



## Riepilogo settimanale

Al termine del mese di settembre, ci è venuto in mente che la storia potrebbe concludere che il 2023 ha solo rafforzato la reputazione di settembre come mese piuttosto infelice per gli investitori total return.

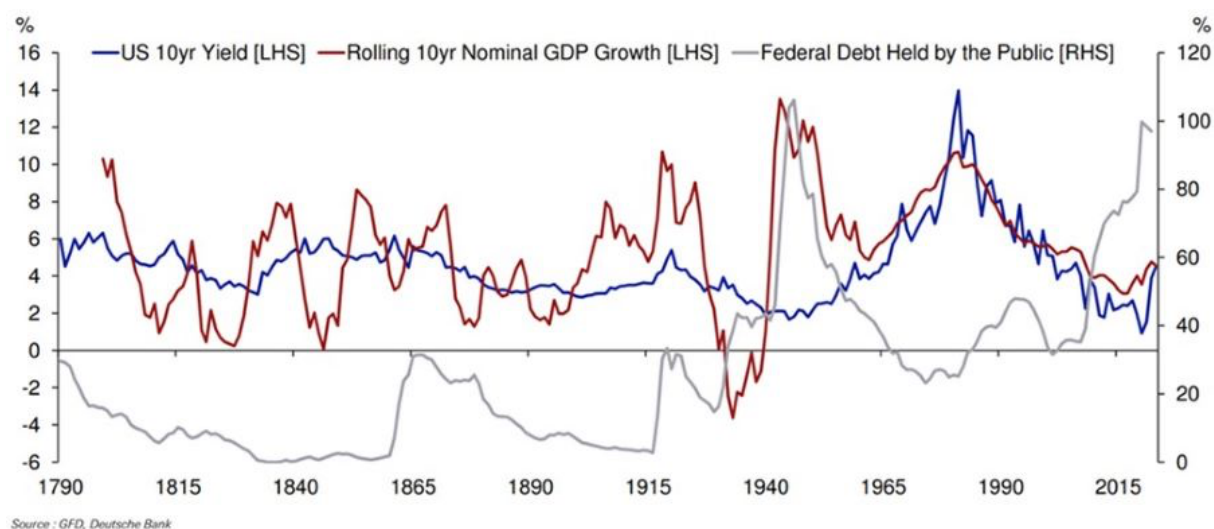
Da sempre ottimisti, notiamo che l'S&P 500 ha chiuso il 2022 con un calo del -9,34% ed è probabile che a settembre perda solo la metà di questa cifra. Nel frattempo, l'high yield europeo ha la possibilità di uscire dall'energia negativa stagionale e di ottenere rendimenti totali leggermente positivi, interrompendo una striscia negativa consecutiva di quattro anni, culminata con il forte calo del -3,99%<sup>1</sup> dello scorso anno. Tra gli altri titoli del mese spicca il petrolio, che ha generato un rendimento totale di quasi +10% nel corso del mese. Il catalizzatore del rialzo dei prezzi del petrolio della scorsa settimana è stato il calo delle scorte di greggio negli Stati Uniti (-4,1%); un calo delle scorte si è verificato solo due volte negli ultimi dieci anni. I rendimenti trentennali statunitensi e tedeschi sono aumentati di 30 punti base (bps), 25 bps in più rispetto ai rispettivi rendimenti a 2 anni. Il trentennale statunitense ha registrato una perdita mensile superiore al -13%.

Negli Stati Uniti, l'aumento dei rendimenti è stato attribuito alla posizione "higher for longer" della banca centrale, alle prospettive economiche altalenanti, all'aumento dei deficit federali, alla perdita di convinzione che l'obiettivo di inflazione possa essere raggiunto, all'inasprimento quantitativo, alla politica economica di Giappone e Cina e al costo di carry negativo del posizionamento della curva invertita. Tuttavia, questo non risponde alla domanda che tutti si pongono: i rendimenti governativi sono finalmente a buon mercato?

Prendendo come parametro di riferimento il rendimento decennale statunitense, l'approccio più semplice potrebbe essere quello di guardare al rendimento medio di lungo periodo. Sulla base di dati risalenti al 1790, il rendimento medio è del 4,5%. Se il rendimento a 10 anni è superiore alla crescita nominale, può essere vantaggioso investire in obbligazioni a 10 anni piuttosto che nell'economia, facendo scendere il rendimento fino a raggiungere l'equilibrio. Questa relazione ha funzionato bene dalla fine degli anni '60 (vedi grafico della settimana). Negli ultimi dieci anni la crescita nominale media è stata del 4,6%. Tuttavia, se guardiamo al futuro e utilizziamo le proiezioni economiche del Federal Open Market Committee per il 2024 e per il lungo periodo, il rendimento a 10 anni dovrebbe essere pari al 4,0% e dirigersi verso il 3,8% nel lungo periodo. Tuttavia, questo approccio non presuppone alcun premio di rischio per la stabilità del governo e la responsabilità fiscale, che viene messa in discussione dagli investitori in

quanto il rapporto debito/PIL (prodotto interno lordo) si avvicina al 100%, l'incertezza sulle elezioni del 2024 aumenta e il governo statunitense è arrivato molto vicino a un potenziale shutdown il 1° ottobre. Purtroppo non è facile tenere conto di questa variabilità, ma suggeriamo di aggiungere altri 50 punti base al rendimento, lasciando il fair value del decennale statunitense al 4,5%.

## Il grafico della settimana: Rendimenti decennali USA



Source: Global Financial Data (GFD), Deutsche Bank, as of 26th September 2023.

DC 231003