



Dobbiamo temere l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine?

13 gennaio 2025

Gentili Clienti, gentili Partner,

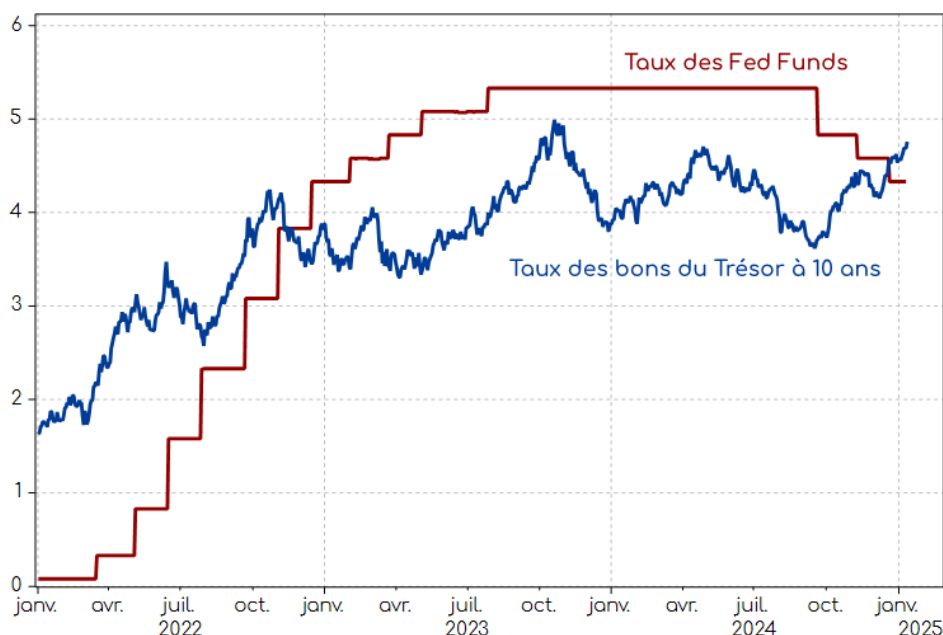
L'aumento dei tassi di interesse a lungo termine è il normale prezzo da pagare per l'ottimismo economico degli Stati Uniti. Il rischio per le azioni non deriva tanto dall'attuale livello dei tassi a lungo termine quanto dalle incertezze della politica economica statunitense.

Il nervosismo del mercato obbligazionario statunitense è comprensibile. Anche se i tassi a lungo termine (4,75%) sono saliti al di sopra dei tassi del mercato monetario (4,3%) per la prima volta da oltre due anni (grafico 1), la differenza non è ancora sufficiente a confortare gli investitori - la media storica del differenziale è dell'1,2%. Inoltre, i tassi monetari in dollari potrebbero avere difficoltà a scendere ulteriormente nei prossimi mesi. In primo luogo, perché i piani economici di Donald Trump stanno inducendo la Federal Reserve statunitense ad adottare un atteggiamento attendista. In secondo luogo, perché gli ultimi dati sull'occupazione (+256.000 nuovi posti di lavoro netti creati a dicembre) dimostrano che l'economia statunitense non ha bisogno di un taglio dei tassi d'interesse in questo momento.



Fine dell'inversione della curva dei rendimenti USA

Fin de l'inversion de la courbe des taux américaine



Dorval Asset Management - 10/01/2025 - Source: Macrobond

Tassi dei FedFund / Tassi dei buoni del Tesoro a 10 anni

Al di là del recente nervosismo del mercato, il dibattito fondamentale riguarda il livello di equilibrio dei tassi di interesse reali a lungo termine. Dopo aver mantenuto una traiettoria abbastanza vicina a quella della crescita economica potenziale durante gli anni 2000, i tassi reali sono precipitati ben al di sotto di questo parametro negli anni 2010, dopo la crisi finanziaria. Si è parlato di “stagnazione secolare”, una situazione in cui i tassi di interesse reali dovevano rimanere molto bassi per sostenere la crescita economica e ridurre la disoccupazione. Dal 2022, i tassi di interesse reali e la crescita potenziale si sono invertiti, interamente negli Stati Uniti e parzialmente nell'Eurozona (grafico 2). Non è ancora certo, ma è sempre più probabile che il basso livello di disoccupazione e l'alto livello di deficit pubblico siano compatibili con tassi reali sostenibilmente più alti rispetto al decennio precedente. Dovremo semplicemente abituarci.

