



La curva dei tassi tedeschi è troppo invertita?

16 dicembre 2024

Gentili Clienti, gentili Partner,

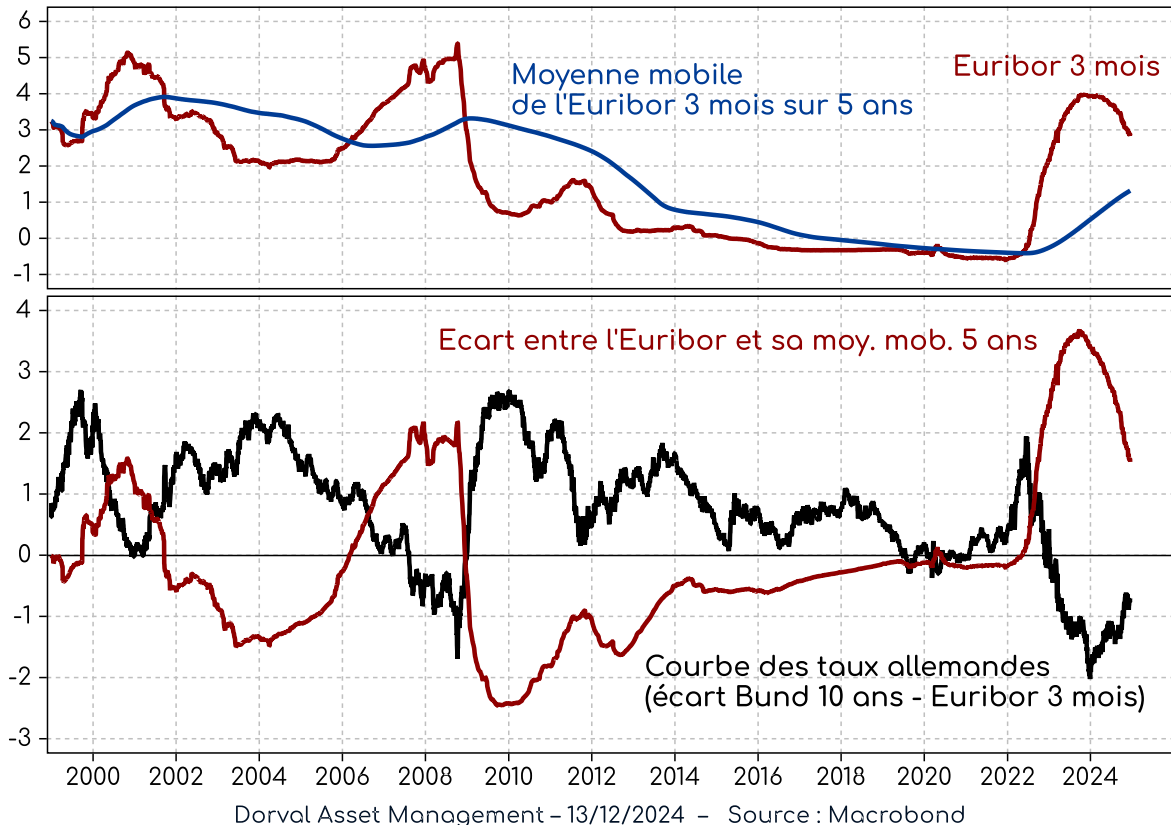
Mentre la BCE conferma la sua politica di ribasso dei tassi di interesse a breve termine, i tassi tedeschi a lungo termine faticano a tenere il passo. I fattori che normalmente influiscono sulla curva dei tassi tedeschi suggeriscono infatti che probabilmente la curva è troppo invertita, motivo per cui l'attrattiva dei Bund come copertura di un portafoglio azionario diminuisce.

Nonostante le quattro riduzioni dei tassi operate dalla BCE a partire da giugno 2024, la curva dei tassi di riferimento dell'area euro resta decisamente invertita: i tassi tedeschi a 10 anni si attestano al 2,2%, cioè ancora 65 punti base sotto l'Euribor a 3 mesi. A prima vista, questa situazione di inversione potrebbe sembrare logica perché i tassi a lungo termine sono una rappresentazione approssimativa del livello medio dei tassi a breve termine scontati. Dato che si attestano a poco meno del 3%, i tassi a breve superano il livello ritenuto "normale" dalla maggior parte degli osservatori (che si colloca tra l'1,5% e il 2,5% a seconda delle fonti). Utilizzando un modello che confronta il livello dei tassi a breve con la loro media negli ultimi 5 anni si ottiene un risultato analogo: l'Euribor a 3 mesi al 2,85% supera la sua media mobile dell'1,3%, un dato che potrebbe spiegare l'inversione della curva (grafico 1).



