**Amchor IS – Segnali di miglioramento nell’Eurozona, prospettive positive per i titoli ciclici**

A cura di **Álvaro Sanmartín, Chief Economist, Amchor IS**

I prezzi core di gennaio negli Stati Uniti sono risultati più alti del previsto, così come l'inflazione dei servizi di febbraio nell'Eurozona. Di conseguenza**, i mercati hanno ridotto significativamente il numero di tagli dei tassi previsti per quest'anno, una mossa che riteniamo molto salutare**. Mentre le curve dei rendimenti si sono spostate verso l'alto, gli asset rischiosi hanno continuato a correre, contribuendo a mantenere le condizioni finanziarie piuttosto allentate. Continuiamo a ritenere che l'attività economica globale avrà un buon andamento nel 2024 e che i prezzi sottostanti continueranno il loro percorso di graduale moderazione.

Allo stesso tempo, però, continuiamo a credere che i rischi di inflazione siano ancora sbilanciati verso l'alto e, pertanto, continuiamo a evitare il rischio di duration. Guardando alle singole aree geografiche, **ci aspettiamo una crescita negli Stati Uniti leggermente superiore al 2% e al massimo due/tre tagli dei tassi da parte della Fed. Nell'Eurozona, invece, non saremmo affatto sorpresi se l'attività rimbalzasse a partire dal primo trimestre**, in modo da raggiungere tassi di crescita superiori all'1% per l'intero anno. Riteniamo che **l'Asia emergente continuerà a mostrare segnali positivi** e che la Cina possa addirittura crescere di circa il 5% quest'anno. Anche per il Giappone prevediamo un'evoluzione favorevole, con la BoJ che potrebbe prendere ulteriori decisioni di normalizzazione della politica monetaria già dal prossimo aprile.

Segnali di miglioramento in Europa  
Le aspettative sui prezzi al consumo e alla produzione rimangono ben ancorate sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona, il che è essenziale affinché l'attuale processo di disinflazione si concluda con un costo minimo in termini di attività economica e occupazione. Grazie all'eccezionale performance degli asset rischiosi, il rialzo della curva dei rendimenti dall'inizio dell'anno non si è tradotta in un inasprimento delle condizioni finanziarie: in questo caso, nonostante il nostro scenario base per l'economia globale resti quello di un atterraggio morbido e della disinflazione, non possiamo fare a meno di pensare che i rischi sui prezzi siano ancora più al rialzo che al ribasso.

L'aumento dei tassi a lungo termine negli Stati Uniti negli ultimi due mesi si è quasi immediatamente tradotto in un sensibile calo delle richieste di mutui per l'acquisto di abitazioni. Ciò rafforza la nostra impressione che **tassi pari o superiori al 4,3% per i titoli di Stato Usa a 10 anni potrebbero essere sufficienti a tenere sotto controllo la domanda aggregata e, di conseguenza, preservare il percorso disinflazionistico che l'economia statunitense sta percorrendo da diversi mesi ormai.**

**Nonostante la persistente debolezza dei dati tedeschi, l'attività economica nell'Eurozona inizia a mostrare segni di miglioramento**: la fiducia dei consumatori è in leggera ripresa; le condizioni del credito tendono a stabilizzarsi; la disoccupazione continua a toccare nuovi minimi storici; il settore dei servizi mostra segni di ripresa. Il costo del lavoro nell'area euro sta iniziando a moderarsi, confermando che, al momento, i rischi di spirali salariali veramente dannose sono molto bassi. In ogni caso, e in vista di possibili tagli dei tassi di interesse**, è molto probabile che la Bce voglia attendere i dati salariali del primo trimestre prima di prendere qualsiasi decisione.**

**L'Asia emergente**, esclusa la Cina, continua a rafforzarsi: **sarà chiaramente la regione che crescerà più rapidamente nel 2024, e, inoltre, lo farà in un contesto di notevole stabilità macroeconomica**. Nonostante il sentiment negativo, i dati recenti della Cina sembrano andare nella giusta direzione: i consumi privati hanno raggiunto un buon livello durante i festeggiamenti per il Capodanno del Paese. Il credito sembra accelerare, mentre i PMI dei servizi si stanno muovendo moderatamente al rialzo. Allo stesso tempo, le autorità continuano a mostrare una maggiore apertura rispetto allo scorso anno a politiche di stimolo fiscale e monetario.

Dopo i dati di crescita un po' deludenti del quarto trimestre 2023, a inizio anno il Giappone è ancora sulla buona strada: disoccupazione ai minimi storici, aspettative dei prezzi in linea con gli obiettivi di inflazione della banca centrale, miglioramento della fiducia dei consumatori. Se, come crediamo, i salari sono destinati a crescere in linea con l'inflazione, allora il Giappone è sulla strada giusta. Questo non solo porterà probabilmente a una crescita economica superiore al potenziale, ma contribuirà anche a generare la fiducia necessaria affinché la Bank of Japan possa compiere ulteriori passi nella normalizzazione della sua politica monetaria già nel prossimo mese.

View di mercato  
**Titoli di Stato:** pur vedendo i tassi a lungo termine più vicini al fair value rispetto a inizio anno, rimaniamo **cauti sul rischio di duration sia in Europa che negli Stati Uniti** e **preferiamo concentrare le nostre esposizioni sulla parte breve della curva**. Per quanto riguarda il Giappone, prevediamo che il rendimento dei titoli decennali tenderà a salire sensibilmente tra 3-6 mesi.

**Azioni:** nella misura in cui ci aspettiamo una crescita nominale chiaramente positiva e un basso rischio di recessione globale, riteniamo di poter avere un'esposizione prudentemente costruttiva alle azioni. Per quanto riguarda lo stile, con le curve dei rendimenti un po' più prezzate, ci stiamo orientando verso **posizioni bilanciate tra gli stili value e growth**, mentre allo stesso tempo riteniamo che **i titoli ciclici, in un contesto di relativa forza macro, possano fare particolarmente bene nel 2024**. Dal punto di vista geografico, **preferiamo l'azionario europeo a quello statunitense**, perché riteniamo che la crescita europea possa sorprendere modestamente al rialzo quest'anno; la valutazione relativa dell'azionario europeo, inoltre, è più interessante. Ci piace anche il segmento delle piccole imprese negli Stati Uniti. Infine, sempre tenendo conto delle buone prospettive macro, riteniamo che dovremmo avere anche una certa esposizione all'azionario dell'Asia emergente, compresa la Cina.

**Credito:** continuiamo a **preferire le obbligazioni societarie perché nel nostro scenario macro i tassi di default non dovrebbero aumentare troppo**. In ogni caso, dato che gli spread non sono particolarmente elevati, continuiamo a ritenere che abbia senso **combinare l'esposizione al credito con posizioni ben selezionate in titoli di Stato emergenti in valuta locale**, perché offre ottime prospettive di rendimento, soprattutto in termini di carry, ed elevati tassi di crescita relativa, beneficiando anche di una solida governance economica, di bassi deficit pubblici e di un'inflazione ragionevolmente bassa.

**Valute:** continuiamo a detenere solo **posizioni moderate in dollari perché riteniamo che il differenziale di crescita tra Stati Uniti ed Europa si ridurrà sensibilmente nel 2024**. Allo stesso tempo, manteniamo una visione positiva su valute come la corona norvegese, il dollaro neozelandese e australiano. Continuiamo, inoltre, a preferire le valute dei Paesi emergenti con una buona governance macro, carry interessante e prospettive di crescita economica favorevoli quali Brasile, India, Messico e Indonesia.