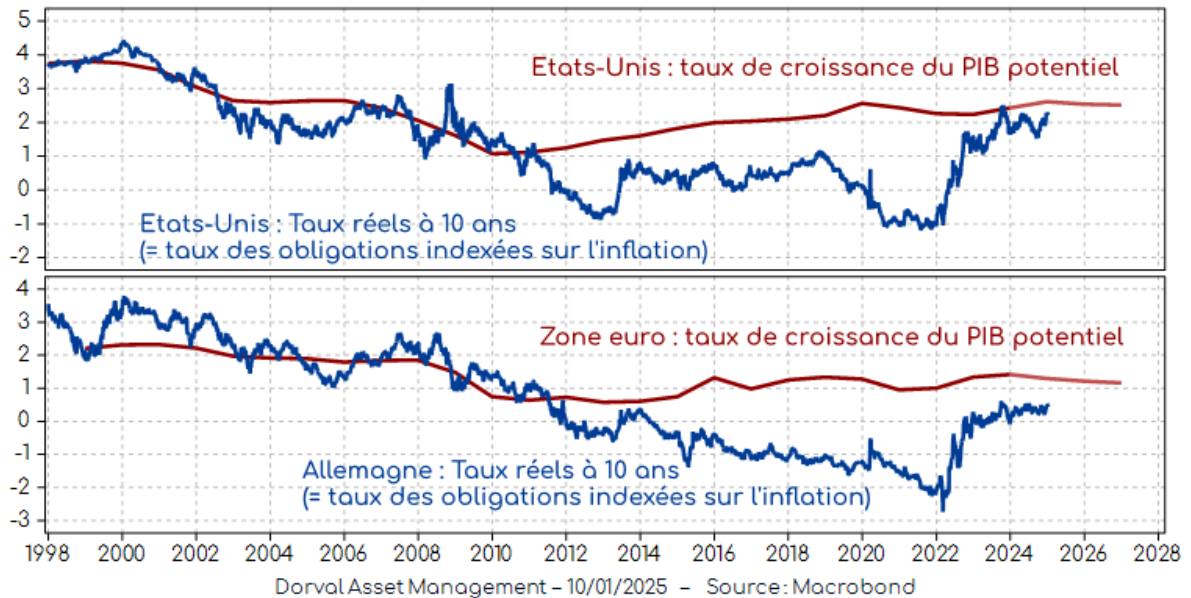


I tassi reali a lungo termine sono vicini alla crescita economica potenziale dal 2022

PIL potenziale calcolato dalla Commissione europea

Les taux longs réels se sont rapprochés de la croissance économique potentielle depuis 2022

PIB potentiels calculés par la Commission Européenne



Stati Uniti: tasso di crescita del PIL potenziale / Stati Uniti: Tassi reali a 10 anni (= tassi obbligazionari indicizzati all'inflazione)

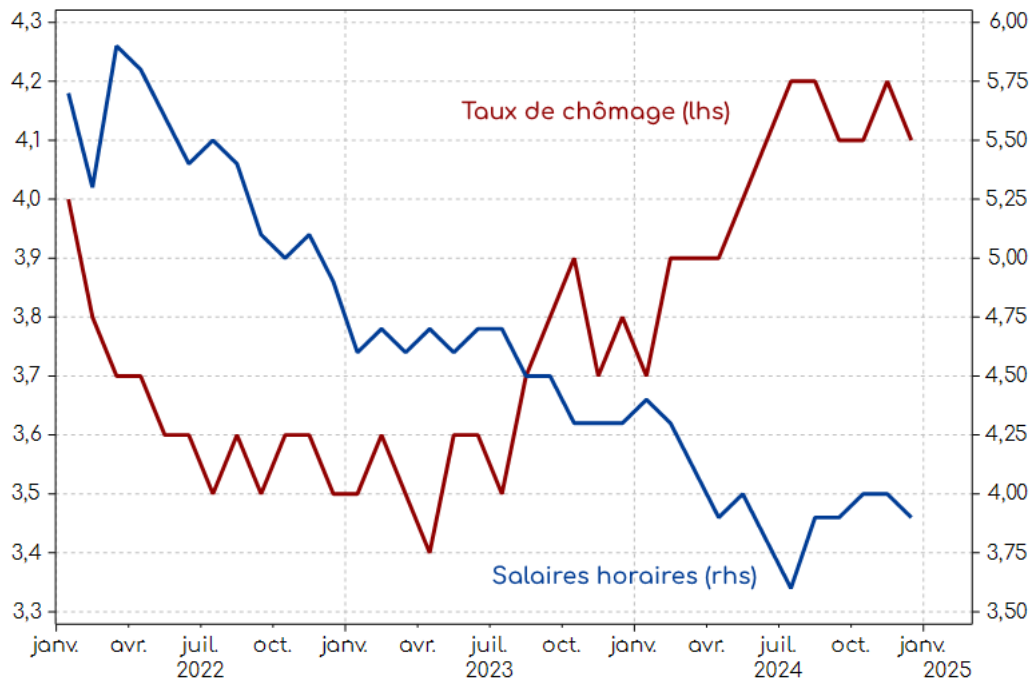
Eurozona: tasso di crescita del PIL potenziale / Germania: Stati Uniti: Tassi reali a 10 anni (= tassi obbligazionari indicizzati all'inflazione)

