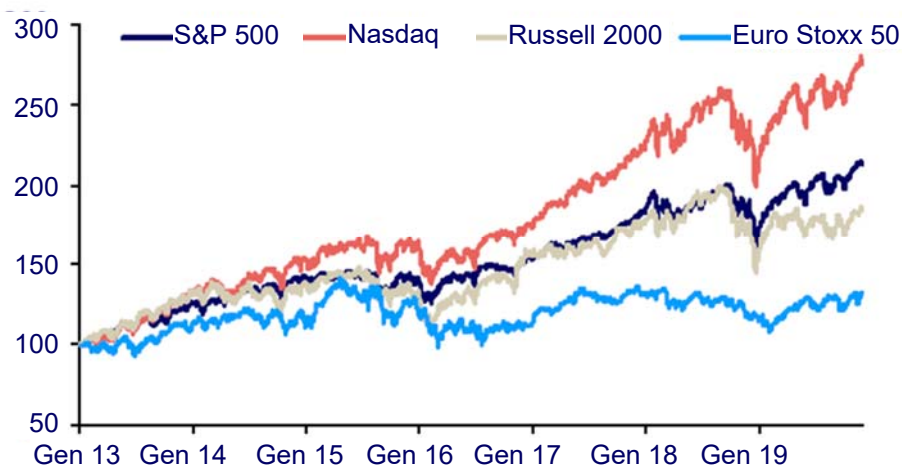


Approfondimento mensile sugli investimenti

Segnali di esuberanza, con il continuo rialzo degli asset rischiosi



Fonte: Bloomberg (ribasato a gennaio 2013 = 100)

Le notizie positive in merito al conflitto commerciale sino-statunitense e i segnali di stabilizzazione di alcuni dati regionali sulla produzione nella Zona euro e altrove hanno aiutato a stimolare la fiducia degli investitori spingendo i mercati azionari verso nuovi massimi. La "corsa di fine anno", che ha interessato molti investitori che non avendo partecipato appieno al rally recente hanno iniziato a temere di essere tagliati fuori, può a sua volta aver giocato un ruolo nel rafforzamento dei mercati a cui abbiamo assistito.

Ad ogni modo, mentre le azioni dei mercati sviluppati (MS) hanno messo a segno buoni risultati, i mercati emergenti sono rimasti sostanzialmente invariati a novembre. Anche i mercati del credito hanno recentemente sottoperformato le azioni dei MS e la dispersione ha evidenziato un netto incremento. Ad esempio, gli spread del credito USA con rating CCC hanno raggiunto quota 1000pb nel corso del mese. I fondamentali del credito sono stati deboli e da qualche tempo sono in fase calante; con la leva finanziaria quasi ai massimi storici, il segmento high yield statunitense sta evidenziando un aumento dei tassi di default.

C'è di più: l'azionario dei MS sembra scontare molte buone notizie, soprattutto sul fronte dei commerci; sebbene il momentum sottostante appaia favorevole nel breve periodo, gli asset rischiosi sembrano essersi spinti oltre e ci aspettiamo che frenino momentaneamente la loro corsa. Anche nel caso in cui nelle prossime settimane venisse siglato un accordo di fase 1 tra USA e Cina, esso potrebbe essere meno completo di quanto auspicato dagli investitori, lasciando quindi molte questioni aperte e tensioni elevate tra i due paesi. L'indice di volatilità VIX, anche denominato "indice della paura degli investitori" (che stima la volatilità implicita nel prezzo delle opzioni sull'Indice S&P 500) ha raggiunto a novembre il livello minimo di quest'anno, a indicare una certa compiacenza nei mercati azionari USA.

Passando all'economia reale, emergono alcuni segnali di stabilizzazione negli indicatori previsionali del settore manifatturiero della Zona euro. La componente del PMI manifatturiero relativa ai nuovi ordini è migliorata per due mesi consecutivi mentre le scorte sono calate. La componente previsionale del sondaggio IFO tedesco relativo alla produzione è migliorata a sua volta. Tuttavia è improbabile che la crescita si riprenda rapidamente, perché il settore dei servizi della Zona euro è in fase di rallentamento. Nei prossimi mesi la crescita potrebbe invece essere modesta e inferiore al trend, rendendo la regione ancora vulnerabile agli shock. Di fatto, anche se nel complesso i dati risultano al momento accettabili, la nostra view secondo cui l'economia USA evidenzierà una lieve recessione nel 2020 rimane invariata. Se si rivelerà corretta, l'impatto sulla crescita della Zona euro e globale si farà senza dubbio sentire anche il prossimo anno.

Valutazione del mercato

Sviluppi chiave

- A novembre gli asset rischiosi hanno continuato a muoversi al rialzo e i tre principali mercati azionari USA hanno raggiunto i massimi storici
- L'Indice Russell 2000, che comprende le società USA a piccola e media capitalizzazione, è uscito dall'intervallo tracciato nel corso dell'anno; anche le azioni degli altri mercati sviluppati hanno archiviato una performance positiva
- Nell'economia reale sono emersi alcuni segnali di stabilizzazione nel settore manifatturiero della Zona euro ma una netta ripresa della crescita sembra improbabile, soprattutto considerando il rallentamento in atto nel settore dei servizi

L'opinione di Zurich

A novembre gli asset rischiosi hanno continuato a guadagnare terreno, in particolare le azioni dei mercati sviluppati. Sembra tuttavia che nel breve periodo siano scontate numerose notizie positive e gli asset rischiosi potrebbero momentaneamente frenare la loro corsa.

