

Approfondimento mensile sugli investimenti

Il credito è "il canarino nella miniera di carbone": investitori state in guardia



Fonte: Moody's, Federal Reserve americana

I mercati del credito tendono a guidare gli altri mercati, quindi la performance del credito rappresenta spesso un indicatore anticipatore in molti modelli predittivi. Ad esempio, come avevamo sottolineato nel corso del 2018, gli spread del credito USA si sono ampliati costantemente nel corso dell'anno, con timidi rally e correzioni aggressive culminate nelle brusche vendite a valanga delle azioni USA negli ultimi mesi dell'anno. Dopo la brutale correzione del dicembre 2018, agli inizi del 2019 c'è stato un intenso rally del credito. Gli spread del credito high yield USA si sono ampliati di quasi 80 bps nella prima metà di gennaio - il miglior rendimento periodico dal 2009 - e ciò ci ha spinto a pensare che questo comportamento era diverso da quello del 2018 e che il rally probabilmente aveva ancora gambe. Infatti è stato seguito dal significativo rialzo delle azioni, tant'è vero che nel primo trimestre 2019 buona parte degli indici azionari hanno registrato rialzi a doppia cifra. Vista la situazione, la domanda cruciale è: quale sarà il prossimo segnale che giungerà dal credito?

Attualmente i mercati del credito stanno riscuotendo il forte interesse degli investitori. Il recente rally degli asset rischiosi è in larga parte riconducibile alla svolta accomodante adottata dalle banche centrali per contrastare l'indebolimento della crescita. Sembra che chi investe nel credito abbia ormai ampiamente scontato l'opinione che ciò sarà sufficiente a prolungare il ciclo, ma noi siamo piuttosto scettici riguardo a tale valutazione.

Secondo noi, i mercati del credito si trovano a un importante punto di svolta e probabilmente vacilleranno sul medio termine. Se sarà così, anche le prospettive per gli altri asset saranno fosche. A seguito del recente rally, i mercati del credito hanno quasi raggiunto delle valutazioni che ci appaiono piuttosto esagerate in termini di rischio/rendimento. Ad esempio, il differenziale di rendimento tra gli indici high yield e quelli investment grade negli USA è solo di 100 bps al di sopra dei minimi del ciclo. Al contempo, se dovesse verificarsi una recessione, questo differenziale potrebbe ampliarsi di 500 bps o più. Tutto ciò sta avvenendo in un contesto in cui stanno giungendo numerosi segnali di avvertimento a causa dei fondamentali fragili. Secondo le nostre stime, l'indebitamento delle imprese ha raggiunto livelli record in un contesto non recessivo, e le banche europee sono vulnerabili. Il Lending Standards Survey of Loan Officers della Fed ha evidenziato un inasprimento delle condizioni di finanziamento nel Q4, e il grafico qui sopra illustra chiaramente come l'inasprimento delle condizioni incida sui tassi di default. Stando al sondaggio della BCE, anche in Europa si prevede un inasprimento delle condizioni di finanziamento. Inoltre, i dati macroeconomici continuano a rimanere fiacchi e il commercio continua a indebolirsi in tutto il mondo; infatti le banche centrali hanno tagliato le loro stime economiche. Chi investe nel credito sembra essere passato con troppa rapidità da un eccessivo pessimismo a uno smodato ottimismo che potrebbe svanire nei prossimi mesi.

Valutazione del mercato

Sviluppi chiave

- L'orientamento accomodante delle banche centrali rafforza il sentiment degli investitori.
- Resta da vedere se ciò contribuirà a prolungare il ciclo vista la recente debolezza dei dati macroeconomici e sul commercio.
- I mercati finanziari, soprattutto il credito e le azioni, dopo aver scontato un eccessivo pessimismo, sembrano ora scontare un esagerato ottimismo.

L'opinione di Zurich

Il mese scorso è proseguito il rally degli asset rischiosi in un contesto caratterizzato dalla svolta accomodante delle banche centrali. Nella sua ultima riunione, la banca centrale più importante del mondo, la Fed, ha rivisto al ribasso le stime sulla crescita e sull'inflazione e ridotto il numero atteso di rialzi dei tassi di interesse. Persino la BCE ha tagliato le stime sulla crescita e ha annunciato un nuovo round di prestiti a lungo termine alle banche che andranno a sostituire quelli attuali a condizioni molto favorevoli. Tuttavia siamo scettici riguardo all'efficacia dei nuovi prestiti.

A breve termine, visto il momentum e visto che sono stati violati alcuni livelli tecnici, un segnale interpretato da alcuni commentatori di mercato come un segnale rialzista, le azioni e il credito potrebbero continuare a viaggiare su livelli sostenuti. Inoltre, i dati deboli e le banche centrali accomodanti hanno spinto i rendimenti dei bund decennali tedeschi nuovamente in territorio negativo. Non succedeva dal 2016. Crediamo che le obbligazioni siano costose, ma manca il catalyst per una correzione imminente.

