

Le avversità della prosperità americana

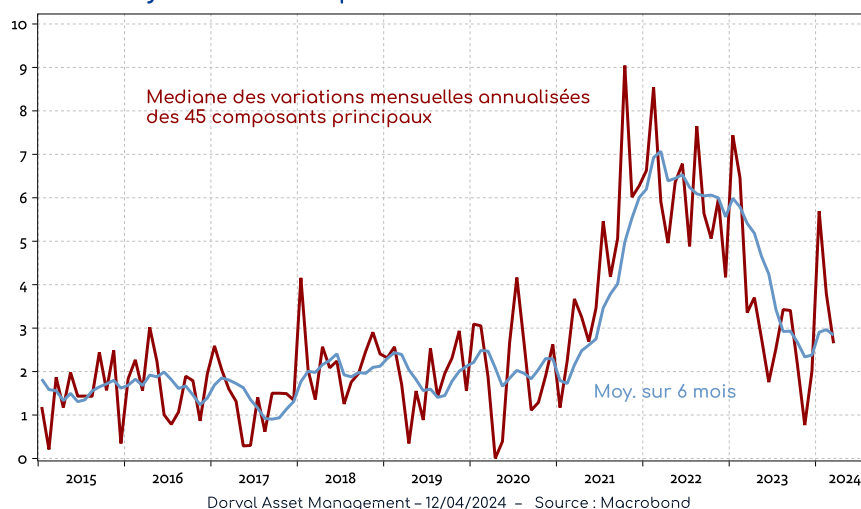
15 aprile 2024

Gentili Clienti, gentili Partner,

La disinflazione del 2023 senza alcun aumento della disoccupazione ("disinflazione immacolata") è stata la principale sorpresa positiva degli ultimi 18 mesi. Tuttavia, il processo sembra essersi arenato nei primi tre mesi del 2024 negli Stati Uniti. Sebbene sia troppo presto per concludere che l'inflazione aumenterà in modo significativo rispetto ai livelli attuali, sta aumentando lo scenario di rischio di un'economia statunitense ad alta pressione. Tuttavia, ci sembra che questo aumento vada a scapito dello scenario di recessione piuttosto che di quello di un atterraggio morbido. In questo momento, il contesto rimane favorevole alle azioni. Lo stesso non si può dire per i tassi a lungo termine.

Con un'inflazione misurata dall'indice dei prezzi al consumo superiore di 0,1 punti alle stime di consensus (+0,4% contro +0,3% previsto), marzo è stato il terzo mese di sorprese negative per quanto riguarda l'inflazione negli Stati Uniti. Al momento, lo scenario di un ritorno caotico dell'inflazione verso il suo target rimane plausibile. Ricordiamo che il target della Federal Reserve non è l'inflazione misurata dall'indice dei prezzi al consumo (CPI), ma piuttosto il deflatore dei consumi (PCE). Queste due misure differiscono in termini di composizione e metodologia, con il PCE generalmente meno volatile e leggermente inferiore al CPI (l'indice PCE di marzo sarà pubblicato il 26 aprile in vista della prossima riunione del FOMC del 1° maggio). Se osserviamo la variazione mensile delle 45 componenti principali dell'indice dei prezzi al consumo, vediamo che la tendenza centrale misurata dalla mediana rimane intorno al 3% dopo il balzo di gennaio (grafico 1).

Percorso caotico della disinflazione negli Stati Uniti
Trajectoire chaotique de la désinflation aux Etats-Unis

