



# I tagli dei tassi sono sinonimo di opportunità?



**Emmanuel Petit**  
General Partner, Head of Fixed  
Income

Mentre sia la BCE sia la Fed hanno iniziato a normalizzare le loro politiche monetarie, il ritmo e la portata di questo movimento sono ancora incerti alla luce dei fondamentali economici. Come affrontare questo nuovo contesto? Lo spiegano Emmanuel Petit e Philippe Lomné, gestori di R-co Conviction Credit Euro.



**Philippe Lomné**  
Fixed Income Portfolio Manager  
Specialisation: IG Credit IG &  
Crossover

## Come interpretare gli ultimi tagli dei tassi di riferimento?

Le recenti decisioni delle banche centrali segnano chiaramente l'inizio di un ciclo di riduzione dei tassi. La BCE ha già effettuato due tagli da 25 punti base, a giugno e a settembre, mentre la Fed ha appena approvato un taglio di 50 punti base, il primo dal 2020. Queste decisioni sono state prese sulla base dell'orientamento favorevole dei dati sull'inflazione globale, pari al 2,2% in Europa e al 2,5% negli Stati Uniti, vicini all'obiettivo del 2%. L'inflazione di fondo, detta core<sup>1</sup>, rimane tuttavia più viscosa intorno al 2,8% in Europa<sup>2</sup> e al 3,2% negli Stati Uniti<sup>3</sup>, sostenuta da un settore dei servizi particolarmente esposto alle pressioni salariali.

## Questa decisione segna un cambiamento di valutazione da parte delle banche centrali?

Nonostante questo cambiamento di rotta, le banche centrali continuano a ribadire che sono e rimarranno *data dependent*. Finora hanno usato l'inflazione come bussola, ma ora sono i dati sull'occupazione ad essere osservati con la massima attenzione. La decisione di allentare le proprie politiche monetarie indica comunque che entrambe scommettono su un aumento del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi.

## Come sta andando il mercato del lavoro in queste due regioni?

In Europa, il tasso di disoccupazione è ai minimi storici e la crescita dei salari rimane vigorosa, quasi il 4%<sup>2</sup>, senza aumenti di produttività. Le imprese potrebbero quindi essere tentate di aumentare i prezzi per mantenere i propri margini. Negli Stati Uniti, il tasso di disoccupazione è aumentato dello 0,8% rispetto al minimo raggiunto nel maggio 2023<sup>3</sup> ma, come indicano le ultime pubblicazioni, le iscrizioni di disoccupati sono in calo, anche negli ultimi mesi. Con le vendite al dettaglio che si mantengono resilienti, questi dati ci dicono che siamo ancora lontani da un contesto recessivo.

## Cosa possiamo aspettarci nei prossimi mesi?

Per il momento, possiamo supporre che le banche centrali riducano la loro politica monetaria restrittiva in linea con il rallentamento delle economie. Queste ultime dovrebbero tuttavia subire un forte calo nel corso dei prossimi mesi affinché le banche centrali si sentano davvero a proprio agio all'idea di continuare a ridurre i tassi. Gli indicatori avanzati segnalano già un effettivo rallentamento dell'economia, mentre le valutazioni degli asset rischiosi non scontano affatto l'eventualità di una recessione. Uno scenario alternativo alla recessione e al *soft landing*<sup>4</sup> si basa sull'idea che le banche centrali stiano iniziando ad allentare la stretta monetaria troppo presto, prima che l'inflazione sia tornata all'obiettivo. Stimolando l'economia attraverso la riduzione dei tassi, il rischio sarebbe quello di far ripartire l'inflazione e quindi di dover poi alzare i tassi, con un impatto molto negativo sull'economia. Le banche centrali stanno quindi davvero scommettendo sul controllo dell'inflazione.

## Come hanno reagito i mercati a queste decisioni?

In un orizzonte temporale di un anno, i mercati dei tassi prevedono otto tagli dei tassi negli Stati Uniti e fino a sette in Europa, per un totale rispettivamente di dieci e nove, contando quelli già operati. Questa stima corrisponde al numero medio di tagli osservati in occasione delle recenti recessioni, comprese le crisi finanziarie. Considerata la situazione attuale, tale stima può sembrare elevata. Le banche centrali potrebbero adottare un ritmo più lento per mantenere un margine di manovra come ha sottolineato

Philip Lane, Chief-Economist della BCE.

