**AMCHOR IS: La recessione è sempre più lontana?**

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

**I dati sull'attività economica negli Stati Uniti continuano a essere troppo solidi perché sia ragionevole aspettarsi una recessione nella seconda metà dell'anno**. Allo stesso tempo, gli indicatori più recenti dei salari e dei prezzi sottostanti, anche se ancora provvisoriamente, mostrano segnali nella giusta direzione. Nel caso dell'**Eurozona**, l'attività del settore dei servizi rimane forte, consentendo alla disoccupazione di raggiungere **nuovi minimi storici in aprile**. Sul fronte dei prezzi, tuttavia, la strada da percorrere è ancora più lunga rispetto agli Stati Uniti. Infatti, **i salari in Europa continuano ad accelerare e non è affatto escluso che, grazie all'enorme forza del settore turistico, si possa assistere a un ulteriore aumento dell'inflazione di fondo nel corso dell'estate.**

Ciò premesso, il nostro scenario macro non è cambiato e si può riassumere in quattro elementi. In primo luogo, **la domanda aggregata negli Stati Uniti e in Europa gode di fondamentali solidi**. In secondo luogo, questi buoni fondamentali e gli enormi stimoli fiscali e monetari attuati durante la pandemia hanno contribuito a creare una situazione di **eccesso di domanda**, che a sua volta **ha portato a significative pressioni inflazionistiche**. In terzo luogo, come conseguenza di quanto sopra, **sono ora necessarie politiche monetarie restrittive** mantenute per un periodo di tempo relativamente lungo per moderare sia l'inflazione sia i salari. In quarto luogo, **il fatto che le aspettative di inflazione rimangano ragionevolmente ancorate rende possibile il controllo dell'inflazione senza una recessione**.

**Pensiamo che la Fed possa aver raggiunto il picco dei tassi e che la Bce, invece, dovrà probabilmente aumentarli ancora due volte nelle riunioni di giugno e luglio**. E, guardando un po' più avanti, **pensiamo che dovremo aspettare fino a ben oltre il 2024 per vedere tagli dei tassi di interesse.** Per il resto, in termini di rischi, nel nostro scenario centrale, **temiamo che l'inflazione impieghi più tempo a scendere di quanto pensiamo**, il che potrebbe disancorare le aspettative sui prezzi e costringere le banche centrali ad alzare i tassi di interesse oltre quanto previsto. Se ciò dovesse accadere, sarebbe difficile evitare una recessione più o meno significativa fino al 2024.

Stati Uniti ed Europa: gli scenari sono così diversi?

**Negli Stati Uniti** **gli ultimi dati sui posti vacanti sono tornati a salire e mostrano valori straordinariamente alti**: il rapporto posti vacanti/disoccupazione è di 1,8 contro l'1,2 pre-pandemia. Inoltre, il ritmo di creazione di posti di lavoro rimane straordinariamente elevato, con una media di314.000 posti di lavoro al mese, finora, quest'anno. **In Europa il mercato del lavoro si sta dimostrando molto forte**, tanto che l'Eurozona ha creato posti di lavoro a tassi annualizzati vicini al 2,5% nel primo trimestre e ha raggiunto un nuovo minimo nel tasso di disoccupazione in aprile. Non crediamo affatto che la relativa debolezza del settore manifatturiero negli Stati Uniti e nell'Eurozona sia un segnale precoce di ciò che potrebbe presto accadere al settore dei servizi. A nostro avviso, tutto ciò che sta accadendo è che, dopo essere stata orientata verso i beni durante la pandemia, **la domanda aggregata globale si è ora spostata verso i servizi**.

**Molti analisti hanno guardato alla crescita negativa della Germania nel primo trimestre per concludere che l'economia europea è destinata a mostrare uno scarso dinamismo nei prossimi trimestri**. Riteniamo possa essere un errore, per almeno due motivi. Il primo è che parte della debolezza mostrata dalla Germania negli ultimi due trimestri è idiosincratica e dovuta alla sua enorme dipendenza dalle forniture energetiche russe. Un esempio del fatto che ciò che accade in Germania non è indicativo di ciò che accade in altri paesi dell'area dell'euro è che **l'Italia, nello stesso primo trimestre, è stata in grado di crescere a tassi annualizzati vicini al 2,5%**. Il secondo è che la stessa **economia tedesca ha iniziato a dare segni di ripresa all'inizio del secondo trimestre dell'anno**: il settore dei servizi si sta rafforzando, le esportazioni hanno sorpreso in positivo e, soprattutto, il dato sulla creazione di posti di lavoro di aprile è stato ancora una volta molto positivo.

