**Amchor IS – Eurozona e USA: prospettive migliori del previsto**

A cura di **Alvaro Sanmartin, Chief Economist, Amchor**

La domanda ricorrente che ci si pone in questi giorni è se sia possibile che, a seguito di quanto accaduto nelle ultime settimane nel settore bancario, **le condizioni finanziarie si inaspriscano abbastanza da generare una recessione negli Stati Uniti e/o in Europa**. Sembrerebbe improbabile, principalmente per due motivi. In primo luogo, perché **la situazione attuale è caratterizzata da fondamentali nettamente più solidi** rispetto a quelli che prevalevano all'alba della crisi finanziaria globale: banche molto meglio capitalizzate e con indici di liquidità nettamente più elevati, bilanci delle famiglie e delle imprese non finanziarie notevolmente più solidi, assenza di squilibri rilevanti dal lato dell'offerta nell'area dell'euro, assenza di squilibri dal lato dell'offerta nell'economia reale. In secondo luogo, **le autorità non solo dispongono di un arsenale di strumenti per la fornitura di liquidità molto più ampio rispetto al 2008, ma anche la loro disponibilità a utilizzarlo è significativamente maggiore**. In questo caso, anche se non si possono escludere incidenti, il nostro scenario per gli Stati Uniti e l'Eurozona rimane sostanzialmente lo stesso: i tassi d'interesse rimarranno moderatamente elevati per molto tempo e questo permetterà di tenere sotto controllo l'inflazione senza generare una recessione. In termini più concreti, ciò che riteniamo più probabile per l'economia statunitense nei prossimi trimestri è che la Fed manterrà i tassi di interesse al livello attuale (o forse 25pb in più) almeno fino alla fine dell'anno, i salari e l’inflazione di fondo confermeranno un percorso di progressiva moderazione e, infine, una crescita economica positiva, anche se forse al di sotto del potenziale.

**Nel caso dell’Eurozona**, **il calo dei prezzi delle materie prime, l’accelerazione dei salari e la forte espansione fiscale agiscono come venti favorevoli per la domanda aggregata**, costringeranno **l**a Bce ad alzare i tassi due volte e a lasciarli fermi per parecchio tempo. In secondo luogo, una politica monetaria così moderatamente restrittiva da parte della Bce, insieme ad aspettative di inflazione ben radicate, aiuterà **l’inflazione di fondo a raggiungere il picco prima dell’estate**. Infine, la crescita rimarrà in territorio nettamente positivo e forse vicina al potenziale nel 2023, nel suo complesso.

Al di fuori degli Stati Uniti e dell'Europa, quest'anno **l'Asia emergente sarà di gran lunga la regione con la crescita economica più forte**, con la Cina in forte ripresa dopo l'abbandono della politica zero Covid, insieme a India e Sud-est asiatico che mostrano prospettive nettamente favorevoli. Difficile prevedere quanto si restringeranno le condizioni di credito a seguito di quanto è accaduto (o potrebbe ancora accadere) nel settore bancario. Per questo motivo, nelle prossime settimane, sarà necessario essere particolarmente **attenti alle variabili di natura finanziaria che possono aiutarci a individuare possibili fonti di tensione** come i movimenti dei depositi bancari, l’utilizzo delle linee di liquidità delle banche, lo spread delle obbligazioni societarie le condizioni di prestito delle banche, i livelli di concessione del credito da parte delle banche o, ancora, i livelli di volatilità dei mercati. Ciò detto, questo episodio sarà molto probabilmente superabile senza grandi scossoni.