## Qual è l'attuale livello dei tassi?

Le curve dei tassi si sono irripidite nel corso dell'estate. La pendenza della curva statunitense è addirittura tornata in territorio positivo tra i 2 e i 10 anni, dopo aver toccato un minimo di -110 punti base a luglio 2023<sup>5</sup>. Tuttavia, riteniamo che sia opportuno considerare la situazione in prospettiva. I tassi europei hanno raggiunto il livello massimo a ottobre 2023, sfiorando il 3%<sup>6</sup>. Attualmente si attestano al 2,15%, mentre l'irripidimento delle curve è iniziato a luglio 2023<sup>6</sup>. Questo movimento è quindi iniziato più di un anno fa. Per un indice di credito, ciò rappresenta un rendimento pari a quasi il 10%<sup>6</sup>.

## Qual è il vostro approccio in questo contesto?

Attualmente la difficoltà sta nel posizionarsi rispetto alle aspettative sui tassi di interesse a un anno. In questo contesto, riteniamo opportuno posizionarci a favore di un irripidimento della curva e di dover essere particolarmente cauti per almeno due motivi. Il primo riguarda le valutazioni sulle curve dei rendimenti che incorporano uno scenario recessivo, con aspettative di inflazione dell'1,60% sulla curva tedesca<sup>6</sup> vs. l'obiettivo target delle banche centrali del 2%. D'altro canto, se i mercati sono troppo ottimisti circa il ritmo e l'entità dei tagli dei tassi e se l'economia rimane vivace, possiamo aspettarci un aumento della volatilità che dovremo essere in grado di comprendere. Questa volatilità si manifesterà certamente nei tassi d'interesse, ma anche nel credito, dove gli spread si sono notevolmente ridotti. Inoltre, questa asset class reagirebbe in modo particolarmente negativo se gli investitori si trovassero dalla parte sbagliata della curva dei tassi. Si tratta di una situazione che, in questo caso, precederà una flessione ciclica più grave. Alla luce di questi fattori, riteniamo che questa strategia sia attualmente la più convessa.

## Come può un fondo come R-co Conviction Credit Euro distinguersi in questo contesto?

La flessibilità della nostra gestione ci offre il margine di manovra necessario per muoverci attraverso i diversi cicli del credito, in particolare in periodi cruciali come quello che stiamo vivendo. Più in generale, la nostra filosofia d'investimento si basa su forti convinzioni che talvolta ci portano a discostarci significativamente dal nostro indice di riferimento, sia in termini di duration sia di rischio di credito. Il nostro portafoglio è composto principalmente da obbligazioni corporate Investment Grade, ma diversifichiamo la nostra esposizione con titoli High Yield e privi di rating selezionati in modo tattico. Anche la nostra reattività rappresenta un vantaggio. Siamo particolarmente attenti ai movimenti del mercato per cogliere le opportunità non appena si presentano, perché il tempismo è spesso fondamentale nei mercati obbligazionari.

---

*Ulteriori informazioni sui fondi*

R-co Conviction Credit Euro



---

*Consulta questo documento sul nostro sito web*



---

(1) Esclusi generi alimentari ed energia.

(2) Fonte: Eurostat, settembre 2024.

(3) Fonte: Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti, settembre 2024.

(4) Atterraggio morbido: scenario in cui la politica monetaria riesce a far scendere l'inflazione senza innescare una recessione.

(5) Fonte: Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, 17/08/2024.

## Avvertenze

R-co Conviction Credit Euro

Abbiamo classificato questo prodotto nella classe di rischio 2 su 7, classe di rischio bassa che riflette principalmente il posizionamento del fondo su prodotti di debito privato, pur avendo una sensibilità compresa tra 0 e +8. In altre parole, le perdite potenziali legate alla performance futura del prodotto sono basse e, se la situazione dovesse peggiorare sui mercati, è molto improbabile che la nostra solvibilità ne risenta. L'indicatore di rischio presuppone che il cliente mantenga il prodotto per 3 anni; in caso contrario, il rischio effettivo potrebbe essere molto diverso e il rendimento potrebbe essere inferiore.