Tuttavia, in una prospettiva a medio termine, il rally degli asset rischiosi scatenato dalle politiche accomodanti delle banche centrali ignora le ragioni che vi stanno dietro. L'appiattimento delle curve dei rendimenti, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento e i dati sull'indebolimento dell'economia sono rischi premonitori che gravano sul ciclo. Crediamo che l'eccessivo pessimismo della fine del 2018 abbia ceduto il passo all'ottimismo esagerato di oggi.

Mondo

- Il PMI manifatturiero mondiale è sceso ai minimi dal 2016, trascinato al ribasso dalla debole attività economica nella zona Euro e in Giappone.
- Una svolta in chiave espansiva da parte delle banche centrali dovrebbe fungere da rete di protezione e contribuire probabilmente a una migliore dinamica della crescita in futuro.
- I rischi rimangono elevati, ma sembra essere in vista un esito più positivo dei negoziati commerciali tra Cina e Stati Uniti.

I dati macroeconomici mondiali sono peggiorati a gennaio quando l'indice PMI manifatturiero mondiale è sceso ai minimi dal 2016. La stima flash sugli indici PMI suggerisce che questa debolezza si è protratta fino a febbraio, e che alcune regioni si trovano ora in una fase di recessione industriale. La Fed ha reagito alla debolezza generalizzata facendo un passo indietro rispetto al suo orientamento restrittivo. Si tratta di una mossa importante che allenterà la pressione sulle altre banche centrali. Inoltre sembra essere in vista un esito più positivo per i negoziati commerciali tra Cina e Stati Uniti. Da ultimo stanno giungendo alcuni segnali positivi dalla Cina, dove i robusti dati sul credito suggeriscono che gli stimoli stanno iniziando a fare effetto sull'economia. Visti questi fattori che probabilmente favoriranno in maggior misura la crescita in futuro, confermiamo la nostra previsione di una stabilizzazione dell'economia mondiale.

Stati Uniti

- L'attività economica si sta indebolendo e le vendite al dettaglio accusano la maggior flessione mensile degli ultimi dieci anni.
- L'indice ISM manifatturiero ha ripreso a salire, ma rimane comunque più basso rispetto agli ultimi 18 mesi.
- La Fed da prova di un atteggiamento più accomodante e abbandona il suo orientamento restrittivo.

I dati sull'economia, anche se nel complesso sono ancora decenti, si sono indeboliti nel corso delle ultime settimane, in parte distorti dal blocco parziale delle attività amministrative che ha avuto una durata record. Le vendite al dettaglio hanno registrato il maggior calo mensile degli ultimi nove-dieci anni a seguito della presenza di una serie di fattori speciali, tuttavia questo dato indica un rallentamento della spesa al consumo come dimostrato anche dai recenti peggioramenti del sentiment dei consumatori. Su un versante più positivo, da notare la ripresa dell'indice manifatturiero ISM dopo il brusco calo di dicembre, anche se l'ottimismo delle piccole imprese e alcuni indici manifatturieri regionali indicano ancora un rallentamento dell'attività. Il tono accomodante della Fed e le indicazioni che intende concludere fra qualche mese la riduzione del bilancio hanno conferito finora un apprezzato supporto al mercato azionario.

Regno Unito

- La crescita del PIL e in particolare quella degli investimenti è frenata dall'incertezza sulla Brexit.
- L'indice PMI composito è sceso ai minimi dal referendum sulla Brexit.
- I salari reali continuano a salire perché l'inflazione non è mai stata così bassa da due anni a questa parte.

Sull'economia britannica grava in misura crescente l'incertezza riguardante il futuro rapporto della Gran Bretagna con il suo maggior partner commerciale, nonché il rallentamento della crescita mondiale, in particolare di quella europea. La crescita del PIL si è indebolita al punto di segnare solamente un progresso dello 0,2% nell'ultimo trimestre del 2018 dopo lo 0,6% del terzo trimestre. Mentre la spesa al consumo è scivolata dallo 0,5% allo 0,4%, gli investimenti sono stati un forte elemento penalizzante, con un calo dell'1,4% su base trimestrale, con flessioni in ogni trimestre del 2018; la flessione annuale è ora la più consistente dal 2010. Il calo dell'inflazione è un elemento che è visto di buon occhio dalle famiglie. Mentre a gennaio l'inflazione sottostante si è attestata all'1,9% su base annua, l'inflazione complessiva IPC è scesa all'1,8%, arretrando rispetto al 2,1% del mese precedente e sostenendo il potere d'acquisto reale delle famiglie.

Zona euro

- I dati manifatturieri, compresi i nuovi ordini, hanno evidenziato un ulteriore indebolimento, mentre i servizi hanno finora dato prova di una buona tenuta.
- L'indice PMI composito è ancora in linea con la crescita tendenziale nella zona Euro.
- Alcuni fattori idiosincratici che frenano la crescita, come il movimento dei "gilet gialli" in Francia, stanno perdendo peso.