Anche i rendimenti dei titoli di Stato core si sono mossi al rialzo sulla scia della maggiore propensione al rischio; ravvisiamo tuttavia scarse possibilità di ulteriori rialzi, dato che sia la crescita che l'inflazione rimangono deboli e le prospettive di un accordo commerciale a tutto tondo tra USA e Cina appaiono ancora incerte.

Il credito ha nettamente sottoperformato i mercati azionari e poiché le valutazioni azionarie sembrano eccessive questa performance relativa potrebbe registrare un'inversione di tipo tattico. Ad ogni modo, nel medio/lungo periodo, continuiamo a prevedere un limitato potenziale di rialzo nel credito perché gli spread sono contratti e i fondamentali rimangono scarsi. La dispersione nel mercato è aumentata notevolmente, il che a nostro avviso segnala l'ultima fase del ciclo.

Sviluppi chiave	L'opinione di Zurich
<p>Mondo</p> <ul style="list-style-type: none"> I dati sulla produzione stanno migliorando insieme agli indicatori anticipatori sull'attività commerciale, a dimostrazione della continua stabilizzazione in atto nella produzione industriale L'attività nel settore dei servizi si sta tuttavia indebolendo ulteriormente e la crescita globale rimane su una traiettoria discendente Le banche centrali continuano a ridurre i tassi, ma l'apice dello stimolo potrebbe essere ormai alle spalle 	<p>A novembre, le stime flash sugli indici PMI manifatturieri G3 si sono mosse al rialzo di pari passo con la stabilizzazione in atto in questo settore dell'economia. Questo suggerisce che la recessione del settore, che persiste ormai da sei mesi, potrebbe essere giunta al capolinea. Il settore dei servizi si è tuttavia indebolito ulteriormente e la crescita globale rimane su una traiettoria discendente. Seppur con un ritmo più ridotto, le banche centrali continuano a ridurre i tassi, sostenendo il sentiment e l'attività. I mercati emergenti, in particolare, stanno beneficiando di un netto allentamento delle condizioni finanziarie. L'incertezza politica e geopolitica rimane elevata, pur nella speranza che si arrivi a una soluzione per la controversia commerciale sino-statunitense. A nostro avviso questa situazione continuerà a pesare sull'attività delle imprese e sugli investimenti, limitando il potenziale di rialzo della crescita, l'inflazione e i rendimenti obbligazionari.</p>
<p>Stati Uniti</p> <ul style="list-style-type: none"> Gli Indici S&P 500, Dow Jones Industrial Average e Nasdaq hanno raggiunto nuovi massimi storici La Fed ha ridotto i tassi per una terza volta e ha annunciato una pausa I dati più solidi provenienti dal settore dei servizi hanno alleviato il timore di un contagio dal settore manifatturiero 	<p>A novembre, gli Indici S&P 500, Dow Jones Industrial Average e Nasdaq hanno raggiunto nuovi massimi storici, incentivati dall'ottimismo degli investitori in merito a un potenziale accordo commerciale tra USA e Cina.</p> <p>Un accordo anche solo parziale ridurrebbe in parte l'incertezza e aiuterebbe a risollevarne la fiducia delle imprese, ma i fondamentali economici sottostanti rimangono eterogenei. La ripresa dell'Indice ISM non manifatturiero di ottobre ha alleviato il timore di un contagio dal settore manifatturiero. Al contempo, il PMI Markit relativo ai servizi è sceso a quota 50,6, il livello più basso dall'inizio del 2016, a dimostrazione del fatto che nonostante la moderata ripresa di novembre l'attività delle imprese deve affrontare ancora alcuni ostacoli. Come ampiamente previsto, quest'anno la Fed ha ridotto il tasso di riferimento per la terza volta, portandolo in un intervallo compreso tra l'1,5% e l'1,75%, e ha poi indicato una sospensione dei tagli, salvo un netto peggioramento dei dati in futuro.</p>
<p>Regno Unito</p> <ul style="list-style-type: none"> L'UE ha concesso un'ulteriore estensione dell'Articolo 50 e il Regno Unito si avvia verso nuove elezioni La crescita del PIL ha guadagnato terreno nel Q3 attestandosi allo 0,3%, dopo il calo registrato nel secondo trimestre La fiducia delle imprese rimane debole, indicando un possibile rallentamento della crescita in futuro 	<p>Con la concessione da parte dell'UE di una ulteriore estensione dell'Articolo 50 fino alla fine di gennaio, sono state gettate le basi affinché il Partito Laburista sostenesse nuove elezioni per il 12 dicembre. Sebbene il rischio di no-deal Brexit sia ora nettamente ridotto, le prospettive rimangono incerte e continuano a pesare sull'economia. Anche se dopo il calo registrato nel Q2, nel Q3 la crescita del PIL ha recuperato terreno passando allo 0,3% su base trimestrale (grazie al supporto dell'accumulo di scorte in previsione della nuova scadenza posticipata) il tasso di crescita annuo dell'1% risulta il più basso dal 2010. A novembre il PMI composito è sceso a 48,5, anticipando un rallentamento della crescita. I titoli britannici hanno faticato per rimanere al passo con la maggior parte delle controparti internazionali, ma il FTSE 250 è riuscito a sovraperformare il FTSE 100, a riflesso del ridimensionamento dei rischi a carico delle aziende britanniche più focalizzate sul fronte interno.</p>
<p>Zona euro</p> <ul style="list-style-type: none"> La crescita del PIL nel Q3 è risultata inferiore al trend: 0,2% su base trimestrale La Germania ha evitato a stento una recessione I mercati azionari sono favoriti dalla speranza di una risoluzione della controversia commerciale e dai segnali di stabilizzazione nel settore manifatturiero 	<p>La crescita nella Zona euro per il Q3 è stata pari allo 0,2% su base trimestrale (1,2% su base annua) e la Germania è riuscita a malapena a evitare una recessione tecnica. Nel Q3, la sua economia è cresciuta dello 0,1% su base trimestrale, dopo una contrazione su base analogica pari allo 0,2% registrata nel trimestre precedente. Complessivamente, la crescita nella Zona euro è scarsa e l'economia sta crescendo a un ritmo inferiore al trend, risultando dunque vulnerabile agli shock. La produzione evidenzia segnali di stabilizzazione: l'indicatore previsionale PMI relativo ai nuovi ordini è salito per il secondo mese, ma il settore dei servizi è in calo e le prospettive di assunzione da parte delle imprese sono scarse. Le azioni della Zona euro sono state incentivate dalla speranza di un accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina e dalla stabilizzazione della produzione. La stagione degli utili ha leggermente superato le aspettative: nel Q3, le aziende hanno incrementato gli utili del 2% circa su base annua.</p>
<p>Svizzera</p> <ul style="list-style-type: none"> La crescita del PIL ha recuperato terreno nel Q3, trainata da esportazioni e investimenti, e l'economia è stata sostenuta in particolare dal settore farmaceutico I dati relativi ai depositi a vista della SNB indicano che gli interventi valutari sono aumentati nettamente dopo il taglio dei tassi della BCE e il rilancio del QE Non si può escludere un ulteriore taglio dei tassi ad opera della SNB, perché le condizioni delle imprese rimangono impegnative e l'inflazione è di nuovo in territorio negativo 	<p>Nel Q4 il PIL della Svizzera è aumentato dello 0,4% su base trimestrale e il tasso di crescita annuo è rimbalzato all'1,1%, da uno scarso 0,2% nel Q2. L'espansione è stata generalizzata, trainata da esportazioni solide e maggiori investimenti delle imprese. In parte questo risultato è attribuibile al settore farmaceutico, che a differenza di altri comparti ha evidenziato una vivace attività. I dati sul PIL confermano la nostra view secondo cui l'economia svizzera rimane resiliente e continuerà ad espandersi nel 2020, anche se a un ritmo ridotto. I dati sui depositi a vista della SNB indicano ampi interventi valutari nella prima metà di novembre, probabilmente in conseguenza del taglio dei tassi della BCE e degli acquisti legati al QE. Se la pressione sulla valuta dovesse persistere, non possiamo escludere un ulteriore taglio dei tassi ad opera della SNB nonostante la stabilizzazione dell'attività economica.</p>

