**Amchor IS – Scenario ancora positivo per le Borse e le valute emergenti**

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

Nonostante gli alti e bassi dell'ultimo mese, **il nostro scenario per il resto dell'anno rimane invariato: espansione globale ragionevolmente solida e disinflazione graduale**. Nel caso degli Stati Uniti, il significativo movimento al rialzo della curva dei rendimenti aiuterà la crescita della domanda aggregata a moderarsi verso tassi in linea con il potenziale (2-2,5%). Questo, a sua volta, dovrebbe consentire all'inflazione di riprendere il suo percorso di progressiva moderazione. Nell'Eurozona, l'attività economica continua a sorprendere al rialzo, in un contesto in cui la Bce mantiene un approccio molto dovish. In Cina i dati confermano in generale i segnali di miglioramento, a cui si aggiungono autorità sempre più propense a introdurre gli stimoli monetari e fiscali necessari a garantire una crescita intorno al 5% per l'intero anno. In Giappone, da parte sua, riteniamo che la BoJ sia molto vicina ad iniziare a ridurre il ritmo di acquisto di titoli di Stato.

Alla luce di tutto ciò, **rimaniamo positivi sull'azionario e riteniamo inoltre che, con la Fed che ha nuovamente escluso un rialzo dei tassi nell'ultima riunione, lo scenario per le valute emergenti tenderà a essere favorevole per il resto del 2024.** Allo stesso tempo, sul fronte dei rischi, continueremo a tenere d'occhio sia l'evoluzione dell'inflazione sia la mancanza di credibilità fiscale che continuiamo a osservare in diverse grandi economie. In questo caso, e proprio perché questi “pericoli” potrebbero a un certo punto portare a significativi movimenti al rialzo dei premi a termine delle curve dei rendimenti, **continuiamo a evitare l'esposizione alle obbligazioni a lungo termine.**
USA: pochi tagli in vista da parte della Fed

Nonostante le sorprese al rialzo dell'inflazione negli ultimi tre mesi, **riteniamo che gli Stati Uniti riusciranno a riprendere nei prossimi mesi il processo di disinflazione iniziato nella seconda metà dello scorso anno**. Proprio perché le aspettative di inflazione sono ben ancorate, la probabilità di uno scenario di stagflazione negli USA è molto bassa. I progressi compiuti nel riequilibrio della domanda e dell'offerta nel mercato del lavoro statunitense sono un segnale abbastanza chiaro che l'attuale politica monetaria della Fed potrebbe essere abbastanza restrittiva da riportare l'inflazione all'obiettivo del 2%. Stando così le cose, e come ha detto lo stesso Powell alla riunione di inizio maggio, **la probabilità di ulteriori rialzi dei tassi in questo ciclo sembra piuttosto bassa.** Allo stesso tempo, è anche vero che la tenuta della domanda aggregata statunitense nell'ultimo anno e mezzo è un segno sempre più evidente che il tasso neutrale è oggi chiaramente più alto rispetto alla norma negli anni precedenti la pandemia. Pertanto, **ci aspettiamo pochi tagli dei tassi da parte della Fed sia quest'anno sia il prossimo.**

Bce: taglio dei tassi a giugno ormai scontato
**Nell'Eurozona l'attività economica continua a migliorare e crediamo che continuerà su questa strada nei prossimi trimestri, così che la crescita potrebbe essere intorno o addirittura superiore all'1% nel 2024**. I consumi privati stanno beneficiando dell'aumento dei salari reali, dei livelli molto bassi di disoccupazione e di una situazione di bilancio straordinariamente sana da parte delle famiglie europee. L'industria potrebbe essere stimolata nei prossimi trimestri dall'eventuale fine degli aggiustamenti al ribasso delle scorte; la politica fiscale sarà tutt'altro che rigida quest'anno; i tassi reali a lungo termine rimangono molto bassi. Nel frattempo, anche l'inflazione di fondo sta puntando nella giusta direzione, in un contesto in cui le aspettative di inflazione rimangono molto ben ancorate**. La Bce, dal canto suo, è molto dovish e ha praticamente garantito un taglio dei tassi a giugno, forse influenzata dalla debolezza economica mostrata dalla Germania e anche dai pessimi dati di bilancio di paesi come la Francia.** Detto questo, non escludiamo che i tassi d'interesse nella nostra regione finiscano per scendere quest'anno in misura inferiore a quella attualmente scontata dalla stessa Bce.