Stati Uniti, inflazione sulla via della moderazione

Nonostante il recente rimbalzo dei prezzi del greggio in seguito all'ultima decisione di taglio della produzione da parte dell'OPEC, il calo dei prezzi delle materie prime rispetto ai massimi dell'anno scorso permetterà una diminuzione relativamente rapida dell'inflazione nei prossimi mesi. **I tassi di interesse mantenuti al livello attuale (o al di sopra di 25pb) per un periodo di tempo sufficientemente lungo saranno probabilmente sufficienti per ottenere una graduale correzione dell'eccesso di domanda che ha caratterizzato l'economia statunitense nell’ultimo periodo.** La minore domanda in eccesso, il calo previsto dell'inflazione complessiva e le aspettative di inflazione ben ancorate contribuiranno a far sì che i salari confermino il percorso di moderazione iniziato nei primi mesi del 2022 per il resto dell'anno. Tutti questi fattori dovrebbero portare a una determinazione dei salari ragionevolmente prudente da parte delle imprese nei prossimi trimestri. Alla luce di questo, il percorso di moderazione dell'inflazione di fondo negli **Stati Uniti** dovrebbe intensificarsi entro la fine dell'anno e l'economia statunitense dovrebbe superare l'attuale periodo di forti pressioni sui prezzi mantenendo una **crescita moderatamente positiva**.

Eurozona: previsioni di crescita nettamente positive per tutto l’anno

Il calo dei prezzi delle materie prime rispetto all'anno scorso, la forte espansione fiscale e la forte accelerazione dei salari sono significativi venti favorevoli per la domanda aggregata e quindi rendono quasi inevitabile che **la Bce sia costretta ad aumentare ulteriormente il tasso di deposito, forse al 3,5%, e a mantenerlo a tale livello per un periodo di tempo sufficientemente lungo.** **La politica monetaria restrittiva della Bce contribuirà a moderare la domanda aggregata nell'area euro** nella seconda metà dell'anno e questo, insieme al fatto che anche nel nostro continente le aspettative di inflazione rimangono ben ancorate, renderà possibile che la crescita dei salari rimanga entro limiti ragionevoli. Grazie a un andamento ragionevole delle politiche salariali nell'Eurozona e a politiche di fissazione dei prezzi sufficientemente prudenti da parte delle imprese europee, l'inflazione di fondo nell'Eurozona potrebbe raggiungere il picco prima dell'estate. Alla luce di questi elementi, **la crescita economica dell'Eurozona nel 2023 dovrebbe rimanere complessivamente in territorio nettamente positivo.**

View di mercato

**Titoli di stato:** a meno che la situazione del sistema bancario non diventi molto più complicata di quanto atteso, **i tassi di interesse dovrebbero rimanere relativamente alti per un periodo più lungo** di quanto attualmente scontato dai mercati.

**Credito:** in uno scenario macro in cui i tassi di default non dovrebbero aumentare troppo sono da preferire le obbligazioni societarie. In ogni caso, **sarebbe sensato combinare l'esposizione al credito con posizioni ben selezionate in titoli di Stato emergenti in valuta locale** che presentano ottime prospettive di rendimento, sia in termini di carry sia di potenziale apprezzamento del tasso di cambio. C'è un gruppo di paesi emergenti per i quali ci si aspetta alti tassi di crescita relativa, che beneficiano di una solida governance economica, di bassi disavanzi pubblici e di bassi tassi di inflazione ragionevolmente sotto controllo, fattori questi che rendono, oggi, l'esposizione al debito in valuta locale di questi paesi meno rischiosa di quanto possa sembrare.

**Azioni:** in presenza di spostamenti verso l'alto delle curve dei tassi d'interesse tra oggi e la fine dell'anno, **il segmento value/ciclico del mercato, comprese le banche, performerà meglio del segmento growth/defensive**. Geograficamente, puntiamo sui mercati europei ed emergenti asiatici rispetto a quelli del Nord America.

**Valute**: i livelli del **dollaro** intorno a 1,10 (o meglio ancora 1,12, qualora dovesse arrivarci) sono interessanti per fare di **questa valuta una buona copertura per gli investitori in euro**. Allo stesso tempo, e considerando i buoni segnali che il Giappone sta generando, **anche lo yen potrebbe essere un buon strumento di copertura**. Inoltre, abbiamo anche un atteggiamento costruttivo sulla sterlina e continuiamo ad apprezzare le valute dei mercati emergenti con una buona governance macro.