



# “L’America prende tutto” - fino a quando?

6 gennaio 2025

Gentili Clienti, gentili Partner,

Mentre l'economia e il mercato azionario degli Stati Uniti stanno trionfando, il presidente americano Donald Trump promette di fare altrettanto. La sua politica “pro-business” in patria (riduzione delle tasse, deregolamentazione) e la sua politica commerciale aggressiva all'estero stanno portando il consenso a prevedere un nuovo shock asimmetrico favorevole agli Stati Uniti e sfavorevole al resto del mondo. Quali fattori potrebbero sconvolgere questo scenario?

## Wall Street sta levitando pericolosamente?

La valutazione dei titoli azionari statunitensi appare sempre più tirata. Escludendo l'anno Covid, è ai massimi dal 2001 in termini di P/E prospettico (21,7 al 31 dicembre 2024), anche se i tassi di interesse reali a lungo termine sono ai massimi da oltre quindici anni. Il premio di rischio delle azioni rispetto ai titoli di Stato è quindi sceso a poco più del 2% oggi, la metà della sua media storica. Tuttavia, questo premio è ancora superiore al punto di minimo raggiunto nel 1999/2000, quando era sceso sotto l'1%.

L'aumento della valutazione di Wall Street oggi ha due componenti distinte. La prima deriva dal peso crescente (33% dell'S&P 500 oggi, il massimo storico) di una piccola dozzina di giganti globali ultra-profittevoli e quindi costosi (Nvidia, Apple, Microsoft, ecc.). L'iper-crescita dei loro profitti - più di tre volte quella del resto dell'S&P 500 dall'inizio del decennio - è destinata a scemare un giorno, ma il boom dell'intelligenza artificiale non sembra destinato a provocare un atterraggio immediato.

La seconda componente riguarda l'intero mercato azionario. Questa può essere stimata utilizzando il P/E dell'S&P 500 a parità di peso, che, con circa 17 contro una media di 16 negli ultimi dieci anni, è certamente elevato ma non depone a favore di una diagnosi di bolla. Resta il fatto che il P/E a parità di peso di Wall Street è diventato più caro del 35% rispetto a quello del resto del mondo, un record (grafico 1). In termini relativi, il tema “America takes all” sembra essere sempre più integrato nei prezzi di mercato.