Cina verso la stabilizzazione

In Cina, **in un contesto di crescenti stimoli, e con un settore immobiliare che potrebbe iniziare a stabilizzarsi nella seconda metà dell'anno, riteniamo altamente probabile che nel 2024 si possa raggiungere una crescita complessiva dell'ordine del 5%**. Nell’Asia emergente ex Cina, continuiamo a prevedere una crescita media ragionevolmente elevata e un forte impegno per la stabilità macro da parte delle autorità, sia sul fronte fiscale sia su quello della politica monetaria. In America Latina, rimaniamo preoccupati per l'orientamento della politica economica in molti di questi Paesi, ma **ci aspettiamo comunque una performance economica ragionevolmente positiva (e forse con sorprese al rialzo), soprattutto in Messico e Brasile**. In Giappone i salari inizieranno a crescere nettamente al di sopra dell'inflazione, il che dovrebbe favorire i consumi privati e consentire una crescita del Pil superiore al potenziale nel resto dell'anno. Stando così le cose, **riteniamo che un passo logico per la BoJ sarebbe quello di ridurre significativamente il ritmo degli acquisti di titoli di Stato**, cosa che potrebbe anche aiutare lo yen. Non escludiamo affatto che un'eventuale decisione in questa direzione possa arrivare prima del prossimo agosto.

Market view

**Azioni**: lo scenario macro è ragionevolmente positivo e, per questo motivo, riteniamo che si possa mantenere un'esposizione azionaria costruttiva. Per quanto riguarda lo stile, in un contesto di crescita abbastanza solida, ma senza rialzi dei tassi, puntiamo su posizioni equilibrate tra value e growth e pensiamo, allo stesso tempo, che i titoli ciclici possano fare meglio di quelli difensivi nel resto del 2024. Dal punto di vista geografico, preferiamo l'azionario europeo a quello americano. In ogni caso, ci piace anche il segmento delle small cap americane, che hanno valutazioni un po' più basse. Infine, riteniamo che sia opportuna una certa esposizione alle azioni dell'Asia emergente, compresa la Cina, grazie ai segnali di miglioramento macro e alle valutazioni interessanti.

**Titoli di Stato**: nel caso della curva statunitense, continuiamo a considerare la parte lunga della curva con una certa cautela. Nel caso della curva tedesca, nonostante il rialzo di aprile, continuiamo a ritenere che gli attuali livelli dei tassi medi e lunghi siano ancora troppo bassi e non riflettano pienamente i segnali di crescita e di forza macro che stanno emergendo nell'Eurozona. Allo stesso tempo, riteniamo che non sia escluso che la delicata situazione di bilancio che caratterizza attualmente diversi Paesi dell'Eurozona possa alla fine portare a episodi di allargamento degli spread. Per quanto riguarda il Giappone, prevediamo che il rendimento dei titoli decennali tenderà a salire sensibilmente tra 3-6 mesi, forse dopo che la BoJ avrà deciso di ridurre il ritmo di acquisto dei titoli di Stato.

**Obbligazioni societarie**: continuiamo a preferire il credito perché i bilanci societari sono sani e perché, nel nostro scenario centrale di assenza di recessione, i tassi di default non dovrebbero aumentare troppo. Continuiamo a credere che sia sensato combinare l'esposizione al credito con posizioni ben selezionate in titoli di Stato emergenti in valuta locale.

**Valute**: la Bce mantiene un tono molto dovish e questo dovrebbe favorire una certa debolezza dell'euro nei prossimi mesi. All'interno dei Paesi sviluppati, manteniamo una view positiva su valute come corona norvegese, dollaro neozelandese, dollaro australiano, sterlina e corona svedese. Nel mondo emergente, continuiamo a preferire le valute dei Paesi con una buona governance macro, un carry elevato rispetto all'euro e prospettive di crescita economica favorevoli (real brasiliano, rupia indiana, peso messicano, rupia indonesiana). Per il resto, e nel caso particolare del dollaro, a 1,07 siamo solo moderatamente lunghi e più per ragioni tattiche che strategiche: vediamo il dollaro in leggera rivalutazione sui fondamentali.