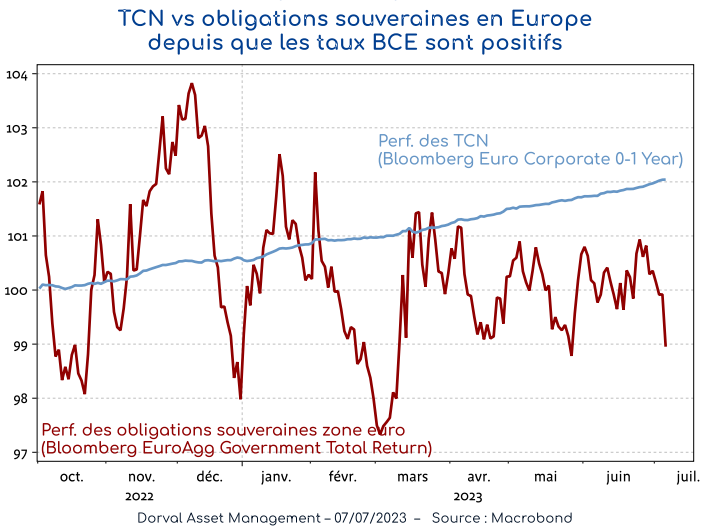
Il ritorno dei tassi reali: pacchia, minaccia o "nuova normalità"?

10 luglio 2023

Gentili Clienti, gentili Partner,

Gli investitori, tutti concentrati sui rischi di recessione, non avevano tenuto conto di uno dei principali inconvenienti della resilienza economica: la risalita dei tassi reali. Tassi che però non sono abbastanza alti da favorire le obbligazioni rispetto agli strumenti monetari e alle azioni.
I recenti indicatori economici confermano una marcata divergenza a livello di regioni e settori e soprattutto la forte resilienza dell'economia USA. In giugno l'area dei servizi, il principale motore del mercato del lavoro, è rimasta dinamica (53,9 in base al sondaggio ISM per il settore dei servizi, contro il 50,3 di maggio). Le statistiche sull'occupazione dipingono in media un quadro ancora robusto e una crescita salariale consistente ma orientata alla moderazione. L'inflazione continua a rallentare, l'inflazione sottostante negli USA si colloca ormai attorno al 3,5% secondo il modello multivariato della Fed di New York. Le pressioni inflazionistiche continuano a diminuire anche in Europa.
Come abbiamo sottolineato più volte, questo contesto è molto più favorevole agli investimenti sul mercato monetario che a quelli nelle obbligazioni sovrane (grafico 1). A fronte della resilienza economica e nonostante la disinflazione, i rendimenti dei titoli di stato sono risaliti: si attestano al 4% negli Stati Uniti e al 2,6% in Germania, i livelli più alti in diversi mesi. I mercati obbligazionari sono vulnerabili perché scontano ormai da parecchio tempo il ritorno dell'inflazione al 2% e perché i tassi reali non sono sufficientemente interessanti. Anche dopo il recente rialzo, i tassi reali delle obbligazioni tedesche a lunga scadenza non superano lo 0,25%.

TCN vs. obbligazioni sovrane europee da quando i tassi della BCE sono positivi



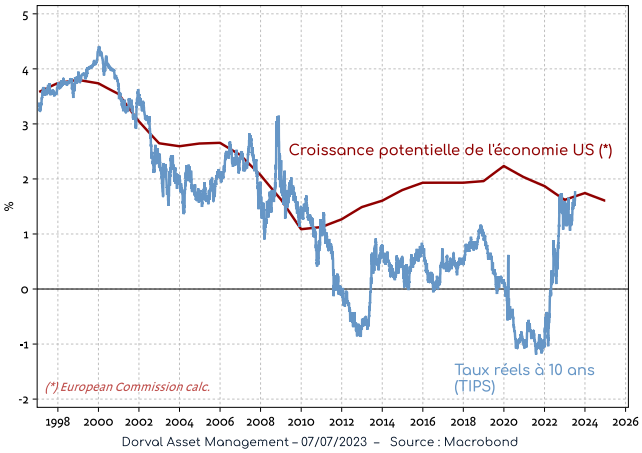
Dorval Asset Management – 07/07/2023 – Source : Macrobond

- *Performance dei TCN (Bloomberg Euro Corporate 0-1 Year) / Performance delle obbligazioni sovrane dell'area euro (Bloomberg Euro Agg Government Total Return)*

Negli Stati Uniti i tassi reali sono più elevati, si attestano infatti all'1,8%, il livello più alto dal 2008. Ma sono davvero interessanti? La risposta è affermativa in caso di recessione imminente, negativa se l'economia viaggia a velocità di crociera. I tassi sono di fatto molto vicini al tasso di crescita potenziale dell'economia (grafico 2). Anche se la crescita si scosta parecchio dai livelli degli anni 2010, la situazione sembra quindi piuttosto normale.