A febbraio, l'indice PMI manifatturiero nella zona Euro è arretrato sotto quota 50 per la prima volta dal 2013, e questa debolezza è ascrivibile in primis alla Germania. Anche gli indicatori anticipatori come i nuovi ordini evidenziano uno stato di grande debolezza dell'economia, ciò indica che il calo del settore manifatturiero continuerà a breve termine. Finora il settore dei servizi ha dato prova di buona tenuta, e l'indice PMI composito della zona Euro è ancora in linea con una crescita attorno al trend. Alcuni fattori idiosincratici come le proteste dei "gilet gialli" in Francia e i cambiamenti delle norme sulle emissioni in Germania sembrano perdere peso. Tuttavia, la zona Euro rimane fortemente esposta al rallentamento mondiale del commercio causato dalla debolezza dei mercati emergenti e dal conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina. Saranno necessari dei progressi su entrambi i fronti per evitare che la debolezza contagi il resto dell'economia.

Svizzera

- I dati macroeconomici hanno evidenziato che la zona Euro ha ben resistito al rallentamento e quindi prevediamo che l'espansione continuerà anche nel 2019.
- L'inflazione dovrebbe rimanere debole e scendere nei prossimi trimestri ben al di sotto dell'1%.
- L'SNB dovrebbe lasciare la sua politica invariata nel 2019, mentre dai dati emerge che la banca centrale rimane attiva sui mercati delle valute.

L'attività svizzera sembra essere sganciata da quella tedesca nonostante i forti legami commerciali. L'indice PMI manifatturiero è ancora ampiamente sopra quota 50 e pertanto è compatibile con un quadro espansivo, mentre i dati sulle esportazioni rimangono positivi. Siamo ancora in attesa dei dati sul PIL nel Q4, che stando alle stime di consenso dovrebbe essere positivo e far segnare un incremento dello 0,4% su base trimestrale. Sospettiamo che la crescita sarà più debole, ma potrebbe verificarsi un lieve rimbalzo dopo la contrazione nel Q3. I prezzi sono vincolati e l'inflazione salirà solo moderatamente nel 2019; l'inflazione CPI probabilmente rimarrà invariata attorno allo 0,6% annuo. L'SNB manterrà una posizione attendista nel 2019. Da notare che i depositi a vista sono cresciuti in modo significativo a febbraio, e ciò indica che la SNB continua a intervenire in modo opportunistico sui mercati valutari.

Giappone

- Le condizioni economiche sono peggiorate, soprattutto per l'industria manifatturiera.
- I volumi delle esportazioni hanno iniziato a ridursi, in particolare verso la Cina e altri mercati asiatici.
- Le azioni giapponesi sono in rialzo, ma continuano a sottoperformare rispetto ai mercati azionari mondiali.

La situazione economica ha perso smalto nei primi due mesi dell'anno. Il tracollo del PMI manifatturiero a gennaio non è stato un fenomeno effimero. L'indice è sceso ancora a febbraio e adesso si trova al di sotto della soglia dei 50 punti che separa l'espansione dalla contrazione, con la maggior parte delle sottocomponenti che ha fornito un contributo negativo. L'indebolimento dell'economia è stato fotografato anche dal rapporto mensile Tankan. Sono peggiorati sia la situazione attuale, sia l'outlook del settore manifatturiero e non manifatturiero. Le esportazioni reali hanno accusato un forte calo a gennaio, in particolare quelle verso la Cina e gli altri Paesi asiatici, e anche le vendite nei grandi magazzini sono state opache. Le azioni giapponesi continuano a salire in un contesto in cui il cambio USDJPY è riuscito a risalire sopra quota 110, tuttavia stanno sottoperformando rispetto alle azioni mondiali.

Cina

- Un accordo tra Cina e USA sul commercio sembra probabile
- L'economia cinese è in difficoltà, ma la forte offerta di credito dovrebbe sostenerla nel corso dell'anno.
- Le azioni cinesi stanno recuperando il terreno perso lo scorso anno.

Come accade di solito in questo periodo dell'anno, alcuni dati statistici non sono ancora stati pubblicati per via della diversa data in cui è caduto il Capodanno cinese, mentre altri dati sono distorti. Le esportazioni sono state solide a gennaio, ma i dati statistici sono distorti verso l'alto, mentre il PMI composito elaborato da Caixin ha registrato un'evidente flessione. Ciò che conta è che il credito aggregato ha raggiunto a gennaio un livello record, il che fa pensare a un riconoscimento da parte delle autorità dell'importanza del supporto delle imprese per evitare un tracollo. Crediamo che l'economia si stabilizzerà nel corso dell'estate e riprenderà slancio nel secondo semestre. Nel frattempo, gli USA e la Cina sono prossimi a concludere un accordo commerciale, e il rialzo dei dazi previsto per il 1° marzo è stato rimandato. C'è stato un rally delle azioni domestiche di classe A, mentre l'indice MSCI China continua a salire, sovraperformando le azioni mondiali.