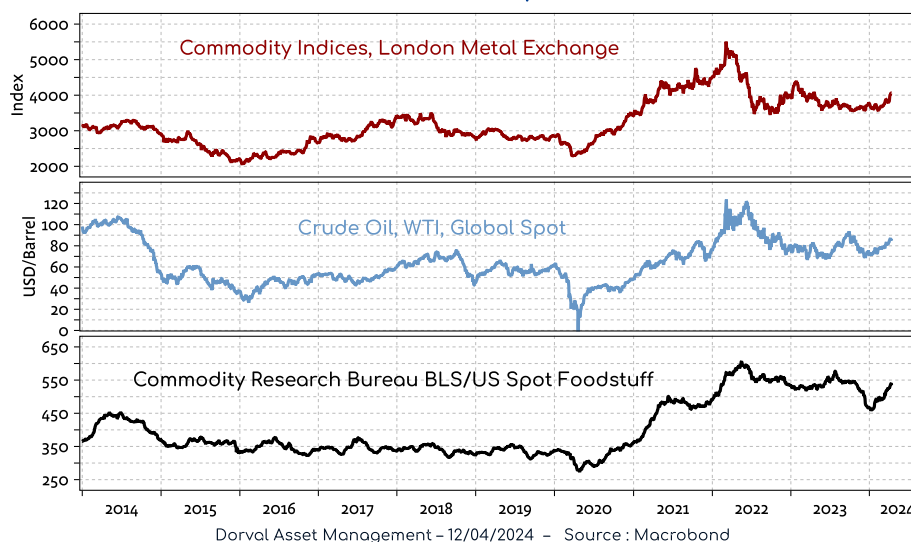


- *Mediana delle variazioni mensili annualizzate delle 45 componenti principali / Media su 6 mesi*

Tuttavia, il contesto è meno favorevole alla "disinflazione immacolata", perché (1) il contraccolpo positivo dell'offerta è alle spalle (normalizzazione delle filiere, ritorno dell'immigrazione netta positiva, riequilibrio del mercato del lavoro, ecc.), (2) le prospettive di crescita più positive potrebbero incoraggiare le imprese ad aumentare i prezzi e i lavoratori ad aumentare le loro richieste (al momento non ci sono prove di questo) e (3) l'inizio della ripresa industriale è accompagnato da pressioni sulle materie prime, in particolare sul prezzo del petrolio, in un contesto geopolitico teso (grafico 2).

Prezzi delle materie prime

Prix des matières premières



- *Commodity Indices, London Metal Exchange / Crude Oil, WTI, Global Spot / Commodity Research Bureau BLS/US Spot Foodstuff*

In tali condizioni, la banca centrale USA può continuare ad aspettare oltre l'estate. Questo atteggiamento attendista mette in discussione il nostro scenario di "put" delle banche centrali? Non crediamo che sia così. Anche se si stabilizzasse al di sopra del suo target, l'inflazione rimarrebbe abbastanza vicina ad esso affinché la Fed possa tagliare i tassi, in caso di deterioramento del mercato del lavoro. Ciò che è vero per la Fed è meno vero per altre banche centrali, in particolare per la Banca Centrale Europea. Nonostante lo status quo ampiamente previsto sui tassi di riferimento, l'istituzione monetaria dell'area euro ha indicato che se i dati sui prezzi continueranno a seguire la tendenza attuale, sarebbe opportuno tagliare i tassi di interesse, probabilmente già nella prossima riunione del 6 giugno.

Se il nostro scenario di base prevedendo un equilibrio soddisfacente tra prospettive di crescita (condizioni cicliche) e rischio di inflazione (condizioni monetarie) rimane invariato, aumenta lo scenario di rischio sul fronte dell'inflazione. Tuttavia, il graduale miglioramento della fiducia delle aziende, come emerge dalle ultime indagini congiunturali, ci porta a ritenere che, in assenza di uno shock geopolitico, sia lo scenario di recessione ad allontanarsi parallelamente (grafico 3).

