**Schroders: inflazione in calo e banche centrali più dovish spingono verso uno scenario di ‘soft landing’**

A cura di **Julien Houdain, Head of Global Unconstrained Fixed Income, Schroders**

Nell'ultimo mese abbiamo alzato la probabilità di un "atterraggio morbido" al livello più alto dell'ultimo anno, favorito da notizie nettamente migliori sull'inflazione statunitense.

**Maggiore fiducia in un atterraggio morbido, si riduce il rischio di ‘no landing’**



Fonte: Schroders Global Unconstrained Fixed Income team, 17 giugno 2024.

"Un viaggio di mille miglia inizia con un solo passo"

Considerando le recenti riunioni delle banche centrali, il messaggio prevalente è che **le ragioni per allentare la politica monetaria si stanno consolidando**. Tuttavia, l'entità di questo allentamento è oggetto di dibattito e i fondamentali economici non giustificano ancora una riduzione aggressiva dei tassi.

Mentre **la Banca Centrale Europea (Bce) ha dato il via al suo ciclo di allentamento** - una mossa annunciata con largo anticipo - **il tono relativo alle prospettive sull’inflazione è stato cauto e il Consiglio direttivo è rimasto molto poco convinto sui tempi di ulteriori tagli**. La recente ostinazione dell'inflazione dei servizi dell'Eurozona, insieme al rimbalzo della crescita, creerà senza dubbio motivi di cautela per la Bce.

La riunione di giugno della Federal Reserve si è conclusa con pochi fuochi d'artificio, ma **Powell ha sottolineato la necessità di vedere ulteriori prove di disinflazione prima di impegnarsi in una riduzione dei tassi**. A sostegno di ciò è stata effettuata una revisione del "dot plot", con **il "dot mediano" che indica un solo taglio per quest'anno** (in precedenza erano tre), ma con un ulteriore taglio l'anno prossimo, portando il totale a quattro tagli per il 2025. Riteniamo che gli investitori non debbano concentrarsi troppo sul dot mediano per il 2024, dato che **la view "modale" del comitato è ancora quella di due tagli per quest'anno** (i dot di 8 membri mostrano che considerano appropriati due tagli), **cosa che i Treasury stanno ampiamente prezzando**.

Andando un po' controcorrente, **la Bank of Canada ha ridotto i tassi nella riunione di giugno** **e la dichiarazione di accompagnamento è stata più da colomba rispetto a quanto previsto sia dal mercato sia da noi**. I dati economici canadesi sono stati indubbiamente deboli rispetto a quelli statunitensi, come già riflesso nelle valutazioni di mercato.

Chi va piano va sano e va lontano?

**Cosa ci ha spinto ad aumentare ulteriormente le probabilità di un "atterraggio morbido"? L'evidenza di un graduale progresso della disinflazione**. Sebbene consideriamo tutta una serie di indicatori economici, pochi sono importanti come l'andamento dell'inflazione negli Stati Uniti. In fin dei conti, una bassa inflazione è la via maestra per un "atterraggio morbido", in quanto lascia spazio alla Fed per allentare la politica. Il rapporto CPI di maggio non ha deluso le aspettative.

Sebbene l'inflazione shelter si stia dimostrando ostinata, l'inflazione dei servizi core ex shelter (la cosiddetta misura super-core) ha mostrato un progresso significativo nel corso del mese, essendo effettivamente scesa in termini mensili. Per essere chiari, non ci aspettiamo che questo impressionante ritmo di disinflazione continui, ma ciò ha fatto sì che il tasso annualizzato a tre mesi scendesse significativamente al 4,2%. Naturalmente, **anche se questo tasso d'inflazione rimane superiore a quello che la Fed vorrebbe, la direzione di marcia è degna di nota**.

Al contrario, **l'inflazione del Regno Unito continua a distinguersi come un'eccezione**, con l'inflazione dei servizi che è scesa solo leggermente al 5,9% su base annua ad aprile. Questo dato delude la Bank of England (BoE) e **pone maggiore enfasi sui prossimi due dati sull'inflazione in uscita prima della riunione della BoE di agosto.** Gli indicatori anticipatori suggeriscono un allentamento delle pressioni sui prezzi nel Regno Unito nei prossimi mesi, anche se il processo sta richiedendo più tempo del previsto.