Principali rischi: rischio di gestione discrezionale, rischio di tasso d'interesse, rischio di credito, rischio di controparte, rischio di performance, rischio di perdita di capitale, rischio associato all'uso di derivati, rischio associato ad acquisizioni e vendite temporanee di titoli, rischio specifico associato all'uso di obbligazioni subordinate complesse (obbligazioni contingenti convertibili note come «CoCos»)

Si tratta di un documento pubblicitario semplificato e non contrattuale. I commenti e le analisi contenuti nel presente documento sono forniti a scopo puramente informativo e non costituiscono una raccomandazione d'investimento, né una consulenza. Rothschild & Co Asset Management non può ritenersi responsabile di decisioni prese sulla base degli elementi contenuti nel presente documento o ad essi ispirate (divieto di riproduzione totale o parziale salvo previa autorizzazione di Rothschild & Co Asset Management). Qualora si faccia riferimento a dati esterni ai fini dell'elaborazione delle condizioni del presente documento, tali dati s'intendono provenienti da fonti ritenute attendibili, ma senza garanzia di esattezza o esaustività.

Rothschild & Co Asset Management non ha proceduto a una verifica indipendente delle informazioni contenute nel presente documento e non può pertanto ritenersi responsabile di eventuali errori o omissioni, né dell'interpretazione delle informazioni in esso contenute. La presente analisi ha validità esclusivamente ai fini della redazione del presente documento. Tenuto conto del carattere soggettivo di alcune analisi, è opportuno sottolineare che eventuali informazioni, proiezioni, stime, previsioni, ipotesi e/o opinioni non sono necessariamente messe in pratica dai team di investimento di Rothschild & Co Asset Management che agiscono basandosi sulle loro proprie convinzioni. Alcune dichiarazioni di carattere previsionale sono preparate sulla base di certe ipotesi, che potrebbero differire parzialmente o totalmente dalla realtà. Qualsiasi stima ipotetica è, per sua natura, speculativa, ed è possibile che alcune, se non tutte, le ipotesi relative a queste illustrazioni ipotetiche non si concretizzino o divergano notevolmente dai risultati effettivi. Rothschild & Co Asset Management declina qualsiasi responsabilità relativamente alle informazioni contenute nel presente documento e a qualsiasi tipo di decisione di investimento presa sulla base di tali informazioni.

