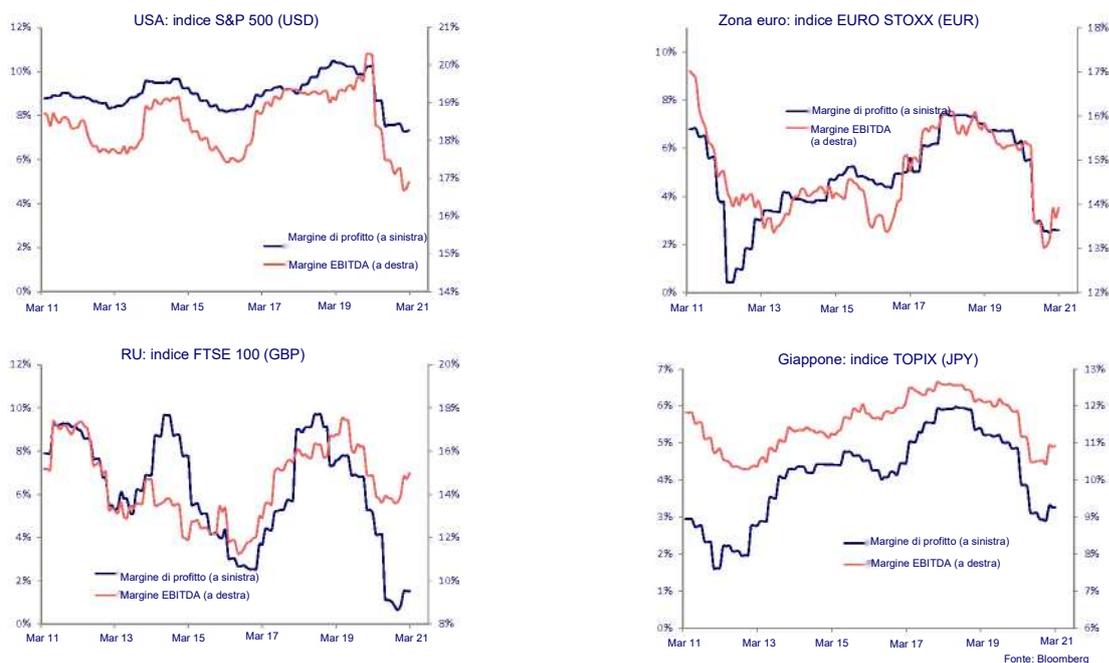
Fonte: Datastream

Stime degli utili: interi esercizi fiscali



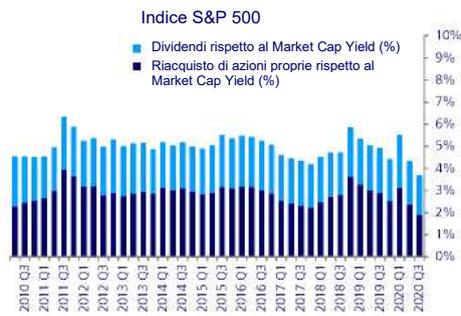
Fonte: Bloomberg

Margini storici



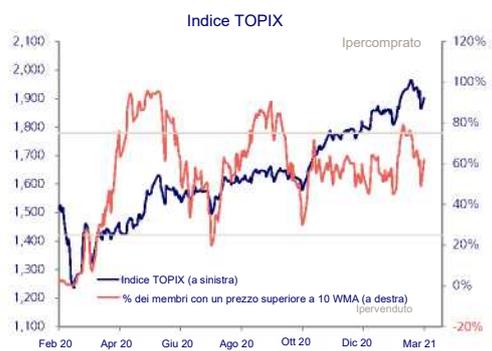
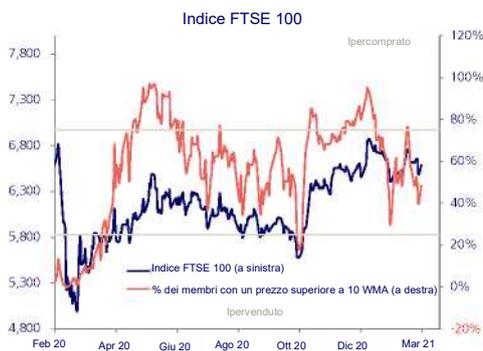
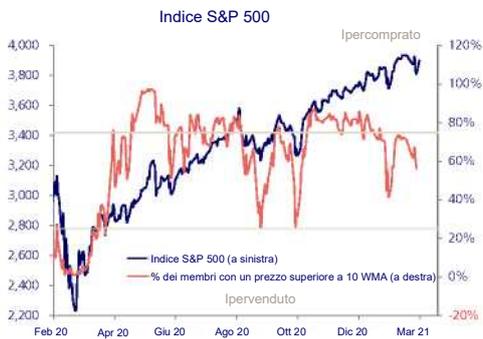
Fonte: Bloomberg