Australia

- I prezzi delle case continuano a scendere e il settore dell'edilizia è depresso.
- I recenti dati sull'occupazione sono ottimi e quindi la RBA ha mantenuto una posizione neutra.
- C'è stato un rally delle azioni australiane, anche se non vigoroso come quello delle azioni mondiali

L'economia a due livelli dell'Australia ha indotto l'RBA ad adottare una posizione neutra. Benché il mercato del lavoro rimanga florido e la crescita dei salari sia solida, sebbene non spettacolare, la vulnerabilità del mercato immobiliare sta causando alcuni grattacapi. I prezzi delle case continuano a scendere e ciò incide negativamente sulle autorizzazioni a costruire nuove case e sull'attività edilizia. La banca centrale australiana ha dichiarato esplicitamente di non escludere né un rialzo dei tassi di riferimento, né un taglio dei tassi, anche se secondo noi farebbe meglio ad adottare un orientamento un po' più accomodante visto che le condizioni generali del business sono peggiorate. La decisione della Cina di bandire le importazioni di carbone australiano ha fatto scalpore. Grazie al rally, le azioni australiane hanno guadagnato quasi il 15% rispetto ai minimi di fine dicembre e sono ritornate sui livelli del settembre 2018. Tuttavia, da inizio anno hanno sottoperformato rispetto alle azioni mondiali.

Snapshot delle valutazioni (indici MSCI)

Valutazioni degli ultimi quattro trimestri

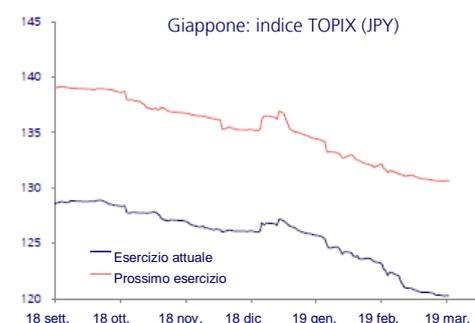
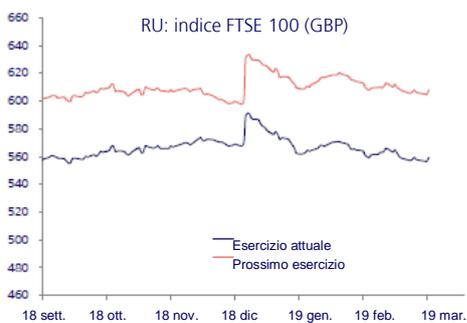
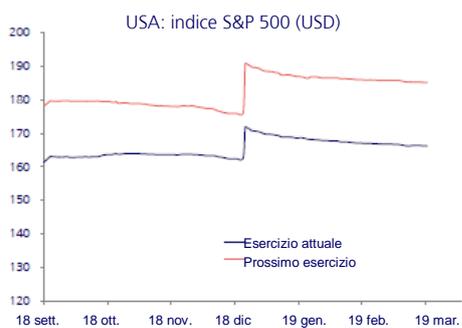
	Stati Uniti	Europa, Regno Unito escluso	Regno Unito	Svizzera	Giappone	APAC, Giappone escluso Giappone	Cina	Brasile	Messico
P/E negli ultimi 12 mesi	19,95	15,66	14,17	20,62	13,12	13,27	13,15	17,49	16,16
P/B negli ultimi 12 mesi	3,29	1,77	1,67	2,70	1,28	1,63	1,72	2,04	2,04
P/CF negli ultimi 12 mesi	12,83	9,26	8,87	12,01	7,41	9,68	8,84	9,39	8,05
Tasso di rendimento azionario	2,02	3,38	4,68	3,09	2,41	2,89	2,11	3,51	2,82
ROE	16,52	11,30	11,77	13,07	9,74	12,26	13,09	11,64	12,60

Valutazioni attuali dei dati degli ultimi 12 mesi rispetto all'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	0,93	0,84	1,22	0,78	0,79	0,78	1,04	0,96
P/B negli ultimi 12 mesi	1,47	0,79	0,74	1,20	0,57	0,73	0,77	0,91	0,91
P/CF negli ultimi 12 mesi	1,19	0,86	0,82	1,11	0,69	0,90	0,82	0,87	0,75
Tasso di rendimento azionario	0,79	1,32	1,83	1,21	0,94	1,13	0,82	1,37	1,10
ROE	1,24	0,85	0,89	0,98	0,73	0,92	0,99	0,88	0,95

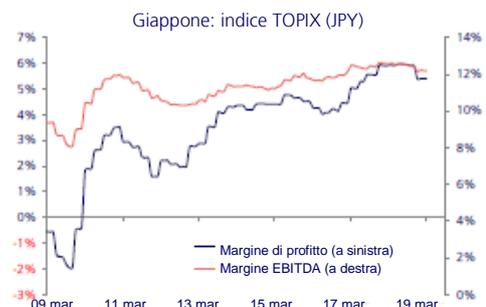
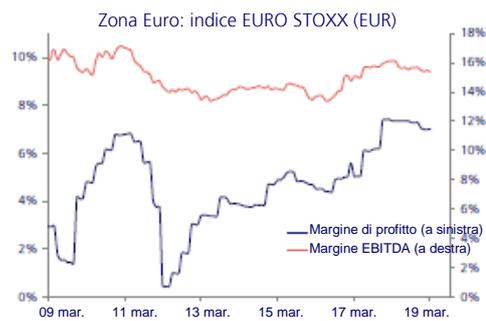
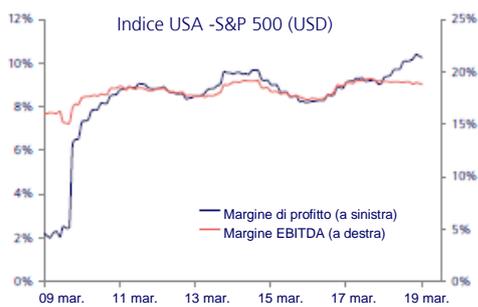
Fonte: Datastream