Tassi reali normalizzati?

Des taux réels normalisés ?



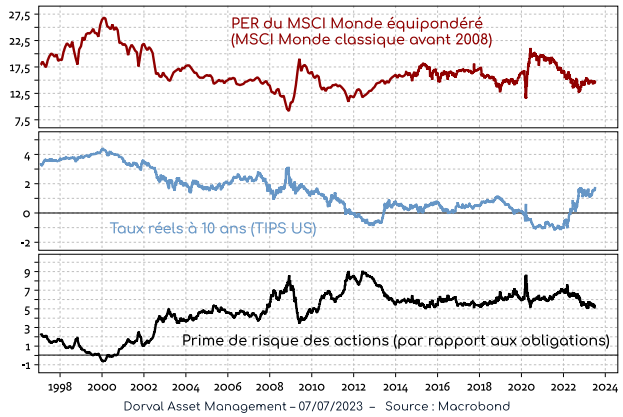
- *Crescita potenziale dell'economia USA (*)*
- *(*) Calcoli della Commissione Europea*
- *Tassi reali a 10 anni (TIPS)*

Il regime di tassi reali normalizzati non sembra rappresentare una minaccia per le valutazioni dei mercati azionari. Il P/E dell'MSCI World equiponderato – l'indice di riferimento della componente azionaria dei nostri fondi globali – si attesta in effetti a 14,6 volte gli utili previsti per i prossimi 12 mesi, livello che corrisponde a un "rendimento" reale teorico di lungo periodo del 6,8% (cioè l'inverso di 14,6). Rispetto ai tassi reali dell'1,8% degli Stati Uniti, paese di riferimento, il premio per il rischio azionario si colloca dunque al 5%, un livello discreto (grafico 3). Usando la media dei tassi reali globali anziché dei soli tassi statunitensi, si ottiene un premio di rischio ancora più alto. Nel complesso, il motto TINA (There Is No Alternative) non è più valido, ma l'attrattiva relativa delle azioni resta buona.

Il premio per il rischio azionario resta discreto

La prime de risque des actions reste confortable

PER prospectif du MSCI Monde EW contre taux réels



- *P/E dell'MSCI World equiponderato (MSCI World classico prima del 2008)*
- *Tassi reali a 10 anni (TIPS USA)*
- *Premio per il rischio azionario (rispetto alle obbligazioni)*

Quindi il problema non riguarda il livello dei tassi di interesse in sé, bensì i rischi finanziari associati a un rapidissimo riassestamento dei tassi dopo un lungo periodo a livelli eccezionalmente bassi. A oggi si contano due episodi di stress, quello dei fondi pensione britannici a settembre 2022 e quello delle banche regionali statunitensi nella primavera del 2023. Con tutta probabilità ci saranno altri episodi di stress nel sistema finanziario, tanto più ora che la Fed si prepara a riprendere l'inasprimento dei tassi, ma l'economia mondiale continua a tenere duro. La situazione attuale ricorda la crisi delle casse di risparmio USA: sebbene sia durata ben 10 anni (1985-95) non ha mai causato una recessione.

Tutto considerato, il recente aumento dei rendimenti obbligazionari ci sembra piuttosto logico e sostanzialmente non pericoloso per le piazze azionarie. Le obbligazioni sicure (di Stati Uniti e Germania) – molto utili in caso di shock economico o finanziario – sono ormai meno onerose e potrebbero infine trovare una collocazione nei nostri portafogli, ma a questo punto preferiamo ancora il mercato monetario.

Nei nostri fondi globali manteniamo un'allocazione azionaria appena superiore al 20% nella strategia prudente, del 42% nella strategia bilanciata e del 100% nel fondo long-only. La componente azionaria è investita in un portafoglio core altamente diversificato di 200 titoli e in due temi complementari ("ripresa verde" e titoli difensivi). Conseguiamo rendimenti sempre più consistenti sul patrimonio non investito in azioni, tramite titoli del mercato monetario a breve termine (TCN) emessi da società e stati dell'area euro. In ambito obbligazionario la duration rimane prossima allo zero.

I nostri tassi di esposizione:

- Dorval Convictions: tasso di esposizione azionaria del 68%.

Dorval Asset Management
Società anonima con capitale di 303,924 euro
Registro delle imprese di Parigi
B 391392768 - APE 6630 Z - Autorizzazione AMF n. GP 93-08
1 rue de Gramont, 75002 Parigi – 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 ne 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 per l'investitore (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.