Dinamica dei tassi a breve e curva dei tassi dell'area euro

Dynamique des taux courts et courbe des taux en zone euro



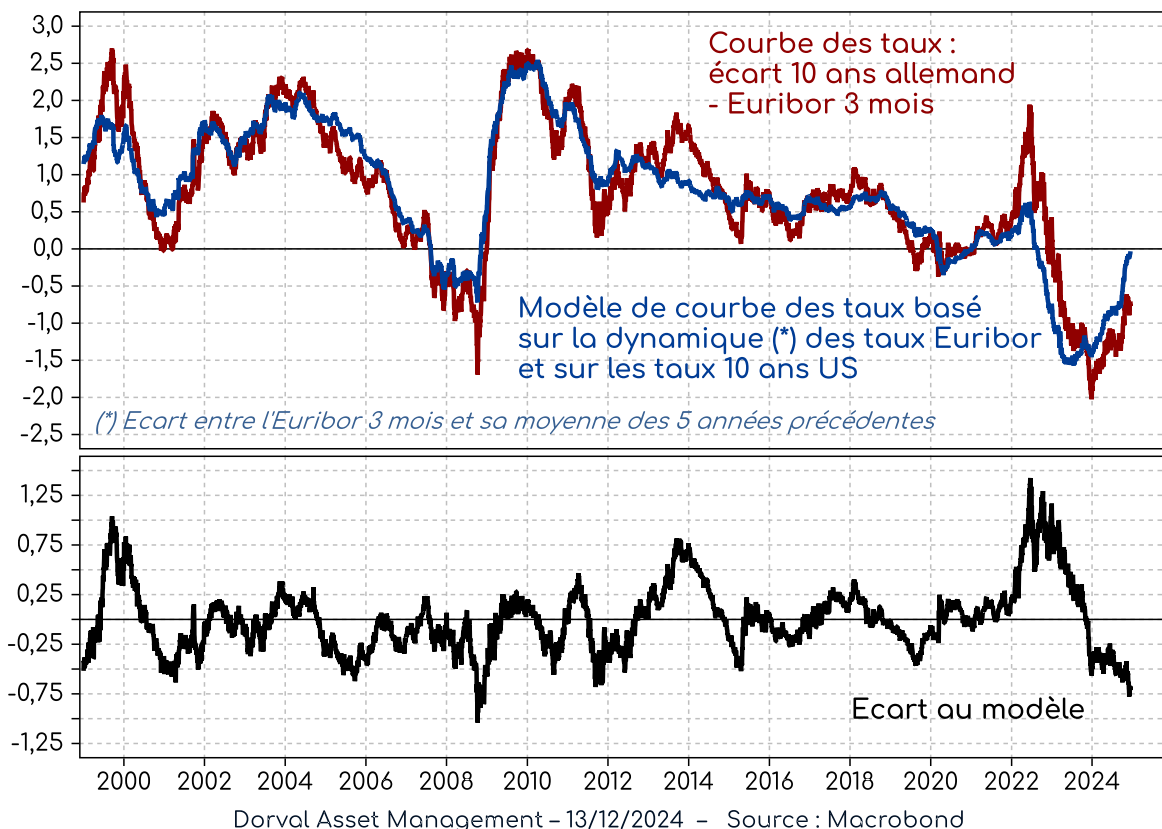
Media mobile dell'Euribor a 3 mesi su 5 anni/Euribor a 3 mesi/Differenza tra l'Euribor e la sua media mobile a 5 anni/ Curva dei tassi tedeschi (diff. Bund a 10 anni – Euribor a 3 mesi)

Seguendo unicamente questa logica, la curva dei tassi tedeschi tornerebbe alla "normalità" in presenza di tassi a lungo termine più alti dei tassi a breve solo se questi ultimi divenissero inferiori ai tassi a breve considerati normali dal mercato. L'analisi è tuttavia insufficiente, poiché bisogna tenere conto di altri fattori. Nel lungo periodo si osserva generalmente un premio a termine che implica che i tassi a lungo termine sono per la maggior parte del tempo più alti dei tassi a breve, anche quando questi ultimi sono lievemente sopra la norma. Tale premio oggi sembra essere scomparso. Inoltre, i tassi europei a lungo termine subiscono anche l'influenza dei tassi USA a lungo termine. Se aggiungiamo i tassi USA come variabile in un modello di regressione lineare, ne deriva che la curva dei tassi tedeschi dovrebbe essere piatta e il rendimento dei Bund dovrebbe attestarsi al 2,85% (grafico 2). Il modello indica inoltre che la differenza tra la curva dei tassi attuale e la curva dei tassi teorica è la più ampia di sempre per quanto riguarda l'area euro, fatta eccezione per la fine dell'anno 2008, quando il livello dei tassi monetari era turbato dalla crisi bancaria.



La curva dei tassi tedeschi è troppo invertita?

La courbe des taux allemande est-elle trop inversée ?



Curva dei tassi: differenza fra tassi tedeschi a 10 anni ed Euribor a 3 mesi / Modello di curva dei tassi basato sulla dinamica (*) dei tassi Euribor e sui tassi USA a 10 anni / Scostamento dal modello

(*) Differenza tra l'Euribor a 3 mesi e la sua media nei 5 anni precedenti

È quindi difficile spiegare il livello così basso dei tassi tedeschi a lungo termine utilizzando le variabili tradizionali: livello dei tassi a breve, logica delle previsioni, premi a termine e livello dei tassi USA a lungo termine. Probabilmente qui entrano in gioco altri elementi propri dell'area euro, tra cui lo status di bene rifugio delle obbligazioni tedesche, rafforzato ultimamente dalla crisi politica e fiscale in Francia. I timori di una recessione in Europa spiegano certamente anche perché gli investitori pagano così tanto per le obbligazioni tedesche. Secondo noi, se la crescita in Europa tiene e i tassi USA a lungo termine non scendono più, i tassi tedeschi hanno invece un margine di rialzo anziché un margine di ribasso, dato che attualmente si attestano al 2,2%. Questa asimmetria toglie ai Bund buona parte della loro attrattiva in termini di copertura contro un'eventuale flessione del mercato azionario provocata da un'ipotetica recessione in Europa. Per il momento continuiamo quindi a preferire gli investimenti in ambito monetario alle obbligazioni considerate "bene rifugio" nel paniere "no risk" delle nostre allocazioni, come del resto facciamo dalla fine del 2021.



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 7%. 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.