Svilupi chiave

L'opinione di Zurich

Giappone

- L'aumento dell'imposta sui consumi e un tifone dagli effetti devastanti hanno penalizzato i consumi
- L'indice PMI composito di novembre si è attestato di poco sotto la soglia di 50
- Gli acquisti dall'estero continuano a sostenere il mercato azionario giapponese

L'economia giapponese è in fase altalenante, a seguito del repentino incremento della domanda nelle vendite al dettaglio (prima che l'imposta sui consumi venisse portata dall'8% al 10% il 1° ottobre) e del successivo calo registrato a ottobre. L'impatto tuttavia non è stato grave come nelle precedenti occasioni. I PMI manifatturiero e dei servizi hanno registrato un recupero a novembre, ma è troppo presto per ipotizzare una ripresa stabile. La speranza che sia stanziato un budget supplementare a sostegno della crescita è in aumento. Da metà settembre, le azioni giapponesi si muovono entro l'intervallo definito rispetto all'azionario globale e gli acquisti dall'estero persistono senza tuttavia registrare eccessi, il che a nostro avviso è un fattore positivo. Il cambio USD/JPY rimane stabile; un eventuale apprezzamento dello yen metterebbe in discussione il nostro positivo outlook di mercato.

Cina

- Gli indicatori economici di ottobre sono stati deludenti, con poche eccezioni
- Il divario tra l'aumento dei prezzi al consumo e il calo dei prezzi di produzione si sta ampliando, ma dovrebbe raggiungere il limite massimo nel primo trimestre 2020
- L'azionario cinese ha evidenziato una relativa battuta d'arresto, rimanendo tuttavia ampiamente nell'intervallo definito rispetto all'azionario globale

La maggior parte degli indicatori economici di ottobre è risultata molto più debole rispetto alle previsioni di consensus, a conferma del fatto che la ripresa di settembre è stata solo momentanea. La PBoC ha reagito riducendo alcuni tassi di prestito di riferimento, seppur in misura marginale (5pb). A nostro avviso nel primo semestre 2020 saranno effettuati altri tagli e il tono della banca centrale si sta facendo più cauto in riferimento alle prospettive economiche interne ed esterne. La politica monetaria rimarrà "prudenziale". Da metà maggio, l'Indice MSCI China ha registrato un andamento variabile rispetto all'azionario globale. A nostro avviso l'aumento della quota di azioni A nazionali negli indici di riferimento globali sosterrà la domanda dall'estero, anche se i problemi legati a Hong Kong rappresentano al momento un freno per gli investitori. Il cambio USD/CNY si aggira intorno a 7,00.