Stime degli utili: interi esercizi fiscali



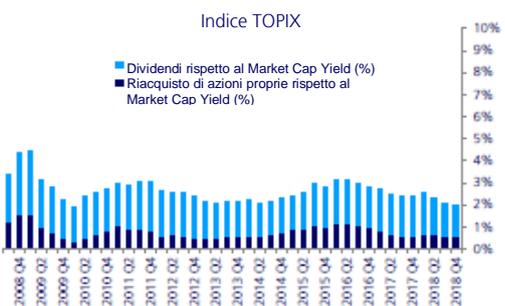
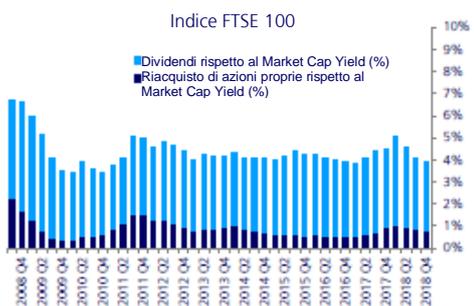
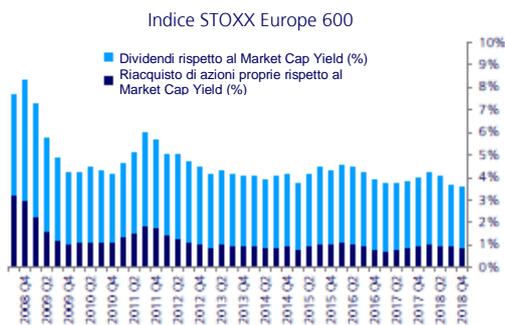
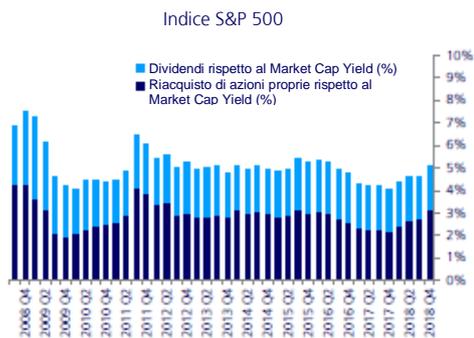
Fonte: Bloomberg

Margini storici



Fonte: Bloomberg

Dividendi e riacquisti di azioni proprie



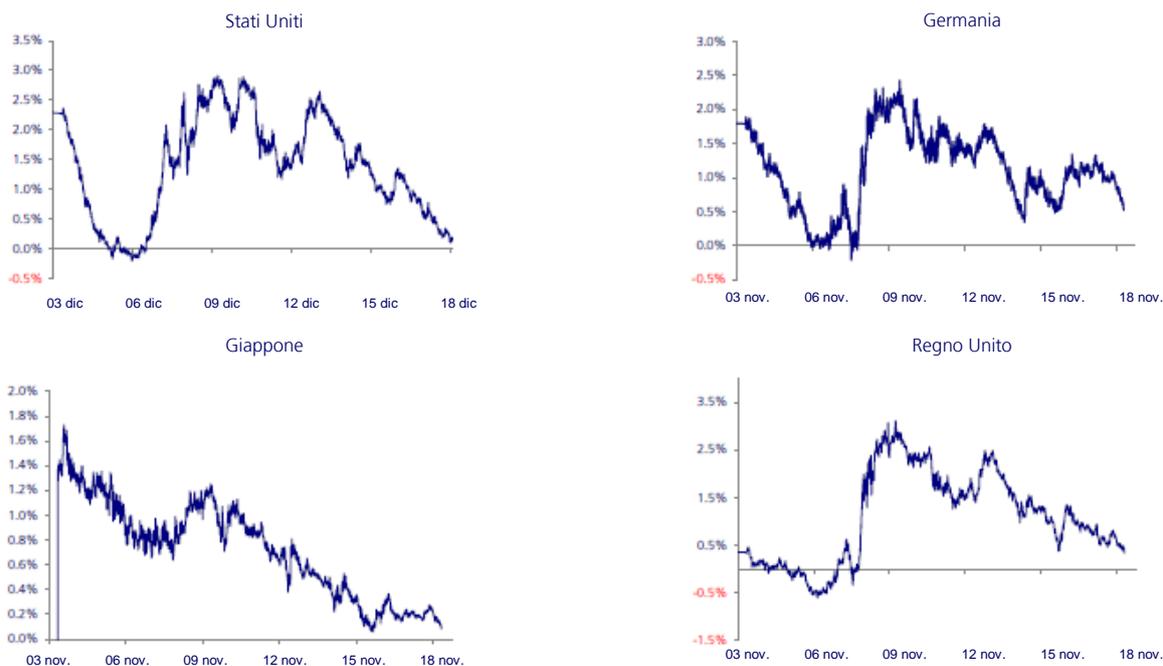
Fonte: Bloomberg

Ipervenduto/ Ipercomprato



Fonte: Bloomberg

Irripidimento della curva dei rendimenti (2 -10 anni)