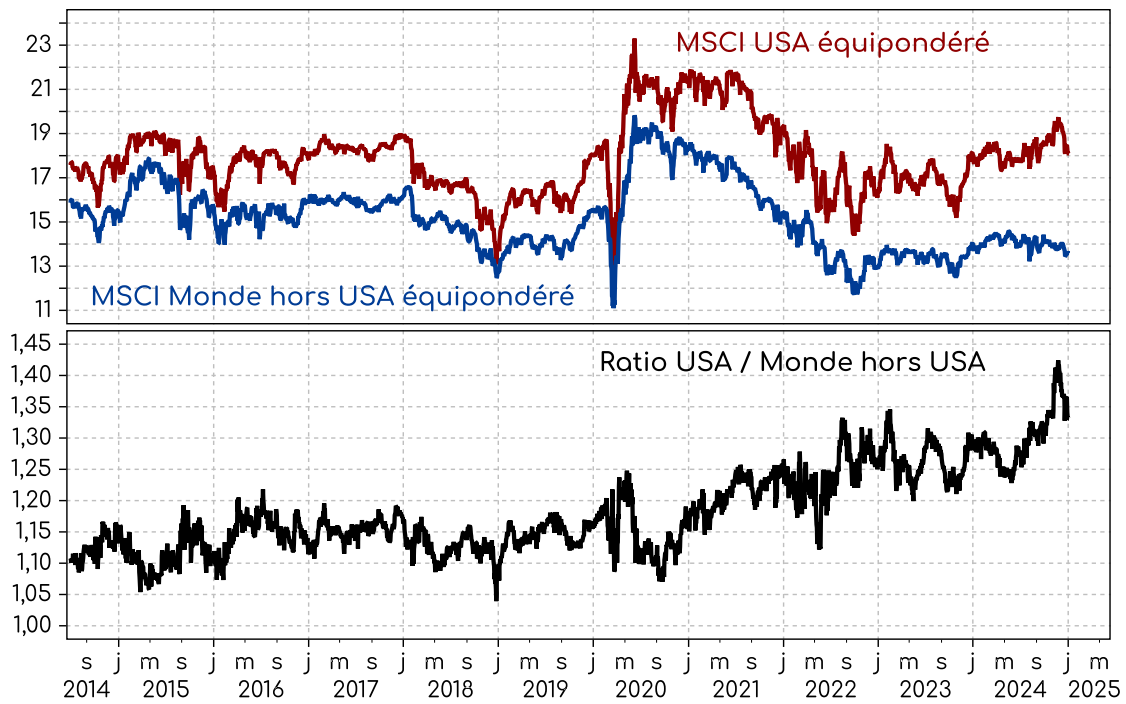


**l'espressionismo americano si riflette già bene nei prezzi**

P/E degli indici MSCI USA e World ex-US ponderati per le azioni

**L'exceptionnalisme américain déjà bien intégré dans les prix**

PER des indices équi pondérés MSCI USA et Monde hors USA



Dorval Asset Management - 03/01/2025 - Source : Macrobond

MSCI USA Equal Weighted/MSCI World ex USA Equal Weighted / Rapporto USA / Mondo ex USA

**Il mix crescita-tassi d'interesse negli Stati Uniti in discussione**

Lo scenario "Goldilocks" di un'economia statunitense né troppo calda né troppo fredda si sta delineando davanti ai nostri occhi dal 2023. La maturità del processo di disinflazione e l'arrivo di Donald Trump stanno mettendo in discussione la continuità di questo scenario. Le sue politiche - di cui non si conoscono ancora gli esatti contorni e l'agenda - potrebbero rivelarsi poco adatte all'attuale fase del ciclo. Insieme a un netto rallentamento dell'immigrazione e a forti aumenti dei dazi doganali, i tagli alle tasse potrebbero riaccendere il tema del surriscaldamento e arrestare, o addirittura invertire, la tendenza al ribasso dei tassi di interesse a breve termine (grafico 2). Data la sensibilità del ciclo finanziario globale alla dinamica dei tassi di interesse e della valuta statunitense, ciò non sarebbe di buon auspicio.