Australia

- La crescita dell'occupazione sta rallentando dopo un andamento solido
- L'attività edilizia ha recuperato terreno a seguito della ripresa del mercato residenziale
- L'azionario tende al rialzo, anche se i rischi di ribasso permangono

Dopo l'andamento solido registrato all'indomani delle elezioni, la crescita dell'occupazione è rallentata nettamente a ottobre con un calo di 19 mila posti di lavoro, il più ampio registrato in tre anni. Anche se il tasso di partecipazione ha virato al ribasso, controbilanciando in parte il declino, il tasso di disoccupazione è passato dal 5,2% al 5,3%, allontanandosi ulteriormente dal target del 4,5% della RBA. Sul fronte positivo, l'attività edilizia evidenzia deboli segnali ripresa, grazie al miglioramento sul fronte dei permessi per la costruzione di nuovi edifici. Il recupero del mercato residenziale sembra offrire terreno fertile per una ripresa dell'attività edilizia, con un potenziale incremento futuro degli investimenti in immobili a uso abitativo. Il mercato azionario ha registrato una buona performance e l'indice MSCI Australia si sta muovendo al rialzo. Le azioni rimangono tuttavia volatili, poiché le prospettive di crescita sono ancora orientate al ribasso.

ASEAN

- I dati sul PIL del Q3 sono scarsi per gran parte dei paesi
- La maggior parte delle banche centrali è in fase attendista, ad eccezione della Bank of Thailand (BoT)
- L'azionario ha perso slancio

La crescita del PIL nel Q3 è stata piuttosto piatta in Thailandia e ha rallentato in Malesia e Indonesia. Il PIL di Singapore è rimbalzato dallo 0,1% allo 0,5% su base trimestrale, uscendo dalla zona di rischio per una recessione tecnica. Solo le Filippine hanno archiviato dati solidi, con un incremento del PIL nel Q3 pari al 6,2% su base annua, sostenuto principalmente dalla politica di bilancio solida concomitante all'attuazione del budget posticipato del 2019. Le banche centrali sono per la maggior parte rimaste in attesa, ad eccezione della BoT che a novembre ha tagliato il tasso di riferimento di 25pb portandolo all'1,25%. Mentre l'Indice PMI di ottobre relativo ai nuovi ordini di esportazioni per i paesi ASEAN ha continuato a salire, a riflesso di una parziale stabilizzazione dei commerci, il PMI manifatturiero ha ceduto nuovamente terreno dopo un miglioramento di breve durata. I mercati azionari regionali sono rimasti indietro rispetto alle azioni globali, data la scarsa propensione per gli asset rischiosi dei mercati emergenti.

Snapshot delle valutazioni (indici MSCI)

Valutazioni degli ultimi quattro trimestri

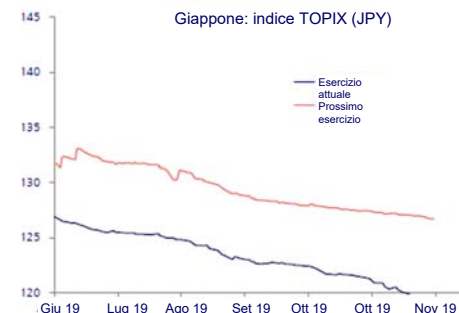
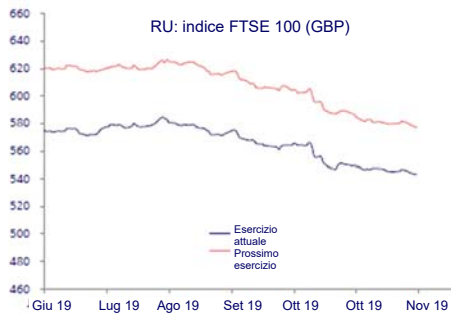
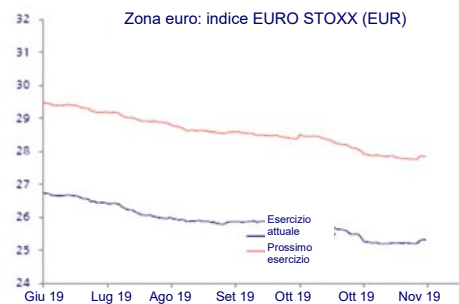
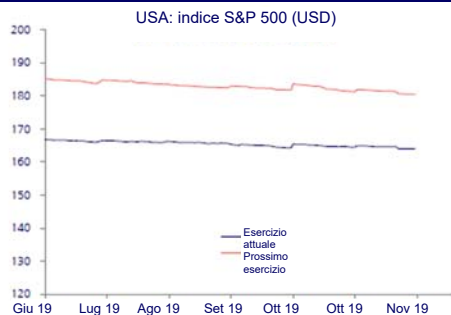
	Stati Uniti	Europa, Regno Unito escluso	Regno Unito	Svizzera	Giappone	APAC, Giappone escluso	Cina	Brasile	Messico
P/E negli ultimi 12 mesi	21,09	17,29	13,78	20,97	13,34	14,53	12,68	13,62	15,53
P/B negli ultimi 12 mesi	3,39	1,88	1,70	2,96	1,25	1,58	1,61	2,14	2,03
P/CF negli ultimi 12 mesi	14,07	10,57	8,82	11,09	8,37	9,54	7,73	9,93	7,67
Tasso di rendimento azionario	1,95	3,25	4,67	2,93	2,48	2,93	2,18	3,57	3,24
ROE	16,07	10,90	12,35	14,13	9,39	10,86	12,73	15,72	13,06

Valutazioni degli ultimi quattro trimestri rispetto all'indice MSCI World

	Stati Uniti	Europa, Regno Unito escluso	Regno Unito	Svizzera	Giappone	APAC, Giappone escluso	Cina	Brasile	Messico
P/E negli ultimi 12 mesi	1,19	0,97	0,78	1,18	0,75	0,82	0,72	0,77	0,88
P/B negli ultimi 12 mesi	1,48	0,82	0,74	1,30	0,55	0,69	0,71	0,94	0,89
P/CF negli ultimi 12 mesi	1,21	0,91	0,76	0,95	0,72	0,82	0,67	0,86	0,66
Tasso di rendimento azionario	0,78	1,29	1,85	1,16	0,98	1,16	0,87	1,42	1,29
ROE	1,25	0,85	0,96	1,10	0,73	0,84	0,99	1,22	1,01