Fonte: Bloomberg

Istantanea degli spread

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Spread rispetto ai Treasury USA (pb)			
	19 mar.	1 m fa	3 m fa	1 anno fa
Regno Unito	-142	-143	-145	-139
Germania	-247	-252	-248	-224
Svizzera	-279	-293	-297	-271
Giappone	-248	-266	-272	-270
Australia	-62	-54	-36	-14
Cina	67	55	59	103
Corea del Sud	-59	-64	-76	-10
Malesia	136	126	137	120
Indonesia	524	518	530	394
Thailandia	0		-24	-34
Filippine	166	n/a	n/a	n/a
Brasile	654	635	n/a	675
Messico	560	547	593	459
Colombia	423	422	403	377
Perù	284	285	293	209

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Spread rispetto ai bund tedeschi (pb)			
	19 mar.	1 m fa	3 m fa	1 anno fa
Francia	38	41	47	22
Olanda	10	11	15	15
Belgio	48	54	53	27
Austria	30	36	26	21
Irlanda	62	68	66	41
Italia	263	293	264	128
Spagna	115	102	117	67
Portogallo	133	131	148	111

Fonte: Bloomberg, ZIG

Dati economici

Stati Uniti	18 feb.	18 mar.	18 apr.	18 mag.	18 giu.	18 luglio	18 ago.	18 sett.	18 ott.	18 nov.	18 dic.	-19 gen.	-19 feb.	Trend*
ISM manifatturiero (indice)	60,7	59,3	57,9	58,7	60,0	58,4	60,8	59,5	57,5	58,8	54,3	56,6	54,2	in calo
ISM non manifatturiero (indice)	59,1	58,7	57,2	58,9	58,7	56,7	58,8	60,8	60,0	60,4	58,0	56,7	59,7	in calo
Beni durevoli (% su base mensile)	4,5	2,7	-1,0	-0,3	0,9	-1,2	4,7	0,0	-4,3	0,9	1,3	0,3		In rialzo
Fiducia dei consumatori (indice)	130,0	127,0	125,6	128,8	127,1	127,9	134,7	135,3	137,9	136,4	126,6	121,7	131,4	in calo
Vendite al dettaglio (% su base mensile)	4,5	5,1	4,8	6,4	6,1	6,6	6,4	4,0	4,6	4,0	1,6	2,3		in calo
Tasso di disoccupazione (%)	4,1	4,0	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	3,7	3,8	3,7	3,9	4,0	3,8	In rialzo
Salario orario medio su base annua (% su base annua)	2,5	2,7	2,8	2,9	2,9	2,9	3,1	3,0	3,2	3,4	3,5	3,3	3,5	In rialzo
Variazione in busta paga ('000 su base mensile)	330,0	182,0	196,0	270,0	262,0	178,0	282,0	108,0	277,0	196,0	227,0	311,0	20,0	in calo
PCE (% su base annua)	1,7	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	1,8	1,9	1,9			in calo
PIL (% su base trimestrale, annualizzato)		2,2			4,2			3,4			2,2			

Regno Unito	-18 feb.	-18 mar.	18 apr.	18 mag.	18 giu.	18 luglio	18 ago.	18 sett.	18 ott.	18 nov.	18 dic.	19 gen.	-19 feb.	Trend*
PMI servizi (indice)	54,5	51,7	52,8	54,0	55,1	53,5	54,3	53,9	52,2	50,4	51,2	50,1	51,3	in calo
Fiducia dei consumatori (indice)	-10,0	-7,0	-9,0	-7,0	-9,0	-10,0	-7,0	-9,0	-10,0	-13,0	-14,0	-14,0	-13,0	in calo
Tasso di disoccupazione (%)	4,2	4,2	4,2	4,2	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,0	4,0	3,9		in calo
CPI (% su base annua)	2,7	2,5	2,4	2,4	2,4	2,5	2,7	2,4	2,4	2,3	2,1	1,8	1,9	in calo
PIL (% su base annua)		1,3			1,4			1,6			1,3			