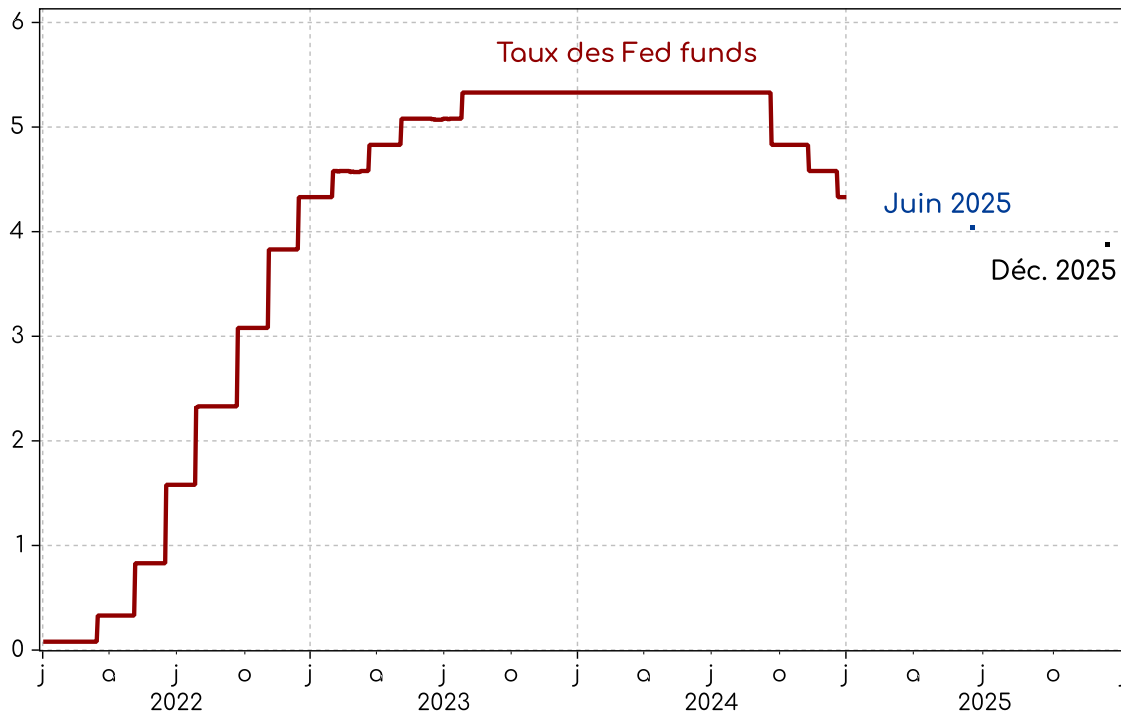


## La FED deve continuare a tagliare i tassi?

Tassi della FED e aspettative del mercato per il 2025

## La Fed doit-elle continuer à baisser ses taux ?

Taux Fed et taux anticipés par les marchés pour 2025



Dorval Asset Management - 03/01/2025 - Source : Macrobond

### Tasso dei Fed Funds

Questo scenario di rischio è già in parte prezzato, con i mercati che prevedono che la Fed non sarà in grado di tagliare i tassi al di sotto del 4% nel 2025, rispetto all'attuale 4,25-4,50%. Per quanto riguarda i tassi reali a lungo termine, sono già tornati al livello precedente la crisi del 2008, superiore al 2%. Infine, il mercato del lavoro è rallentato in modo significativo nel 2024, il che riduce il rischio di un rapido ritorno allo scenario di surriscaldamento. Tuttavia, non c'è dubbio che i dati sull'inflazione statunitense saranno tenuti sotto stretta osservazione dagli investitori.

### Al di fuori degli Stati Uniti si stanno organizzando contromisure

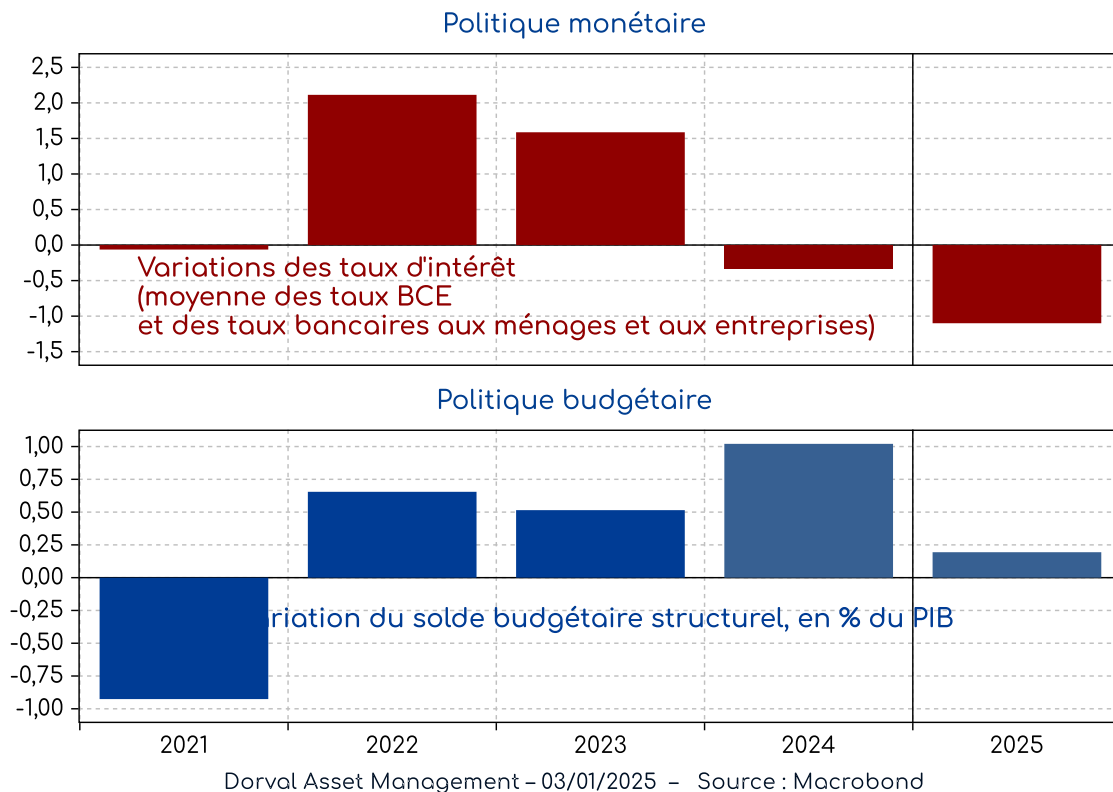
La politica di Donald Trump di utilizzare i dazi per creare incertezza rappresenta un rischio negativo per le previsioni economiche globali. Tuttavia, questi timori stanno spingendo la Cina e l'Europa verso una politica economica più favorevole alla crescita interna. La Cina, appesantita dalla crisi immobiliare ma sostenuta dalle esportazioni, ha un piano di stimolo dal settembre 2024, che si appresta a intensificare per dare credibilità al suo obiettivo di crescita di circa il 5% entro il 2025, qualunque cosa accada.



L'Europa, indebolita economicamente e politicamente ma ormai (quasi) libera dal problema dell'inflazione, si sta orientando verso una politica monetaria più accomodante e una politica fiscale meno restrittiva (grafico 3). Questo dovrà essere il caso, poiché i previsori, sulla base del precedente stabilito nel 2018 e 2019, stimano che la guerra commerciale potrebbe costare all'eurozona tra lo 0,3% e lo 0,7% del PIL entro l'inizio del 2026 - anche se molto dipenderà dall'andamento e dal livello delle future tensioni commerciali.