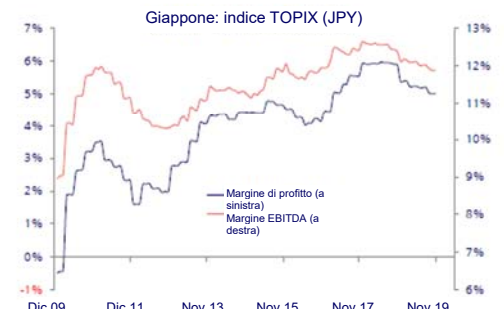
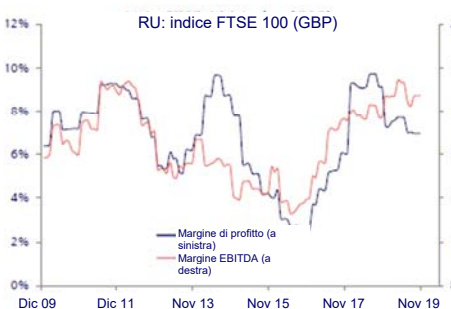
Fonte: Datastream

Stime degli utili: interi esercizi fiscali



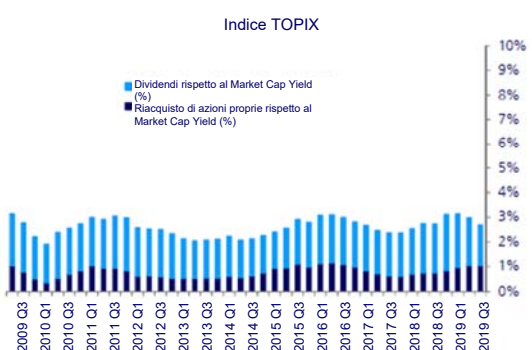
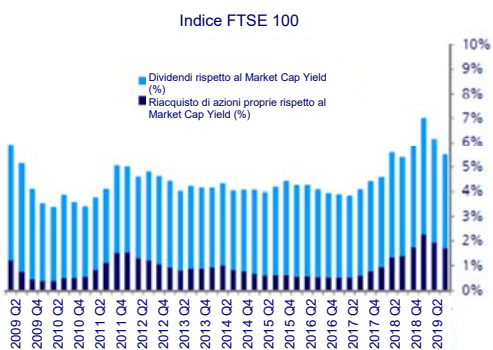
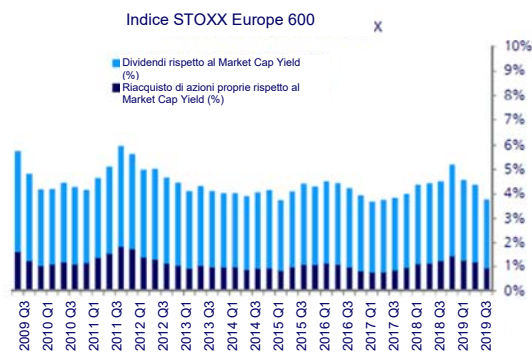
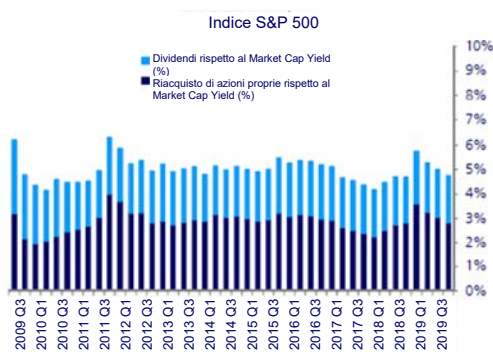
Fonte: Bloomberg