Dividendi e riacquisti di azioni proprie



Fonte: Bloomberg

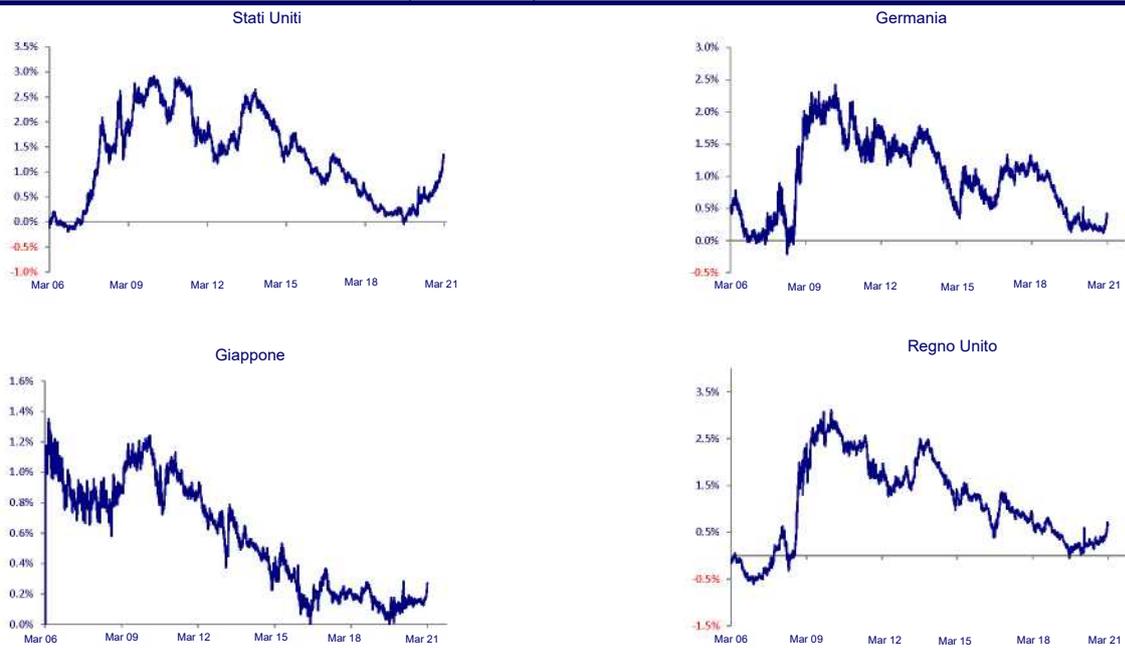
Ipervenduto/ Ipercomprato



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	Spread rispetto ai Treasury USA (pb)			
	Mar 21	1m fa	3m fa	1a fa
Regno Unito	-66	-74	-58	-71
Germania	-175	-158	-145	-176
Swizzera	-169	-148	-144	-197
Giappone	-126	-101	-91	-130
Australia	25	7	-1	-33
Cina	184	212	237	158
Corea del Sud	55	70	72	18
Malesia	166	164	183	168
Indonesia	514	514	524	580
Thailandia	39	n/a	39	-9
Filippine	264	n/a	n/a	n/a
Brasile	707	n/a	681	n/a
Messico	473	454	487	572
Colombia	455	448	460	465
Perù	282	259	299	276

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Spread rispetto ai bund tedeschi (pb)			
	Mar 21	1m fa	3m fa	1a fa
Francia	24	24	24	32
Olanda	13	7	9	13
Belgio	18	19	20	39
Austria	21	14	16	23
Irlanda	35	33	30	n/a
Italia	99	116	120	171
Spagna	66	62	65	89
Portogallo	56	56	60	96