Zona euro	18 feb.	18 mar.	18 apr.	18 mag.	18 giu.	18 luglio	18 ago.	18 sett.	18 ott.	18 nov.	18 dic.	19 gen.	19 feb.	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	58,6	56,6	56,2	55,5	54,9	55,1	54,6	53,2	52,0	51,8	51,4	50,5	49,3	in calo
PMI servizi (indice)	56,2	54,9	54,7	53,8	55,2	54,2	54,4	54,7	53,7	53,4	51,2	51,2	52,8	in calo
IFO sulla fiducia delle imprese (indice)	104,2	103,4	102,6	102,9	102,4	102,1	104,1	103,8	102,9	102,3	101,1	99,5	98,7	in calo
Produzione industriale (% su base mensile)	-1,0	0,6	-0,7	1,3	-0,7	-0,8	1,2	-0,6	0,1	-1,5	-0,9	1,4		in calo
Ordinativi GE (% su base mensile)	-0,3	-0,7	-1,1	2,3	-3,6	-0,8	2,3	-0,1	0,3	-0,2	0,9	-2,6		in calo
Tasso di disoccupazione (%)	8,5	8,5	8,4	8,2	8,2	8,1	8,0	8,0	8,0	7,9	7,8	7,8		in calo
Crescita M3 (% su base annua, MM a 3 mesi)	4,2	3,6	3,8	4,0	4,3	3,9	3,5	3,5	3,8	3,7	4,1	3,8	4,3	In rialzo
CPI (% su base annua)	1,1	1,4	1,2	2,0	2,0	2,2	2,1	2,1	2,3	1,9	1,5	1,4	1,5	in calo
CPI Core (% su base annua)	1,0	1,1	0,7	1,2	1,0	1,1	1,0	1,0	1,2	0,9	0,9	1,1	1,0	in calo
PIL (% su base trimestrale)		0,4			0,4			0,1			0,2			

Svizzera	18 feb.	18 mar.	18 apr.	18 mag.	18 giu.	18 luglio	18 ago.	18 sett.	18 ott.	18 nov.	18 dic.	19 gen.	19 feb.	Trend*
Indicatore anticipatore KOF (indice)	104,9	102,7	103,2	99,9	100,2	101,7	98,9	102,5	100,2	98,9	96,4	96,2	93,0	in calo
PMI manifatturiero (indice)	65,1	61,4	62,8	62,8	61,8	61,7	64,6	59,9	57,8	57,7	57,5	54,3	55,4	in calo
Vendite reali al dettaglio (% su base annua)	-0,2	-1,2	2,9	0,2	0,2	-0,2	1,0	-2,8	1,3	-0,6	-0,2	-0,4		in calo
Bilancia commerciale (miliardi, CHF)	3,1	1,7	2,1	2,9	2,6	2,3	2,2	2,3	3,5	4,7	2,0	3,0	3,1	in calo
CPI (%)	0,7	0,8	0,8	1,1	1,2	1,2	1,2	1,0	1,2	0,9	0,7	0,6	0,6	in calo

Giappone	-18 feb.	-18 mar.	18 apr.	18 mag.	18 giu.	18 luglio	18 ago.	18 sett.	18 ott.	18 nov.	18 dic.	19 gen.	19 feb.	Trend*
PMI manifatturiero Nomura (indice)	54,1	53,1	53,8	52,8	53,0	52,3	52,5	52,5	52,9	52,2	52,6	50,3	48,9	in calo
Ordini dei macchinari (% su base annua)	2,4	-2,4	9,6	16,5	0,3	13,9	12,6	-7,0	4,5	0,8	0,9	-2,9		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	1,0	2,5	2,1	3,3	-1,6	2,1	0,2	-2,5	4,2	1,5	-1,9	0,3	-1,0	in calo
Economy Watchers Survey (indice)	48,4	51,7	50,9	47,7	48,2	47,5	48,1	47,3	47,7	49,0	48,2	44,8	46,7	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	1,6	In rialzo
Labour Cash Earnings (% su base annua)	0,8	1,8	0,2	1,4	2,8	1,4	0,6	0,7	1,1	1,7	1,5	1,2		In rialzo
Vendite dei grandi magazzini (% su base annua)	-0,9	0,1	0,7	-0,2	3,1	-6,1	-0,2	-3,0	1,6	-0,6	-0,7	-2,9	0,4	in calo
Massa monetaria M2 (% su base annua)	3,2	3,1	3,2	3,2	3,1	2,9	2,9	2,8	2,7	2,3	2,4	2,3	2,4	in calo
CPI Esclusi alimentari ed energia (% su base annua)	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	In rialzo
Esportazioni (% su base annua)	1,8	2,1	7,8	8,1	6,7	3,9	6,5	-1,4	8,2	0,1	-3,9	-8,4	-1,2	in calo

Cina	18 feb.	18 mar.	18 apr.	18 mag.	18 giu.	18 luglio	18 ago.	18 sett.	18 ott.	18 nov.	18 dic.	19 gen.	19 feb.	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	50,3	51,5	51,4	51,9	51,5	51,2	51,3	50,8	50,2	50,0	49,4	49,5	49,2	in calo
Produzione industriale (% su base annua)		6,0	7,0	6,8	6,0	6,0	6,1	5,8	5,9	5,4	5,7			in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	9,7	10,1	9,4	8,5	9,0	8,8	9,0	9,2	8,6	8,1	8,2			in calo
PPI (% su base annua)	3,7	3,1	3,4	4,1	4,7	4,6	4,1	3,6	3,3	2,7	0,9	0,1	0,1	in calo
Esportazioni (% su base annua)	43,6	-3,0	11,9	11,9	10,7	11,6	9,6	13,9	14,3	3,9	-4,4	9,3	-20,8	in calo
CPI (% su base annua)	2,9	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1	2,3	2,5	2,5	2,2	1,9	1,7	1,5	in calo
RRR (%)	17,0	17,0	16,0	16,0	16,0	15,5	15,5	15,5	14,5	14,5	14,5	13,5	13,5	in calo
PIL (% su base annua)		6,8			6,7			6,5			6,4			in calo
PMI non manifatturiero (indice)	50,3	51,5	51,4	51,9	51,5	51,2	51,3	50,8	50,2	50,0	49,4	49,5	49,2	in calo
Aggregate Financing (miliardi, CNY)	1167,1	1358,1	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 3 m - 3 mesi precedenti