Margini storici



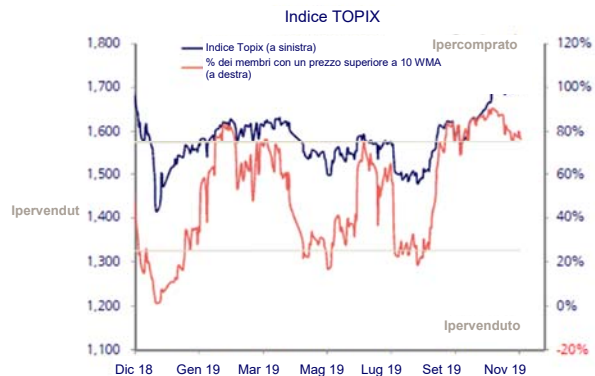
Fonte: Bloomberg

Dividendi e riacquisti di azioni proprie



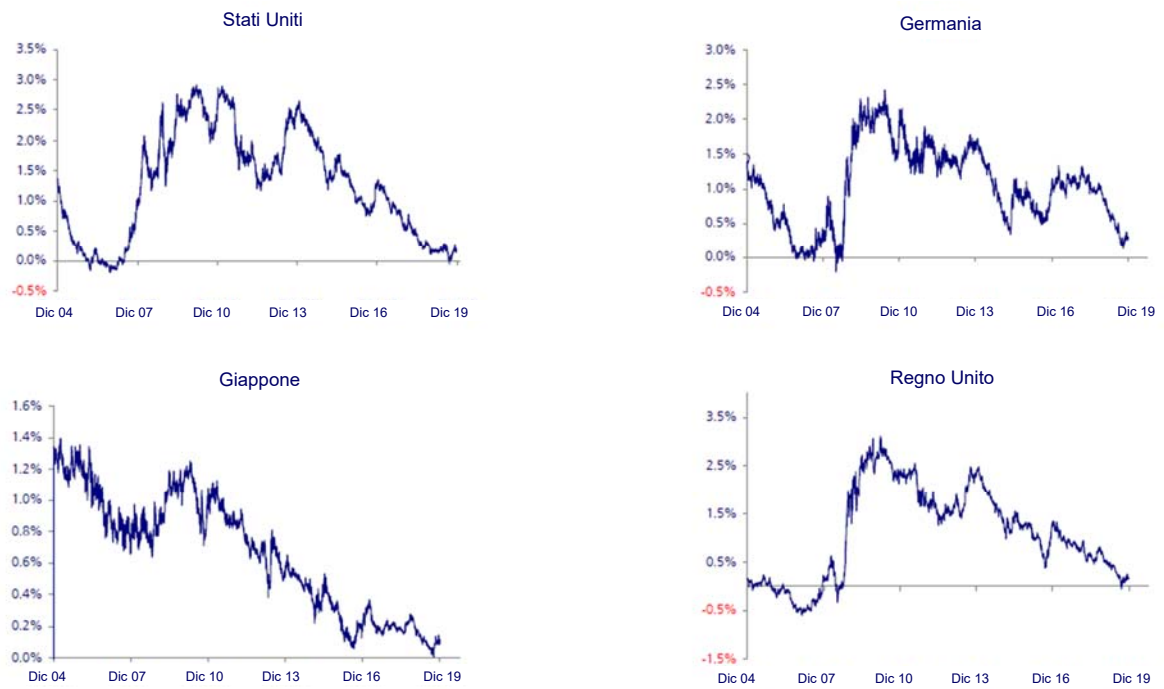
Fonte: Bloomberg

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)			
	Dic 19	1 m fa	3m fa	1 anno fa
Regno Unito	-110	-105	-105	-162
Germania	-215	-209	-216	-267
Svizzera	-243	-224	-246	-308
Giappone	-189	-189	-174	-290
Australia	-75	-61	-52	-40
Cina	137	156	161	39
Corea del Sud	-21	3	-14	-88
Malesia	159	169	184	115
Indonesia	523	531	569	488
Thailandia	-24		-1	-30
Filippine	222	n/a	n/a	n/a
Brasile	508	469	500	n/a
Messico	527	503	551	617
Colombia	478	433	464	401
Perù	242	255	272	268

Rendimenti dei titoli di Stato generici (10 anni)

Paese	Spread rispetto ai bund tedeschi (pb)			
	Dic 19	1 m fa	3m fa	1 anno fa
Francia	31	31	31	37
Olanda	14	14	15	13
Belgio	30	31	36	45
Austria	23	24	27	25
Irlanda	40	41	64	n/a
Italia	153	133	158	200
Spagna	77	66	82	119
Portogallo	76	59	83	151

Fonte: Bloomberg, ZIG

Dati economici

Stati Uniti	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Trend*
ISM manifatturiero (indice)	58,8	54,3	56,6	54,2	55,3	52,8	52,1	51,7	51,2	49,1	47,8	48,3		in calo
ISM non manifatturiero (indice)	60,4	58,0	56,7	59,7	56,1	55,5	56,9	55,1	53,7	56,4	52,6	54,7		in calo
Beni durevoli (% su base mensile)	0,6	1,1	0,5	-2,6	1,7	-2,8	-2,3	1,8	2,1	0,2	-1,4	0,6		in calo
Fiducia dei consumatori (indice)	136,4	126,6	121,7	131,4	124,2	129,2	131,3	124,3	135,8	134,2	126,3	126,1	125,5	in calo
Vendite al dettaglio (% su base mensile)	4,0	1,4	2,6	1,9	3,8	3,8	3,0	3,3	3,5	4,4	4,1	3,1		in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	3,7	3,9	4,0	3,8	3,8	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,5	3,6		in calo
Salario orario medio su base annua (% su base annua)	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5		in rialzo
Variazione in busta paga ('000 su base mensile)	196,0	227,0	312,0	56,0	153,0	216,0	62,0	178,0	166,0	219,0	180,0	128,0		in rialzo
PCE (% su base annua)	2,0	2,0	1,8	1,6	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6	1,8	1,7	1,6		in rialzo
PIL (% su base trimestrale, annualizzato)		1,1			3,1			2,0			2,1			

Regno Unito	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Trend*
PMI servizi (indice)	50,4	51,2	50,1	51,3	48,9	50,4	51,0	50,2	51,4	50,6	49,5	50,0	48,6	in calo
Fiducia dei consumatori (indice)	-13,0	-14,0	-14,0	-13,0	-13,0	-13,0	-10,0	-13,0	-11,0	-14,0	-12,0	-14,0	-14,0	in calo
Tasso di disoccupazione (%)	4,0	4,0	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8	3,9	3,8	3,9	3,8			in calo
CPI (% su base annua)	2,3	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,0	2,0	2,1	1,7	1,7	1,5		in calo
PIL (% su base annua)		1,5			2,1			1,3			1,0			