Fonte: Bloomberg, ZIG

Dati economici

Stati Uniti	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Set 20	Ott 20	Nov 20	Dic 20	Gen 21	Feb 21	Trend*
ISM manifatturiero (indice)	50,3	49,7	41,7	43,1	52,2	53,7	55,6	55,7	58,8	57,7	60,5	58,7	60,8	in rialzo
ISM non manifatturiero (indice)	56,7	53,6	41,6	45,4	56,5	56,6	57,2	57,2	56,2	56,8	57,7	58,7		in rialzo
Beni durevoli (% su base mensile)	2,0	-16,7	-18,3	15,0	7,7	11,8	0,4	2,1	1,8	1,3	1,2	3,4		in rialzo
Fiducia dei consumatori (indice)	132,6	118,8	85,7	85,9	98,3	91,7	86,3	101,3	101,4	92,9	87,1	88,9	91,3	in calo
Vendite al dettaglio (% su base mensile)	4,5	-5,6	-19,9	-5,6	2,2	2,7	3,6	6,1	5,4	3,8	2,5	7,4		in calo
Tasso di disoccupazione (%)	3,5	4,4	14,8	13,3	11,1	10,2	8,4	7,8	6,9	6,7	6,7	6,3		in calo
Salario orario medio su base annua (% su base annua)	3,3	3,7	7,8	6,8	5,5	4,8	4,9	4,6	4,5	4,7	5,5	5,4		in rialzo
Variazione in busta paga ('000 su base mensile)	289,0	-1683,0	-20679,0	2833,0	4846,0	1726,0	1583,0	716,0	680,0	264,0	-227,0	49,0		in calo
PCE (% su base annua)	1,9	1,7	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5		in calo
PIL (% su base trimestrale, annualizz.)			-5,0			-31,4			33,4			4,1		
Regno Unito	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Set 20	Ott 20	Nov 20	Dic 20	Gen 21	Feb 21	Trend*
PMI servizi (indice)	53,2	34,5	13,4	29,0	47,1	56,5	58,8	56,1	51,4	47,6	49,4	39,5	49,7	in calo
Fiducia dei consumatori (indice)	-7,0	-9,0	-34,0	-34,0	-30,0	-27,0	-27,0	-25,0	-31,0	-33,0	-26,0	-28,0	-23,0	in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,3	4,5	4,8	4,9	5,0	5,1			in calo
CPI (% su base annua)	1,7	1,5	0,8	0,5	0,6	1,0	0,2	0,5	0,7	0,3	0,6	0,7		in rialzo
PIL (% su base annua)			-2,2			-21,0			-8,7			-7,8		
Zona euro	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Set 20	Ott 20	Nov 20	Dic 20	Gen 21	Feb 21	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	49,2	44,5	33,4	39,4	47,4	51,8	51,7	53,7	54,8	53,8	55,2	54,8	57,9	in rialzo
PMI servizi (indice)	52,6	26,4	12,0	30,5	48,3	54,7	50,5	48,0	46,9	41,7	46,4	45,4	44,7	in calo
Ifo sulla fiducia delle imprese (indice)	95,7	86,8	75,6	80,5	86,2	89,9	92,0	93,2	92,7	91,0	92,2	90,3	92,4	in calo
Produzione industriale (% su base mensile)	0,1	-11,3	-18,3	12,3	9,5	5,1	0,8	-0,1	2,5	2,6	-1,6			in calo
Ordinativi GE (% su base mensile)	-1,3	-14,8	-25,9	10,4	28,9	3,3	5,4	0,9	3,4	2,7	-1,9			in calo
Tasso di disoccupazione (%)	7,2	7,4	7,3	7,6	7,9	8,6	8,6	8,6	8,4	8,3	8,3			in calo
Crescita M3 (% su base annua, MM a 3 mesi)	5,5	7,5	8,2	9,0	9,3	10,1	9,5	10,4	10,5	11,0	12,4	12,5		in rialzo
CPI (% su base annua)	1,2	0,7	0,3	0,1	0,3	0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,9		in rialzo
CPI Core (% su base annua)	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8	1,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	1,4		in rialzo
PIL (% su base trimestrale)			-3,7			-11,7			12,4			-0,6		
