**AMCHOR IS - Segnali incoraggianti, in attesa della pausa delle banche centrali**

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

L'**economia statunitense** continua a mostrare segni di tenuta, confermando che **i rischi di recessione per il resto dell'anno sono piuttosto bassi**. Allo stesso tempo, sembra che **la politica monetaria moderatamente restrittiva della Fed stia iniziando a correggere il forte eccesso di domanda** generato dalla pandemia. Sul fronte dei prezzi sottostanti, continuano i segnali di (graduale) moderazione, grazie ai rialzi dei tassi di interesse e anche perché le aspettative di inflazione rimangono ben ancorate. Pertanto, il nostro scenario centrale per gli Stati Uniti rimane invariato: crescita economica moderata, ma positiva per il resto dell'anno; progressivo controllo dell'inflazione; **ulteriori rialzi dei tassi a luglio, seguiti da una pausa prolungata**.

Nel caso dell'Eurozona, riteniamo che la debolezza recentemente evidenziata da alcuni dati macro sarà temporanea. In particolare, il nostro scenario centrale **per l'Eurozona continua a indicare una crescita positiva nei prossimi trimestri**, con il settore del turismo che gode di prospettive molto favorevoli e con la domanda aggregata che continua a beneficiare di significativi venti favorevoli: politica fiscale espansiva, calo dei prezzi delle materie prime importate, aumento dei salari, disoccupazione ai minimi storici, buona posizione in termini di bilancio di famiglie e imprese.

Per quanto riguarda la **politica monetaria della Bce**, analogamente a quanto detto per la Fed, ci aspettiamo un **ulteriore rialzo dei tassi a luglio, una pausa prolungata dopo settembre** e un appiattimento della curva dei rendimenti dovuto a un movimento verso l'alto nella parte centrale e lunga della curva.

**Continuiamo a essere molto vigili sulla possibilità che l'inflazione impieghi troppo tempo a scendere**, con ciò che potrebbe significare in termini di disancoraggio delle aspettative sui prezzi, ulteriori rialzi dei tassi di interesse e una possibile recessione economica nel 2024.

Tornando all'economia statunitense Cosa sta succedendo al **settore manifatturiero**? Nell’analizzare i recenti sviluppi del settore manifatturiero negli Stati Uniti (e altrove), occorre tenere presente che **la performance dell'industria è stata fortemente influenzata al rialzo nel periodo immediatamente successivo alla pandemia**, per due motivi. Da un lato, perché la **domanda aggregata si è inizialmente spostata verso i beni** a scapito dei servizi, che hanno impiegato più tempo a normalizzarsi. Dall'altro, perché **le imprese** industriali, temendo all'epoca una carenza di forniture, **hanno esagerato i livelli degli ordini per accumulare scorte "cuscinetto"**. **In questo contesto,** riteniamo possibile che **l'attuale debolezza del settore industriale in molti paesi sia più il riflesso di una normalizzazione degli eccessi del passato che un indicatore anticipatore di recessione.**

Per il resto, **negli Stati Uniti le aspettative di inflazione a medio termine rimangono ben ancorate, mentre quelle a breve termine hanno subito una flessione verso il basso**. Progressivamente, queste aspettative di prezzo ben ancorate e una domanda aggregata un po' più moderata stanno permettendo all'inflazione di fondo di iniziare a muoversi nella giusta direzione. A loro volta, un'attività economica resistente ma moderata, aspettative d'inflazione ben ancorate e un'inflazione di fondo che inizia a flettere verso il basso **aprono la strada a una sospensione dei rialzi dei tassi da parte della Fed dopo la riunione di luglio e a una successiva lunga pausa**. A nostro avviso, **perché la Fed inizi a ridurre i tassi, dovranno esserci segnali simultanei di debolezza significativa sia nell'attività che nei prezzi, cosa che riteniamo improbabile nei prossimi trimestri**.

**Nell'Eurozona, nonostante la debolezza mostrata da alcuni dati nell'ultimo periodo, riteniamo che alla fine prevarrà uno scenario macro simile a quello degli Stati Uniti**. In particolare, riteniamo che i buoni fondamentali della domanda aggregata menzionati in precedenza porteranno a una crescita positiva per il resto dell'anno, con **una disoccupazione che rimarrà vicina ai minimi storici**.