Zona euro	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Trend*
PMI manifatturiero (indice)	51,8	51,4	50,5	49,3	47,5	47,9	47,7	47,6	46,5	47,0	45,7	45,9	46,6	in calo
PMI servizi (indice)	53,4	51,2	51,2	52,8	53,3	52,8	52,9	53,6	53,2	53,5	51,6	52,2	51,5	in calo
IFO sulla fiducia delle imprese (indice)	102,0	101,4	100,0	99,0	99,9	99,5	98,3	97,5	96,0	94,3	94,7	94,7	95,0	in calo
Produzione industriale (% su base mensile)	-1,3	-1,0	1,7	0,0	-0,3	-0,5	0,8	-1,4	-0,5	0,4	0,1			in rialzo
Ordinativi GE (% su base mensile)	-0,7	1,1	-2,3	-4,0	1,0	0,3	-2,0	2,6	-2,2	-0,4	1,3			in rialzo
Tasso di disoccupazione (%)	7,9	7,8	7,8	7,8	7,7	7,6	7,6	7,5	7,6	7,5	7,6	7,5		in calo
Crescita M3 (% su base annua, MM a 3 mesi)	3,8	4,2	3,7	4,2	4,6	4,7	4,7	4,5	5,1	5,7	5,6	5,6		in rialzo
CPI (% su base annua)	1,9	1,5	1,4	1,5	1,4	1,7	1,2	1,3	1,0	1,0	0,8	0,7	1,0	in calo
CPI Core (% su base annua)	0,9	0,9	1,1	1,0	0,8	1,3	0,8	1,1	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3	in rialzo
PIL (% su base trimestrale)		0,3			0,4			0,2			0,2			

Svizzera	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Trend*
Indicatore anticipatore KOF (indice)	99,1	96,4	97,2	94,6	96,7	97,1	93,9	95,0	96,0	95,5	93,1	94,8	93,0	in calo
PMI manifatturiero (indice)	57,7	57,5	54,3	55,4	50,3	48,5	48,6	47,7	44,7	47,2	44,6	49,4		in rialzo
Vendite reali al dettaglio (% su base annua)	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	-0,8	-0,6	-0,5	1,0	1,1	-0,5	1,6	0,7		in rialzo
Bilancia commerciale (miliardi, CHF)	4,7	2,0	3,0	2,9	3,1	2,3	3,2	4,0	3,7	1,7	4,1	3,5		in calo
CPI (% su base annua)	0,9	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	-0,3		in calo

Giappone	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Trend*
PMI manifatturiero Nomura (indice)	52,2	52,6	50,3	48,9	49,2	50,2	49,8	49,3	49,4	49,3	48,9	48,4	48,9	in calo
Ordini dei macchinari (% su base annua)	0,8	0,9	-2,9	-5,5	-0,7	2,5	-3,7	12,5	0,3	-14,5	5,1			in calo
Produzione industriale (% su base annua)	1,9	-2,0	0,7	-1,1	-4,3	-1,1	-2,1	-3,8	0,7	-4,7	1,3	-7,4		in calo
Economy Watchers Survey (indice)	49,0	48,2	44,8	46,7	46,7	47,0	44,3	43,3	41,7	42,6	45,7	36,3		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)	1,7	1,5	1,2	-0,7	-1,3	-0,3	-0,5	0,4	-1,0	-0,1	0,5			in rialzo
Vendite dei grandi magazzini (% su base annua)	-0,6	-0,7	-2,9	0,4	0,1	-1,1	-0,8	-0,9	-2,9	2,3	23,1	-17,5		in rialzo
Massa monetaria M2 (% su base annua)	2,3	2,4	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5		in rialzo
CPI Esclusi alimentari ed energia (% su base annua)	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3		neutrale
Esportazioni (% su base annua)	0,1	-3,9	-8,4	-1,2	-2,4	-2,4	-7,8	-6,6	-1,5	-8,2	-5,2	-9,2		in calo

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

Fonte dati: Bloomberg

*Trend = ultimi 3 m - 3 mesi precedenti

Appendice 5

Dati economici

Australia	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Trend*
AiG manifatturiero (indice)	50,8	50,0	52,5	54,0	51,0	54,8	52,7	49,4	51,3	53,1	54,7	51,6	48,1	in rialzo
AiG servizi (indice)	55,1	52,1	44,3	44,5	44,8	46,5	52,5	52,2	43,9	51,4	51,5	54,2		in rialzo
Westpac Consumer Confidence (% su base mensile)	2,8	0,1	-4,7	4,3	-4,8	1,9	0,6	-0,6	-4,1	3,6	-1,7	-5,5	4,5	in calo
Approvazioni nuovi edifici (% su base annua)	-33,8	-21,3	-26,9	-11,5	-23,4	-21,5	-18,1	-23,8	-28,4	-18,5	-17,0	-23,6		in rialzo
Variazione occupazione ('000, su base mensile)	32,5	16,6	34,3	9,2	26,8	27,9	37,8	1,7	34,6	37,0	12,5	-19,0		in calo
Brasile	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Trend*
CPI (% su base annua)	4,1	3,8	3,8	3,9	4,6	4,9	4,7	3,4	3,2	3,4	2,9	2,5		in calo
Produzione industriale (% su base annua)	0,7	-1,2	-3,8	-2,0	2,3	-6,1	-3,7	7,6	-5,9	-2,5	-2,1	1,1		in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	1,9	4,5	0,7	1,9	4,0	-4,4	1,8	1,0	0,1	4,3	1,4	2,1		in rialzo
Bilancia commerciale (milioni, USD)	4076,8	6428,3	1713,0	3291,7	4545,8	5823,4	5719,0	5089,0	2293,4	3181,9	2246,0	1206,0		in calo
Saldo di bilancio primario (miliardi, BRL)	-50,6	-68,0	26,0	-45,0	-62,2	-28,0	-47,6	-30,1	-30,3	-63,6	-45,9	-10,9		in calo
Cile	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Trend*
Indice dell'attività economica IMACEC (% su base annua)	3,33	3,12	1,91	1,14	1,73	1,90	2,31	1,52	3,20	3,68	2,95			in calo
CPI (% su base annua)	2,80	2,60	2,21	2,20	2,48	2,43	2,76	2,70	2,57	2,58	2,24	2,71		in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	-0,12	1,57	0,02	0,05	0,94	-0,72	3,30	-1,20	1,62	1,87	-0,92			in calo
Produzione industriale (% su base annua)	0,36	1,60	-0,90	-3,55	-0,80	0,69	-0,17	-2,94	2,63	1,38	-0,20	-3,42		in calo
Disoccupazione (%)	6,80	6,70	6,80	6,70	6,90	6,90	7,10	7,10	7,20	7,20	7,00	7,00		in calo
Messico	Nov 18	Dic 18	Gen 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	Mag 19	Giu 19	Lug 19	Ago 19	Set 19	Ott 19	Nov 19	Trend*
PMI (indice)	49,9	49,0	49,9	53,6	50,6	52,0	49,0	48,5	48,8	47,2	48,1	46,7		in calo
CPI (% su base annua)	4,7	4,8	4,4	3,9	4,0	4,4	4,3	4,0	3,8	3,2	3,0	3,0		in calo
Vendite al dettaglio (% su base annua)	3,8	-0,5	0,7	2,5	1,6	1,6	2,8	1,0	2,1	2,6	2,4			in calo
Produzione industriale (% su base annua)	2,0	0,1	1,3	1,0	2,4	-0,4	0,8	-1,0	3,4	-0,2	0,8			in calo
Rimesse (milioni, USD)	2964,8	2991,2	2455,6	2438,4	2958,0	2937,0	3282,1	3183,5	3270,3	3374,6	3080,8			in calo