È improbabile che un aumento dei tassi di interesse reali a lungo termine negli Stati Uniti, anche se vicino alla crescita potenziale, provochi un brusco calo dei mercati azionari, a condizione che le pressioni inflazionistiche rimangano contenute. L'ultimo rapporto sull'occupazione mostra che le pressioni salariali sono rimaste basse a dicembre, con un +3,9% per le retribuzioni orarie (grafico 3). Lo scenario "Goldilocks" di un'economia né troppo calda né troppo fredda sembra quindi ancora valido. Tuttavia, questo scenario sarà messo alla prova dagli annunci che Donald Trump farà all'inizio del suo mandato. I rischi sono noti: una politica che combina il sostegno alla domanda attraverso tagli fiscali, un forte aumento dei dazi doganali e una marcata riduzione dell'immigrazione rischia di compromettere la qualità della crescita statunitense rendendola potenzialmente più inflazionistica. Il Presidente Trump entrerà in carica il 20 gennaio.



Mercato del lavoro statunitense né troppo caldo né troppo freddo

Le marché du travail américain ni trop chaud ni trop froid



Dorval Asset Management - 10/01/2025 - Source: Macrobond

Tasso di disoccupazione (sinistra) / Salari orari (destra)

L'altra potenziale insidia riguarda la valutazione relativa di azioni e obbligazioni, ovvero il premio per il rischio. C'è il rischio che l'attuale livello dei tassi di interesse a lungo termine porti a una riallocazione degli asset a favore dei titoli di Stato? Per lo S&P 500, l'attuale premio al rischio (cioè l'inverso del P/E dell'indice meno i tassi reali a lungo termine) è di poco superiore al 2%. Si tratta di un valore superiore a quello del 1998/2000, ma comunque inferiore alla metà della media storica. Tuttavia, questo risultato deve essere messo in prospettiva da un effetto di composizione ormai ben compreso dagli investitori. Escludendo i "magnifici 7" (Nvidia, Apple, ecc., cioè il 35% dell'S&P 500), il cui destino ha poco a che fare con i tassi d'interesse, il P/E di Wall Street sta diventando più normale. Misurato in base all'S&P 500 equamente ponderato, otteniamo un premio al rischio del 3,5%, che sembra ragionevole.



Calo del premio di rischio azionario negli Stati Uniti: una prospettiva da considerare

Inverso dei rapporti P/E a termine meno i rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione

Baisse de la prime de risque des actions aux Etats-Unis : un constat à relativiser

Inverse des PER prospectifs moins taux des obligations indexées sur l'inflation



Premio di rischio azionario S&P 500 equamente ponderato / Media dal 1980 / Premio di rischio azionario S&P 500

Nonostante le preoccupazioni per la rapidità degli adeguamenti dei tassi d'interesse a lungo termine, manteniamo la nostra esposizione al mercato azionario e i nostri temi d'investimento invariati. Tuttavia, abbiamo messo in atto un sistema di coperture opzionali che ci consentirà di proteggere parzialmente i portafogli in caso di aumento della volatilità nelle prossime settimane, a causa delle incertezze legate alla politica economica statunitense.

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

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.