Svizzera	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Set 20	Ott 20	Nov 20	Dic 20	Gen 21	Feb 21	Trend*
Indicatore anticipatore KOF (indice)	99,0	88,1	54,6	52,4	65,8	87,0	107,5	109,9	106,4	103,8	104,2	96,5	102,7	in calo
PMI manifatturiero (indice)	49,2	43,5	41,2	42,5	41,4	49,6	51,0	52,8	52,9	54,5	57,3	59,4	61,3	in rialzo
Vendite reali al dettaglio (% su base annua)	1,7	-5,2	-18,3	7,9	3,8	4,2	4,5	2,4	5,5	2,9	5,4	-0,5		in calo
Bilancia commerciale (miliardi, CHF)	3,5	3,9	4,0	2,6	3,2	3,3	3,5	3,0	3,9	4,5	2,9	5,1		in rialzo
CPI (% su base annua)	-0,1	-0,5	-1,1	-1,4	-1,3	-0,9	-0,9	-0,8	-0,6	-0,7	-1,7	-0,5		in calo
Giappone	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Set 20	Ott 20	Nov 20	Dic 20	Gen 21	Feb 21	Trend*
PMI manifatturiero Nomura (indice)	47,8	44,8	41,9	38,4	40,1	45,2	47,2	47,7	48,7	49,0	50,0	49,8	51,4	in rialzo
Ordini dei macchinari (% su base annua)	-2,4	-0,7	-17,7	-16,3	-22,5	-16,2	-15,2	-11,5	2,8	-11,3	11,8			in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	-5,7	-5,2	-15,0	-26,3	-18,2	-15,5	-13,8	-9,0	-3,0	-3,9	-2,6	-5,3		in rialzo
Economy Watchers Survey (indice)	27,4	15,9	9,5	15,4	38,0	41,3	43,3	48,7	53,6	46,1	36,5	30,1		in calo
Rapporto tra posizioni disponibili e richieste di lavoro (indice)	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1			in calo
Labour Cash Earnings (% su base annua)	0,7	0,1	-0,7	-2,3	-2,0	-1,5	-1,3	-0,9	-0,7	-1,8	-3,0			in calo
Vendite dei grandi magazzini (% su base annua)	-12,2	-33,4	-72,8	-65,6	-19,1	-20,3	-22,0	-33,6	-1,7	-14,3	-13,7	-29,7		in calo
Massa monetaria M2 (% su base annua)	3,0	3,2	3,7	5,1	7,2	7,9	8,6	9,0	9,0	9,1	9,1	9,4		in rialzo
CPI Esclusi alimentari ed energia (% su base annua)	0,2	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,2		in rialzo
Esportazioni (% su base annua)	-1,0	-11,7	-21,9	-28,3	-26,2	-19,2	-14,8	-4,9	-0,2	-4,2	2,0	6,4		in rialzo
Cina	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Set 20	Ott 20	Nov 20	Dic 20	Gen 21	Feb 21	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	35,7	52,0	50,8	50,6	50,9	51,1	51,0	51,5	51,4	52,1	51,9	51,3	50,6	in calo
Produzione industriale (% su base annua)		-1,1	3,9	4,4	4,8	4,8	5,6	6,9	6,9	7,0	7,3			in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)		-15,8	-7,5	-2,8	-1,8	-1,1	0,5	3,3	4,3	5,0	4,6			in rialzo
PPI (% su base annua)	-0,4	-1,5	-3,1	-3,7	-3,0	-2,4	-2,0	-2,1	-2,1	-1,5	-0,4	0,3		in rialzo
Esportazioni (% su base annua)	-40,6	-6,9	3,1	-3,5	0,2	6,8	9,1	9,4	10,9	20,6	18,1			in rialzo
CPI (% su base annua)	5,2	4,3	3,3	2,4	2,5	2,7	2,4	1,7	0,5	-0,5	0,2	-0,3		in calo
RRR (%)	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	neutrale
PIL (% su base annua)			-6,8			3,2			4,9			6,5		in rialzo
PMI non manifatturiero (indice)	35,7	52,0	50,8	50,6	50,9	51,1	51,0	51,5	51,4	52,1	51,9	51,3	50,6	in calo
Finanziamenti aggregati (miliardi, CNY)														neutrale

