**Amchor IS – Banche centrali, pochi tagli quest’anno e il prossimo**

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

Le nostre prospettive macro e di mercato rimangono “cautamente costruttive”. Negli Stati Uniti, il significativo aumento dei tassi a lungo termine dall'inizio dell'anno contribuirà a moderare la crescita della domanda aggregata a tassi più in linea con la crescita potenziale dell'economia. Per essere precisi, prevediamo tassi di espansione di circa il 2% per l'intero 2024. A sua volta, **un migliore equilibrio tra domanda e offerta, unito al fatto che le aspettative di inflazione rimangono ben ancorate, dovrebbe consentire un progressivo calo dell'inflazione di fondo nei prossimi mesi**.

Se da un lato **ci aspettiamo pochi tagli dei tassi quest'anno e il prossimo**, dall'altro **riteniamo altamente improbabile che la Fed sia costretta ad aumentare il costo del denaro** nello stesso orizzonte temporale. **Per quanto riguarda l'Eurozona, continuiamo a vedere segnali di miglioramento,** il che rafforza la nostra impressione che il nostro continente **sarà in grado di crescere un po' più dell'1% quest'anno.** A loro volta, questi tassi di crescita economica potrebbero essere perfettamente compatibili con una tendenza al ribasso dell'inflazione di fondo per il resto dell'anno.

**In Cina, le autorità stanno nuovamente aumentando gli stimoli**, rendendo ancora più probabile il raggiungimento di tassi di espansione intorno al 5% quest'anno. Per il resto, **continuiamo a prevedere una performance economica molto positiva nel resto dell'Asia emergente e un rapido miglioramento dell'attività economica in Giappone**. Negli Stati Uniti, **la curva dei rendimenti si è spostata sensibilmente verso l'alto dall'inizio dell'anno, contribuendo a moderare il ritmo di espansione della domanda aggregata a tassi intorno al 2%**, in linea con la crescita potenziale dell'economia.

Allo stesso tempo, riteniamo che il rischio di un preoccupante rallentamento dell'economia USA rimanga basso nel breve termine. I consumi privati dovrebbero continuare a essere sostenuti da salari che crescono al di sopra dell'inflazione, da un tasso di disoccupazione molto basso e dalla forte posizione di bilancio del consumatore medio statunitense. **Il miglioramento dell'equilibrio tra domanda e offerta nel mercato del lavoro, insieme alle aspettative di inflazione che rimangono ben ancorate, crea le condizioni giuste per un'ulteriore moderazione della crescita salariale nei prossimi trimestri**.

**Nell'Eurozona,** **i dati macro continuano a indicare chiaramente una direzione positiva, anche in Germania**. I fondamentali dei consumi privati rimangono molto solidi. La prevista fine dell'aggiustamento al ribasso delle scorte aiuterà il settore industriale nel corso dell'anno; la politica fiscale non diventerà restrittiva quest'anno; i tassi reali a lungo termine rimangono piuttosto bassi nonostante il recente aumento. **L'inflazione di fondo dovrebbe continuare a moderarsi nel nostro continente.** La ripresa economica che ci aspettiamo per il nostro continente nei prossimi trimestri limiterà il numero di tagli dei tassi che potrebbero verificarsi quest'anno e il prossimo.

**Rimaniamo ragionevolmente costruttivi sulla Cina macro**, ma siamo un po' cauti per la crescente vicinanza delle elezioni statunitensi e per ciò che questo può significare per il rumore geopolitico nei prossimi mesi. **L'unica cosa su cui repubblicani e democratici sembrano essere d'accordo è credere che sia elettoralmente favorevole per loro “punire” la Cina con misure protezionistiche.** Continuiamo ad apprezzare il buon mix di crescita e stabilità macro in molti Paesi asiatici emergenti.

**In Giappone, prevediamo una riaccelerazione dell'attività nel resto del 2024**, quando i consumatori inizieranno a notare che, a differenza dell'anno scorso, i loro salari crescono nettamente al di sopra dell'inflazione. Questa maggiore crescita economica, in un contesto di output gap positivo, dovrebbe contribuire a consolidare tassi di inflazione compatibili con l'obiettivo della BoJ. Stando così le cose, **continuiamo a credere che la BoJ adotterà ulteriori misure di normalizzazione della politica monetaria entro la fine dell'anno.**

**Sul fronte dei rischi, restiamo attenti sia ai rischi geopolitici sia a quelli legati agli elevati deficit pubblici e ai livelli di debito di alcuni Paesi.** Non riteniamo, però, che i conflitti in Medio Oriente o in Ucraina possano portare a un aumento serio e sostenuto dei prezzi dell'energia. La traiettoria insostenibile del debito pubblico in molti Paesi potrebbe generare episodi potenzialmente dirompenti di tensione finanziaria.

View di mercato

**Azioni**: 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 statunitense**. In ogni caso, **ci piace anche il segmento delle piccole imprese negli Stati Uniti**, che hanno valutazioni un po' più economiche in un mercato che non lo è affatto e, inoltre, potrebbero finire per beneficiare di un contesto di forza macro e di moderati tagli dei tassi. Infine, riteniamo che **dovremmo avere anche una certa esposizione all'azionario dell'Asia emergente, senza escludere la Cina**.

**Titoli di Stato**: nel caso della curva statunitense continuiamo a considerare la parte lunga della curva con una certa cautela. **Per quanto riguarda la curva tedesca**, **continuiamo a ritenere che gli attuali livelli dei tassi medi e lunghi siano ancora troppo bassi e non riflettano pienamente i segnali di ripresa macro dell’Eurozona**. Allo stesso tempo, non escludiamo che la delicata situazione di bilancio che caratterizza attualmente diversi Paesi dell'Eurozona possa a un certo punto portare a episodi di allargamento degli spread. **Per quanto riguarda il Giappone, ci aspettiamo di assistere a ulteriori spostamenti verso l'alto della curva dei rendimenti** nipponica entro la fine dell'anno.

**Obbligazioni societarie**: **preferiamo 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**. In ogni caso, dato che gli spread sono già molto compressi, **continuiamo a credere che sia sensato combinare l'esposizione al credito con posizioni ben selezionate in titoli di Stato emergenti in valuta locale** che offrono ottime prospettive di rendimento, soprattutto in termini di carry e, forse, anche grazie a possibili movimenti di apprezzamento di queste valute nei confronti dell'euro.

**Valute**: **la Bce mantiene un tono molto dovish e questo dovrebbe favorire una certa debolezza dell'euro nei prossimi mesi**. Pertanto, all'interno dei Paesi sviluppati, manteniamo una view positiva su valute come corona norvegese, dollaro neozelandese, dollaro australiano o sterlina, grazie a fattori quali: rating elevato, carry positivo rispetto all'euro, buone prospettive macro rispetto alla zona euro, banche centrali generalmente meno dovish della Bce. 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**, riteniamo che, guardando a 6-9 mesi di distanza, il dollaro presenti più rischi di ribasso che di rialzo rispetto all'euro**, in primo luogo, perché è fondamentalmente apprezzato, in secondo luogo, perché la situazione fiscale degli Stati Uniti è chiaramente peggiore di quella della media dell'eurozona; in terzo luogo, perché è sempre più chiaro che il differenziale di crescita tra Stati Uniti ed Europa si sta riducendo sensibilmente rispetto a quanto accadeva nel 2023.