Fonte dati: Bloomberg

*Trend = ultimi 3 m - 3 mesi precedenti

Disclaimer e dichiarazione cautelativa

La presente pubblicazione è stata preparata da Zurich Insurance Group Ltd e le opinioni qui espresse sono quelle di Zurich Insurance Group Ltd alla data di redazione del documento e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La presente pubblicazione è stata prodotta unicamente a scopo informativo. L'analisi contenuta e le opinioni espresse nel presente documento si basano su numerose ipotesi riguardo ai risultati previsti che sono intrinsecamente soggette a significativi fattori economici e competitivi e ad altre incertezze e circostanze. Ipotesi diverse potrebbero portare a conclusioni sensibilmente differenti. Tutte le informazioni contenute nella presente pubblicazione sono state raccolte e ottenute da fonti ritenute affidabili e credibili, ma Zurich Insurance Group Ltd o qualunque delle sue filiali (il "Gruppo") non fornisce alcuna garanzia, esplicita o implicita, riguardo alla loro accuratezza e completezza.

Le opinioni espresse e le analisi contenute nel presente documento possono essere diverse o contrarie da quelle espresse da altre funzioni del Gruppo o contenute in altri documenti del Gruppo perché sono state utilizzate ipotesi e/o criteri diversi.

Il Gruppo può acquistare, vendere, coprire o altrimenti modificare la natura, la forma o l'ammontare dei propri investimenti, compresi quelli indicati nella presente pubblicazione, senza alcun preavviso e per qualsiasi motivo.

La presente pubblicazione non intende essere una consulenza su temi legali, di sottoscrizione, di investimento finanziario, né intende offrire qualsiasi altro tipo di consulenza professionale. Il contenuto della presente pubblicazione non costituisce una raccomandazione in base alla quale un particolare investimento, titolo, transazione o strategia di investimento è adatto ad una persona in particolare. Il contenuto della presente pubblicazione non intende rispondere alle esigenze personali di nessuno. Il Gruppo declina qualsiasi obbligo di aggiornamento delle informazioni contenute nella presente pubblicazione.

Le persone che necessitano di consulenza devono consultare un consulente indipendente (il Gruppo non fornisce consulenze sugli investimenti o consulenze personalizzate).

Il Gruppo declina qualsiasi responsabilità derivante dall'uso o dall'aver fatto affidamento sulla presente pubblicazione. Alcune dichiarazioni contenute nella presente pubblicazione sono dichiarazioni previsionali che includono a titolo esemplificativo dichiarazioni che sono previsioni di o indicano eventi, tendenze, piani, sviluppi o obiettivi futuri. Non si dovrebbe fare eccessivo affidamento su tali dichiarazioni perché, per loro natura, esse sono soggette a incertezze e rischi noti e non noti, e possono essere influenzate da altri fattori che potrebbero far sì che i risultati, gli sviluppi e i piani e gli obiettivi effettivi differiscano sostanzialmente da quelli indicati esplicitamente o implicitamente nelle dichiarazioni previsionali.

L'oggetto della presente pubblicazione non è legato ad alcun prodotto assicurativo specifico e non garantisce alcuna copertura assicurativa.

La presente pubblicazione non può essere riprodotta né in toto, né in parte, senza previa autorizzazione scritta di Zurich Insurance Group Ltd, Mythenquai 2, 8002 Zurigo, Svizzera. Né Zurich Insurance Group Ltd, né le sue filiali, si assumono la responsabilità di eventuali perdite derivanti dall'utilizzo o dalla distribuzione della pubblicazione. La presente pubblicazione può essere distribuita solo nelle circostanze consentite dalle leggi e dai regolamenti applicabili. La presente pubblicazione non rappresenta un'offerta o un invito a vendere o acquistare titoli in nessuna giurisdizione.

Zurich Insurance Company Ltd
Investment Management

Mythenquai 2
8002 Zurigo

173001630 01/16) TCL