Tornando agli **Stati Uniti**, segnali di moderazione salariale, accompagnati da una prevedibile evoluzione favorevole della componente degli affitti dell'IPC nei prossimi mesi fa pensare a una **prosecuzione nel breve periodo del processo di (progressiva) disinflazione** che sembra già essere iniziato nella prima economia mondiale.

Quali rischi all’orizzonte

**È necessario essere molto attenti alla possibilità che l'inflazione impieghi più tempo a scendere rispetto alle stime**, che questo possa smorzare le aspettative di inflazione e che, di conseguenza, le banche centrali possano essere costrette ad attuare politiche monetarie ancora più restrittive di quanto ci aspettiamo. In questo senso, e per capire se questo rischio è destinato a concretizzarsi o meno, da qui alla fine dell'anno monitoreremo da vicino variabili quali: i **prezzi degli affitti negli Stati Uniti**, la **crescita dei salari**, soprattutto nell'Eurozona, per monitorare che non superi di molto il 4,5-5%, i **prezzi dell'energia e dei generi alimentari**, le **aspettative di inflazione dei consumatori e delle imprese** e, infine, l'orientamento della **politica fiscale in Europa e negli Stati Uniti**. Sarebbe positivo che, con l'output gap già positivo e l'inflazione così alta, le politiche fiscali diventassero almeno neutrali, aiutando così le banche centrali nel loro obiettivo di moderare la crescita della domanda aggregata.

View di mercato

**Titoli di Stato**: sebbene l'ultimo movimento al rialzo abbia portato le curve dei rendimenti a livelli più ragionevoli, continuiamo a ritenere che **i tassi di interesse rimarranno relativamente alti più a lungo di quanto attualmente scontato**. Inoltre, non escludiamo affatto future revisioni al rialzo delle stime sui tassi neutrali.

**Credito**: continuiamo a preferire le obbligazioni societarie a bassa duration perché nel nostro scenario macro centrale i tassi di default non dovrebbero aumentare troppo. In ogni caso, continuiamo a combinare questa esposizione al credito con posizioni ben selezionate in **titoli di Stato dei mercati emergenti in valuta locale**. Quest'ultima asset class ci attrae per due motivi principali: in primo luogo, perché offre ottime prospettive di rendimento, sia in termini di carry che di potenziale apprezzamento del tasso di cambio; in secondo luogo, perché attualmente esiste un gruppo di **Paesi emergenti per i quali prevediamo tassi di crescita economica molto interessanti e che beneficiano anche di una solida governance economica, di deficit pubblici contenuti e di un'inflazione ragionevolmente bassa**. Queste caratteristiche, a nostro avviso, fanno sì che l'esposizione ai titoli di Stato in valuta locale di questi Paesi sia oggi meno rischiosa che in passato.

**Azioni**: nella misura in cui vediamo una forza di fondo nella domanda aggregata e tassi d'interesse ragionevolmente elevati nel medio termine, **riteniamo che il segmento value/ciclico del mercato (comprese le banche) dovrebbe fare meglio del segmento growth/difensivo nella seconda metà dell'anno**. Dal punto di vista geografico, alla luce di quanto sopra e considerando anche i livelli di valutazione relativi, **preferiamo il mercato europeo a quello statunitense**. Allo stesso tempo, pur essendo ben consapevoli dei rischi geopolitici presenti in Cina, riteniamo che l'**Asia emergente sarà la regione che crescerà più rapidamente a livello globale** sia nel breve che nel medio termine e pertanto continuiamo a privilegiare una certa esposizione alle azioni di questa regione.

**Valute**: visti i buoni segnali che il Giappone sta generando, e considerando anche che lo yen è piuttosto deprezzato dai fondamentali, **riteniamo che la valuta giapponese possa essere una buona posizione di protezione per il resto dell'anno**. Per il resto, come già detto, continuiamo a preferire le **valute emergenti** dei Paesi con una buona governance macro e livelli di carry interessanti. Allo stesso tempo, riteniamo che la corona norvegese possa beneficiare nel resto dell'anno di un possibile aumento dei prezzi del petrolio.