Dati economici

Australia	18 feb.	18 mar.	18 apr.	18 mag.	18 giu.	18 luglio	18 ago.	18 sett.	18 ott.	18 nov.	18 dic.	19 gen.	19 feb.	Trend*
AiG manifatturiero (indice)	56,4	62,5	58,6	56,8	55,6	52,5	55,9	57,1	54,7	50,8	50,0	52,5	54,0	in calo
AiG servizi (indice)	54,0	56,9	55,2	59,0	63,0	53,6	52,2	52,5	51,1	55,1	52,1	44,3	44,5	in calo
Westpac Consumer Confidence (% su base mensile)	-2,3	0,2	-0,6	-0,6	0,3	3,9	-2,3	-3,0	1,0	2,8	0,1	-4,7	4,3	in calo
Approvazioni nuovi edifici (% su base annua)	0,6	17,2	1,7	5,5	1,8	-4,0	-13,9	-12,7	-13,5	-33,3	-22,0	-28,6		in calo
Variazione occupazione ('000, su base mensile)	-3,3	5,8	17,0	15,0	60,0	-0,9	44,1	10,8	28,3	40,4	20,6	38,3	4,6	in calo

Brasile	18 feb.	18 mar.	18 apr.	18 mag.	18 giu.	18 luglio	18 ago.	18 sett.	18 ott.	18 nov.	18 dic.	19 gen.	19 feb.	Trend*
CPI (% su base annua)	2,8	2,7	2,8	2,9	4,4	4,5	4,2	4,5	4,6	4,1	3,8	3,8	3,9	in calo
Produzione industriale (% su base annua)	5,7	1,9	1,1	9,3	-6,2	3,4	4,4	1,7	-2,2	0,8	-1,0	-3,6	-2,6	in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	3,1	1,5	8,0	0,6	2,7	1,4	-1,0	4,0	0,1	1,9	4,5	0,6	1,9	In rialzo
Bilancia commerciale (milioni, USD)	5002,0	6420,0	6142,0	5981,0	5882,0	4227,0	3775,0	4971,0	6121,0	4062,0	6639,0	2192,0	3673,0	in calo
Saldo di bilancio primario (miliardi, BRL)	18,6	-45,8	-57,6	-26,8	-47,9	-57,9	-29,2	-76,9	-39,2	-6,1	-50,6	-68,0	26,0	In rialzo

Cile	18 feb.	18 mar.	18 apr.	18 mag.	18 giu.	18 luglio	18 ago.	18 sett.	18 ott.	18 nov.	18 dic.	19 gen.	19 feb.	Trend*
Indice mensile dell'attività economica IMACEC (% su base annua)	4,20	5,00	6,37	5,01	4,74	3,12	3,06	2,07	4,20	3,09	2,62	2,38		in calo
CPI (% su base annua)	2,00	1,80	1,90	2,00	2,50	2,70	2,60	3,10	2,90	2,80	2,60	1,80		in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	4,33	4,64	7,29	3,45	7,17	0,25	5,47	1,72	8,02	-0,12	1,57	-0,03		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	8,84	8,72	7,57	3,66	5,08	-1,65	-1,77	-3,15	2,00	0,36	1,60	-0,90		In rialzo
Disoccupazione (%)	6,70	6,90	6,70	7,00	7,20	7,30	7,30	7,10	7,10	6,80	6,70	6,80		in calo

Messico	18 feb.	18 mar.	18 apr.	18 mag.	18 giu.	18 luglio	18 ago.	18 sett.	18 ott.	18 nov.	18 dic.	19 gen.	19 feb.	Trend*
PMI (indice)	53,0	53,0	51,3	51,2	52,2	50,2	51,4	51,0	50,1	49,8	49,3	50,2	54,3	In rialzo
CPI (% su base annua)	5,3	5,0	4,6	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0	4,9	4,7	4,8	4,4	3,9	in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	1,2	1,2	3,3	2,5	3,7	4,2	3,9	4,1	3,0	3,4	-1,3	0,9		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	0,5	-2,7	5,2	2,7	2,1	2,4	2,2	2,3	2,6	1,6	0,2	1,3		in calo
Rimesse (milioni, USD)	2244,4	2674,8	2760,9	3155,9	3140,7	2857,5	2883,3	2718,9	2944,0	2893,2	2929,1	2414,9		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