Un mix di politiche europee più favorevole nel 2025

Un "policy mix" européen plus favorable en 2025



Politica monetaria / variazioni dei tassi di interesse (media dei tassi della BCE e dei tassi bancari per famiglie e imprese) / Politica di bilancio / Variazione del saldo di bilancio strutturale, in % del PIL

A breve termine, dovremo tenere d'occhio anche la dinamica dell'occupazione, che si sta pericolosamente indebolendo in Germania e in Francia, ma non nel resto dell'Eurozona. Tuttavia, il rilancio del canale del credito da parte della BCE, l'aumento del potere d'acquisto e il previsto calo del tasso di risparmio delle famiglie, attualmente molto elevato, sosterranno la crescita. Non bisogna nemmeno dimenticare che il piano di investimenti deciso al tempo della Covid continua a produrre effetti positivi nei Paesi dell'Europa meridionale e orientale. Infine, un cessate il fuoco in Ucraina, ancora molto ipotetico, potrebbe allentare la pressione.

Rotazione tematica senza precedenti in Europa



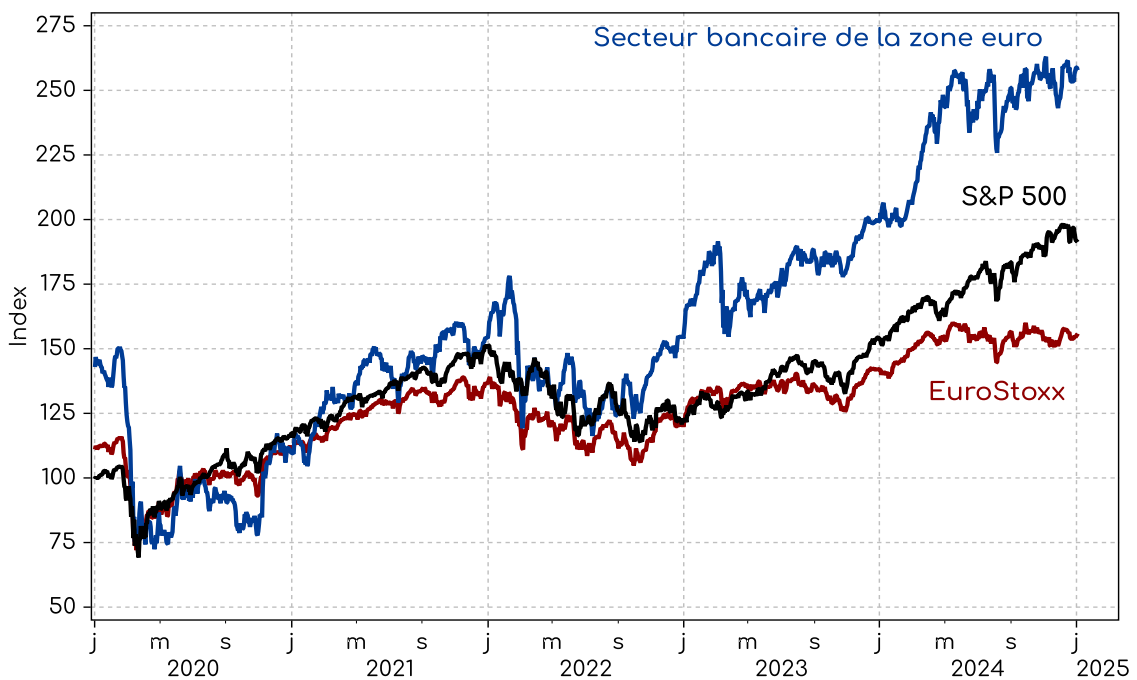
Sui mercati azionari, l'impressione di vulnerabilità dell'Europa è stata rafforzata da interrogativi strutturali su alcuni dei settori di punta, come i beni di lusso francesi e le automobili tedesche. Ma il settore finanziario, che aveva penalizzato i mercati azionari europei dal 2006 al 2020, continua la sua rinascita borsistica (grafico 4) grazie a un tritico redditività-solvibilità-valutazione che, secondo Dorval AM, rimane molto favorevole. Si tratta di un punto cruciale, poiché il settore rappresenta oltre il 20% della capitalizzazione della zona euro.