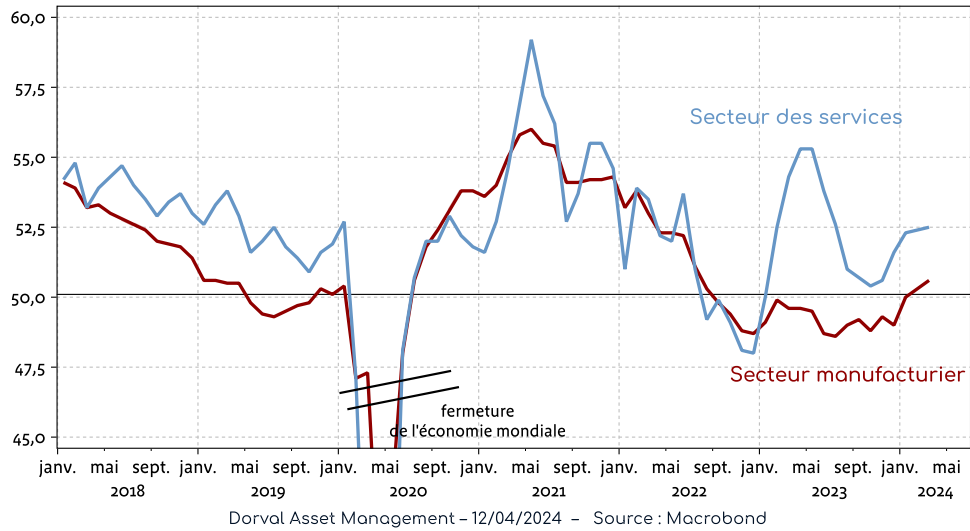


Fiducia delle aziende del settore industriale e dei servizi

Indici PMI - Indagini presso aziende globali

Le climat des affaires dans l'industrie et dans les services

Indices PMI - Enquêtes auprès des entreprises mondiales

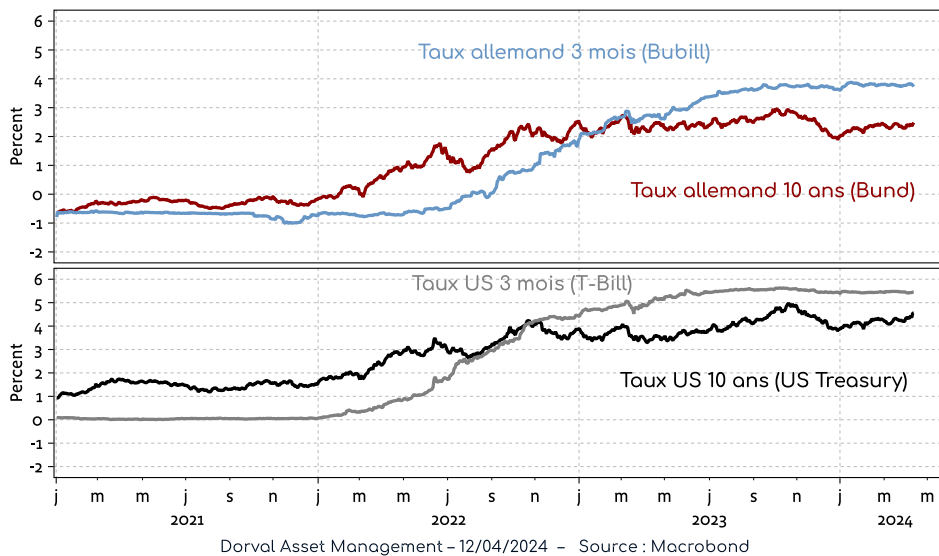


Settore dei servizi / Settore manifatturiero / Chiusura dell'economia globale

Questo nuovo mix non è necessariamente negativo per il mercato azionario. Per contro, è spiacevole per i tassi a lungo termine, che soffrono ancora di un premio a termine negativo, ossia di tassi a lungo termine inferiori a quelli a breve termine (grafico 4). Osserviamo un deterioramento della qualità di copertura asimmetrica delle obbligazioni sovrane in un portafoglio dominato dalle azioni.

Il problema dei tassi lunghi

Le problème des taux longs



- *Tasso tedesco 3 mesi (Bubill) / Tasso tedesco 10 anni (Bund) / Tasso US 3 mesi (T-Bill) / Tasso US 10 anni (US Treasury)*



I mercati azionari internazionali stanno attraversando una fase di prese di profitto dopo il rally degli ultimi mesi. Sebbene l'aumento dello scenario di rischio inflazionistico possa giustificare un aumento dell'avversione al rischio, sembra essere particolarmente negativo per i tassi a lungo termine piuttosto che per le azioni. In tali condizioni, manteniamo i nostri temi principali e i nostri tassi di esposizione azionaria moderati, ma cediamo, nei fondi internazionali diversificati, il saldo delle nostre posizioni in futures obbligazionari (obbligazioni tedesche a 2 anni, francesi a 10 anni, statunitensi a 5 e 10 anni), che avevamo mantenuto come coperture.

I nostri tassi di esposizione:

- Dorval Convictions: tasso di esposizione azionaria 60%.



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 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.