**Riteniamo inoltre che l'inflazione di fondo inizierà presto a mostrare segni di moderazione**, grazie alla politica monetaria della Bce e al fatto che le aspettative sui prezzi sono ben ancorate anche nel nostro continente. Questo, a sua volta, potrebbe consentire alla **Bce di alzare i tassi un'ultima volta a luglio, per poi iniziare una lunga pausa dopo la riunione di settembre**.

Oltre Stati Uniti ed Europa

In Cina, i rischi geopolitici stanno portando, a nostro avviso, a una valutazione eccessivamente negativa della situazione macroeconomica del Paese. A questo proposito, continuiamo a ritenere che la **crescita economica cinese si attesterà** molto probabilmente intorno o **addirittura sopra il 5,5% quest'anno**, con un settore dei servizi dalle prospettive favorevoli e un settore immobiliare che non crediamo possa destare grandi preoccupazioni.

Allo stesso tempo, **rimaniamo positivi sull'Asia emergente** nel suo complesso grazie a crescita in linea con il potenziale nel 2023, inflazione in calo, bassi deficit pubblici, buon equilibrio delle partite correnti. Vediamo anche **segnali incoraggianti in alcune economie dell'America Latina come Messico e Brasile**.

Per quanto riguarda il Giappone, **gode ancora di un'apprezzabile spinta propulsiva "post-pandemia"**. e di **politiche monetarie e fiscali chiaramente espansive**. Per i prossimi trimestri prevediamo che la **crescita economica tenderà ad essere superiore al potenziale**, con un output gap sempre più positivo. In secondo luogo, prevediamo un **comportamento sufficientemente dinamico sia dei prezzi sottostanti sia dei salari**. A loro volta, entrambe le cose apriranno la strada a un nuovo allentamento della politica di controllo delle curve da parte della BoJ, forse già a luglio o, in caso contrario, entro la fine dell'anno.

Market view

**Titoli di Stato**: i tassi d'interesse rimarranno relativamente alti più a lungo di quanto attualmente previsto dai mercati. Non escludiamo che nei prossimi trimestri si possa assistere a un **graduale appiattimento delle curve dei rendimenti sia negli Stati Uniti sia in Europa**, con la parte breve della curva che rimarrà vicina ai livelli di chiusura di giugno e la parte media e lunga della curva che si sposterà leggermente verso l'alto. Continuiamo a vedere chiari rischi di rialzo per la curva dei rendimenti giapponese.

**Azioni**: vista la buona tenuta macro negli Stati Uniti e in Europa e considerando che non escludiamo ulteriori spostamenti verso l'alto delle curve dei rendimenti nei prossimi trimestri, riteniamo che **il segmento value/ciclico del mercato, comprese le banche europee, dovrebbe fare meglio di quello growth/difensivo**. Dal punto di vista geografico, alla luce di quanto sopra e dei livelli di valutazione relativi, preferiamo i mercati europei e dell'Asia emergente agli Stati Uniti.

**Credito**: **continuiamo a preferire le obbligazioni societarie** perché nel nostro scenario macro centrale i tassi di default non dovrebbero aumentare troppo. In ogni caso, visto che gli spread sono tornati a scendere sensibilmente, riteniamo sensato combinare l'esposizione al credito con posizioni ben selezionate in **obbligazioni governative emergenti in valuta locale** grazie a un gruppo di Paesi emergenti per i quali prevediamo elevati tassi di crescita relativa e che beneficiano anche di una solida governance economica, di bassi deficit pubblici e di un'inflazione ragionevolmente bassa.

**Valute**: **i livelli del dollaro intorno a 1,10 ci sembrano interessanti per rendere questa valuta una buona copertura per gli investitori in euro**. Allo stesso tempo, visti i buoni segnali che il Giappone sta generando, riteniamo che **anche lo yen possa essere una buona posizione di copertura per il resto dell'anno**. Per il resto, abbiamo una visione positiva su valute come corona norvegese, dollaro neozelandese o dollaro australiano; continuiamo inoltre ad apprezzare le valute dei mercati emergenti con una buona governance macro.