## La rinascita in borsa delle banche europee

Performance netta, compresi i dividendi - Base 100 nel 2000

### La renaissance boursière des banques européennes

Performances nettes, dividendes inclus - base 100 en 2000



Dorval Asset Management - 03/01/2025 - Source : Macrobond

### Settore bancario dell'Eurozona

Le small cap, fortemente scontate con un P/E medio inferiore a 11, rappresentano ancora un'opzione molto conveniente se l'economia interna europea, in particolare l'industria, non subirà il destino previsto dai catastofisti. La disinflazione, il calo dei tassi d'interesse e l'elevato risparmio potrebbero creare opportunità nei consumi e nell'immobiliare.

I fondi global macro di Dorval AM sono ben investiti in azioni su temi diversificati



Nelle sue strategie internazionali, Dorval AM rimane investita in un paniere di base che riflette la ripartizione regionale e settoriale dell'MSCI World, con una ponderazione uguale. Questa equa ponderazione offre una diversificazione soddisfacente, con gli Stati Uniti al 45% invece del 75% dell'MSCI World tradizionale. Oltre a questo paniere principale, investiamo in panieri di azioni con pesi uguali nei seguenti temi: nuovi investimenti societari (compresa l'intelligenza artificiale), titoli finanziari europei e giapponesi e titoli di crescita difensivi con caratteristiche "anti-fragili". Questi panieri sono integrati da un paniere di titoli che hanno maggiori probabilità di rimbalzare da una ripresa industriale nel 2025. In questi fondi, la parte non investita in azioni rimane investita in strumenti del mercato monetario, poiché non riteniamo ancora sufficientemente interessanti i mercati dei titoli di Stato. Tuttavia, nel corso dell'anno potrebbero emergere opportunità in questo segmento.

I fondi flessibili europei, dal canto loro, privilegiano i grandi titoli dell'EuroStoxx 50, che beneficiano del dinamismo della crescita globale, che dovrebbe raggiungere o superare nuovamente il 3% nel 2025. Rimaniamo sovrappesati nei titoli finanziari (banche e assicurazioni) e investiamo in un paniere di titoli minori che potrebbero beneficiare di un miglioramento del contesto monetario ed economico in Europa.

I nostri tassi di esposizione:

- Dorval Convictions: Esposizione azionaria netta del 65%, di cui paniere centrale Euro Stoxx 50 ISR 60%, paniere finanziario 6,5%, paniere small cap 6%. Coperture in futures sull'Euro Stoxx 50.

Dorval Asset Management

Società anonima con capitale di 493,876 euro

Registro delle imprese di Parigi

B 391392768 - APE 6630 Z - Autorizzazione AMF n. GP 93-08

111 boulevard Pereire, 75017 Paris – Tel.: +33 1 44 69 90 44 – Fax: +33 1 42 94 18 37

[www.dorval-am.com](http://www.dorval-am.com)

## Note legali

Il presente documento a carattere promozionale è rivolto a clienti professionali e non professionali ai sensi della MIFID. Può essere utilizzato esclusivamente per lo scopo previsto e non può essere riprodotto, diffuso o comunicato, in tutto o in parte, a terzi senza la preventiva autorizzazione scritta di Dorval Asset Management. Nessuna informazione contenuta nel presente documento deve essere interpretata come avente un qualsivoglia valore contrattuale. Il presente



documento è prodotto a titolo puramente indicativo. Costituisce una presentazione concepita e realizzata da Dorval Asset Management sulla base di fonti che reputa attendibili. Dorval Asset Management si riserva la facoltà di modificare, in ogni momento e senza preavviso, le informazioni illustrate nel presente documento, in particolare quelle relative alla descrizione dei processi di gestione. Tali informazioni non costituiscono in nessun caso un impegno da parte di Dorval Asset Management. Dorval Asset Management non potrà essere ritenuta responsabile di eventuali decisioni adottate o meno in base al contenuto del presente documento né dell'utilizzo che di questo potrà essere fatto da terzi. L'OICVM è autorizzato alla distribuzione in Francia ed eventualmente in altri Paesi dove la legge lo consente. Prima di procedere a un investimento, è opportuno verificare se l'investitore è legalmente autorizzato a sottoscrivere quote di un OICVM. Le caratteristiche, le commissioni e il profilo di rischio e di rendimento associati all'investimento in un OICVM sono illustrati nel documento contenente le informazioni chiave (KID) di quest'ultimo. Il KID e i documenti periodici sono disponibili gratuitamente su richiesta presso Dorval Asset Management. L'investitore deve prendere visione del KID fornito prima di procedere alla sottoscrizione. La definizione degli indicatori di rischio menzionati nel presente documento è disponibile sul sito Internet: [www.dorval-am.com](http://www.dorval-am.com).