Infine, come accennato in precedenza, l'incapacità dell'inflazione dei servizi dell'Eurozona di scendere in modo duraturo al di sotto del 4% - a maggio al 4,1% su base annua - rimarrà un argomento a favore di un ritmo solo graduale di tagli dei tassi. **Ci aspettiamo due ulteriori tagli quest'anno dalla Bce.**

"L'esperienza della democrazia è come l'esperienza della vita stessa: sempre in cambiamento"

Dato che il 2024 sarà un anno record per il numero di cittadini che si recheranno alle urne, c’è sempre stata la possibilità di una certa instabilità politica. Tuttavia, niente avrebbe preparato gli investitori a un tale numero di sorprese in un periodo così breve.

Sul fronte dei mercati emergenti, **Sudafrica, India e Messico hanno riservato delle sorprese per quanto riguarda il margine di vittoria, o la sua mancanza**. In alcuni casi, questi avvenimenti hanno turbato i mercati in un contesto tipicamente costruttivo per i cosiddetti "carry trade", ossia una crescita relativamente solida e prospettive positive per la Fed.

Nei mercati sviluppati, **le elezioni parlamentari europee hanno visto il centrosinistra mantenere la maggioranza, ma i partiti di estrema destra**, come il National Rally (RN) in Francia e l'AfD in Germania, **hanno registrato notevoli guadagni**. Questo ha spinto il presidente francese Macron a indire elezioni lampo, provocando un periodo di instabilità sui mercati europei. Con i sondaggi che favoriscono il National Rally al primo turno, non possiamo escludere la probabilità di un cambiamento significativo nel panorama politico francese.

**Già quest'anno la Francia è stata messa in discussione dal mercato per la mancanza di consolidamento fiscale post-Covid, soprattutto rispetto a Spagna e Italia**. Ciò è stato ulteriormente dimostrato dal declassamento del debito francese da parte di S&P ad AA- a maggio. Tuttavia, data la storica preferenza di RN per la spesa fiscale e la sua posizione scettica nei confronti dell'euro, è probabile che nel breve termine si verifichi un'ulteriore fase di volatilità sul mercato, anche se l'obiettivo estremo della "Frexit" sembra essere fuori discussione. Le Pen potrebbe anche puntare alla presidenza del 2027, il che potrebbe mitigare in qualche modo le sue idee politiche.

Le implicazioni per gli investimenti obbligazionari

Data l’alta probabilità attribuita allo scenario di "atterraggio morbido", **riteniamo difficile che i mercati obbligazionari globali possano registrare un rally strutturale**, dato che i mercati stanno già adeguatamente prezzando questo risultato. Detto questo, se dovessimo assistere a un ritracciamento del rally dell'ultimo mese, favoriremmo la duration (o rischio di tasso d'interesse). Sebbene negli ultimi mesi abbiamo moderato il nostro entusiasmo per gli steepeners della curva, **riteniamo che sia ancora utile posizionarsi per curve più ripide su base tattica**.

Da un punto di vista di cross-market, **manteniamo la nostra preferenza per i Gilt britannici**, dove l'allentamento del mercato del lavoro e le aspettative sull'inflazione sono incoraggianti. Al momento, **non abbiamo una forte preferenza per i Treasury Usa o per i Bund tedeschi**, **ma siamo diventati più costruttivi sulla duration canadese**, visto l'atteggiamento più favorevole della banca centrale e i deboli dati macro. Tuttavia, siamo consapevoli che le valutazioni si trovano attualmente all'estremo dello spettro.

Per quanto riguarda il credito societario, **continuiamo a preferire il credito europeo rispetto a quello statunitense, sia Investment Grade sia High Yield**, viste le valutazioni. Tuttavia, manteniamo la nostra preferenza per i bond in euro Investment Grade rispetto a quelli High Yield, soprattutto per motivi di valutazione.