R-co Conviction Credit Euro è comparto della Société d'Investissement à Capital Variable francese «R-Co», con sede legale al 29, avenue de Messine - 75008 Parigi, registrata con il numero 844 443 390 RCS PARIS. Gli organismi di investimento collettivo (OIC) sopra riportati sono organizzati ai sensi della legislazione francese e regolamentati dall'Autorità dei mercati finanziari (AMF). Gli OIC possono essere registrati all'estero in vista della loro commercializzazione attiva. Gli investitori sono quindi tenuti a informarsi relativamente alle giurisdizioni nelle quali gli OIC sono effettivamente registrati. Per ogni giurisdizione gli investitori sono invitati a fare riferimento alle specificità proprie a ogni paese, riportate nella sezione "caratteristiche amministrative". Il presente documento è pubblicato da Rothschild & Co Asset Management, società di gestione di portafoglio autorizzata e regolamentata dall'Autorità dei mercati finanziari ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) con il numero GP-17000014. Le informazioni presentate non sono destinate a essere diffuse e non costituiscono in alcun caso un invito rivolto ai cittadini degli Stati Uniti o ai loro mandatari. Le quote o azioni degli OIC descritti nel presente documento non sono e non saranno registrate negli Stati Uniti ai sensi dell'U.S. Securities Act del 1933 e successive modifiche ("Securities Act 1933") o ammesse in virtù di qualsiasi legge degli Stati Uniti. Tali quote o azioni dei suddetti OIC non devono essere offerte, vendute o trasferite negli Stati Uniti (inclusi i suoi territori e possedimenti), né avere come beneficiario diretto o indiretto una US Person, ai sensi del regolamento S del Securities Act, e soggetti equiparati, secondo quanto disposto dalla legge statunitense cosiddetta "HIRE" del 18 marzo 2010 e dal dispositivo FATCA. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza in investimenti, una raccomandazione di investimento o una consulenza fiscale. Le presenti informazioni non presumono l'adeguatezza degli OIC presentati alle esigenze, al profilo e all'esperienza di ogni singolo investitore. In caso di dubbi sulle informazioni presentate sull'adeguatezza degli OIC alle vostre esigenze personali, e prima di qualsiasi decisione di investimento, vi raccomandiamo di contattare il vostro consulente finanziario o fiscale. L'investimento in quote o azioni di qualsiasi OIC non è privo di rischio. Prima di qualsiasi sottoscrizione in un OIC, leggere attentamente il prospetto informativo, ed in particolare il paragrafo relativo ai rischi, e il documento di informazioni chiave per l'investitore (PRIIPs KID). Il Valore Patrimoniale Netto (NAV) è disponibile sul sito internet [www.am.eu.rothschildandco.com](http://www.am.eu.rothschildandco.com). Le performance passate degli OIC descritti nel presente documento non costituiscono una garanzia delle performance future e possono indurre in errore. Tali risultati non sono costanti nel tempo. Il valore degli investimenti e dei redditi che ne deriva può variare al rialzo così come al ribasso, e non è garantito. Potrebbe accadere perciò, che l'investitore non recuperi l'importo inizialmente investito. Le variazioni dei tassi di cambio possono influenzare al rialzo così come al ribasso il valore degli investimenti e dei redditi che ne derivano, quando la valuta di riferimento dell'OIC è diversa dalla valuta del paese di residenza dell'investitore. Gli OIC la cui politica d'investimento mira in particolare mercati o settori specializzati (come i mercati emergenti) sono generalmente più volatili rispetto ai fondi più generali e diversificati. Per un OIC volatile, le fluttuazioni possono essere particolarmente significative, e il valore dell'investimento può perciò crollare bruscamente e fortemente. I risultati presentati non tengono conto delle eventuali spese e commissioni percepite in occasione della sottoscrizione e del riacquisto delle quote o azioni degli OIC interessati. I portafogli, prodotti o titoli presentati sono soggetti alle fluttuazioni del mercato e non è possibile garantire in alcun modo la loro evoluzione futura. Il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale di ciascun investitore, e può essere oggetto di modifiche.

Rothschild & Co Asset Management, Società di gestione di portafogli con un capitale di 1.818.181,89 EUR, 29, avenue de Messine-75008 Paris. Approvazione AMF n. GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Nessuna parte del presente documento può essere riprodotta in qualsiasi forma o con qualsiasi mezzo senza la preventiva autorizzazione di Rothschild & Co Asset Management. Management Europe, a pena di denuncia.

---

## Informazioni sulla divisione Asset Management di Rothschild & Co

Come divisione specializzata nella gestione patrimoniale del gruppo Rothschild & Co, offriamo servizi di gestione personalizzati a un'ampia clientela di investitori istituzionali, intermediari finanziari e distributori.

Il nostro sviluppo si basa su una gamma di fondi aperti commercializzati con quattro marchi forti: Conviction, Valor, Thematic e 4Change, e che beneficiano della nostra esperienza di lungo periodo nella gestione attiva e di convinzione, nonché nella gestione delegata. Con sede a Parigi e uffici in 9 paesi europei, gestiamo oltre 38 miliardi di euro e impieghiamo quasi 170 persone.

Ulteriori informazioni su : [www.am.eu.rothschildandco.com](http://www.am.eu.rothschildandco.com)

### France

29, Avenue de Messine  
75008 Paris  
+33 1 40 74 40 74

### Svizzera

Rothschild & Co Bank AG  
Rue de la Corraterie 6  
1204 Genève  
+41 22 818 59 00

### Germania – Austria

Börsenstraße 2 - 4  
Frankfurt am Main 60313  
+49 69 299 8840

### Belgio – Paesi Bassi – Lussemburgo

Rue de la Régence 52  
1000 Bruxelles  
+32 2 627 77 30

### Italia

Passaggio Centrale 3  
20 123 Milano  
+39 02 7244 31

### Spagna

Paseo de la Castellana 40 bis  
28046 Madrid  
+39 02 7244 31