Fonte dati: Bloomberg

*Trend = ultimi 3 m - 3 mesi precedenti

Appendice 5

Dati economici

Australia	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Set 20	Ott 20	Nov 20	Dic 20	Gen 21	Feb 21	Trend*
AiG manifatturiero (indice)	44,3	53,7	35,8	41,6	51,5	53,5	49,3	46,7	56,3	52,1	55,3	55,3	58,8	in rialzo
AiG servizi (indice)	47,0	38,7	27,1	31,6	31,5	44,0	42,5	36,2	51,4	52,9	54,3	54,3		in rialzo
Westpac Consumer Confidence (% su base mensile)	2,3	-3,8	-17,7	16,4	6,3	-6,1	-9,5	18,0	11,9	2,5	4,1	-4,5	1,9	in calo
Approvazioni nuovi edifici (% su base annua)	-2,4	2,9	7,4	-9,5	-14,0	8,0	2,0	11,8	17,4	17,7	22,8			in rialzo
Variazione occupazione ('000, su base mensile)	18,4	-5,5	-606,4	-265,7	227,0	117,8	163,4	-44,1	180,4	90,0	50,0	29,1		in calo

Brasile	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Set 20	Ott 20	Nov 20	Dic 20	Gen 21	Feb 21	Trend*
CPI (% su base annua)	4,0	3,3	2,4	1,9	2,1	2,3	2,4	3,1	3,9	4,3	4,5	4,6		in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	-0,9	-0,3	-3,8	-27,6	-21,9	-8,7	-2,7	-2,4	3,8	0,3	2,6	8,2		in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	1,4	4,7	-1,1	-17,1	-7,4	0,5	5,5	6,2	7,3	8,4	3,6	1,2		in calo
Bilancia commerciale (milioni, USD)	3831,8	6001,1	4136,0	7066,2	7945,9	6349,5	5965,8	5320,6	3629,1	56,7	-1125,0	1152,3		in calo
Saldo di bilancio primario (miliardi, BRL)	-49,4	-79,7	-115,8	-140,4	-210,2	-86,9	-121,9	-103,4	-30,9	-20,1	-75,8	17,9		in rialzo

Cile	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Set 20	Ott 20	Nov 20	Dic 20	Gen 21	Feb 21	Trend*
Indice dell'attività economica IMACEC (% su base annua)	3,33	-3,47	-14,29	-15,52	-13,61	-11,29	-11,04	-4,84	-1,16	0,28	-0,37	-3,12		in rialzo
CPI (% su base annua)	3,89	3,74	3,42	2,75	2,63	2,50	2,45	3,09	2,95	2,73	2,97	3,12		in rialzo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	-14,82	-31,66	-28,71	-24,19	-17,33	3,16	10,06	19,77	25,05	10,40	5,80			in calo
Produzione industriale (% su base annua)	5,35	0,99	-4,02	-6,02	-2,62	-3,38	-4,88	1,95	3,54	-0,42	-3,61	-2,40		in calo
Disoccupazione (%)	7,80	8,20	9,00	11,20	12,20	13,10	12,90	12,30	11,60	10,80	10,30	10,20		in calo

Messico	Feb 20	Mar 20	Apr 20	Mag 20	Giu 20	Lug 20	Ago 20	Set 20	Ott 20	Nov 20	Dic 20	Gen 21	Feb 21	Trend*
PMI (indice)	47,5	44,1	40,6	38,0	43,2	48,1	45,7	46,8	49,7	49,0	48,7	49,5	49,1	in rialzo
CPI (% su base annua)	3,2	3,3	2,2	2,8	3,3	3,6	4,1	4,0	4,1	3,3	3,2	3,5		in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	1,8	-2,0	-23,8	-23,8	-16,7	-12,6	-10,8	-7,1	-7,1	-5,1	-5,9			in rialzo
Produzione industriale (% su base annua)	-1,2	-5,6	-35,2	-36,9	-16,2	-8,9	-9,3	-3,1	-1,3	-2,1	2,5			in rialzo
Rimesse (milioni, USD)	2732,0	4044,8	2909,5	3445,4	3537,0	3531,9	3574,2	3570,4	3598,3	3381,2	3661,0	3297,9		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

