

Allianz Research | 26 Aprile 2024

Rendimenti a lungo termine statunitensi

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist

pablo.espinosa-uriel@allianz.com

Björn Griesbach
Senior Investment Strategist

bjoern.griesbach@allianz.com

Manfred Stamer
Senior Economist for Emerging
Europe

manfred.stamer@allianz-trade.com

Nolwen Prince
Research Assistant

nolwen.prince@allianz-trade.com

Executive summary

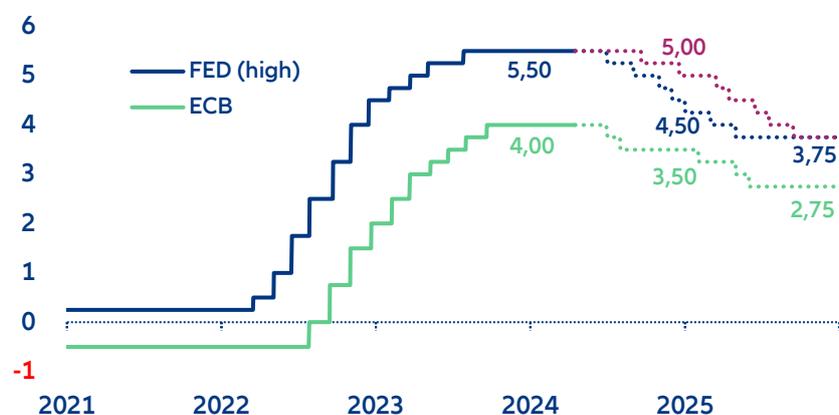
Questa settimana analizziamo tre temi importanti:

- **Rendimenti statunitensi a lungo termine:** Più alti più a lungo. I rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni sono saliti oltre il 4,6% in seguito alle aspettative di un ciclo di tagli dei tassi più lento da parte della Fed, che ha recentemente ammesso che l'inflazione sta impiegando più tempo per tornare al target. Tuttavia, anche se la Fed attuerà solo due tagli dei tassi quest'anno - rispetto alla nostra aspettativa iniziale di quattro - ci aspetteremmo comunque una correzione al ribasso dei rendimenti a lungo termine rispetto ai livelli attuali. I prezzi di mercato per i tassi terminali sono significativamente al di sopra delle nostre stime e sono quindi pronti per una correzione al ribasso, che trascinerà al ribasso anche i rendimenti a lungo termine.
- **Mercati finanziari EM: allacciate le cinture.** Il rischio di un ritardo nei tagli dei tassi della Fed sta gettando un'ombra sui mercati emergenti, che hanno dovuto affrontare una maggiore volatilità e un deprezzamento delle valute. Di conseguenza, le banche centrali dei Paesi emergenti si trovano tra l'incudine e il martello, non essendo in grado di garantire la quantità di tagli ai tassi prevista solo un mese fa. Questo spostamento ha spinto al rialzo i rendimenti delle obbligazioni sovrane, superando le nostre aspettative di fine anno, anche se gli spread delle obbligazioni in valuta forte rimangono ristretti. Per il futuro, ci aspettiamo un graduale calo dei rendimenti in linea con i principali mercati obbligazionari (che dovrebbero chiudere l'anno vicino al 6% rispetto all'attuale 6,7%), ma un leggero movimento al rialzo degli spread in valuta forte (a 225 pb da 200 pb nel nostro benchmark principale). Sebbene questo quadro possa in linea di principio presentare alcune opportunità, rimaniamo molto cauti poiché sono aumentati anche i rischi di ribasso.
- **Inflazione e risultati elettorali: Non c'è alcun nesso.** Esaminando 107 elezioni in 63 grandi mercati sviluppati ed emergenti dal 2021, non abbiamo riscontrato che l'inflazione abbia influenzato i risultati elettorali. Nel migliore dei casi, i candidati o i partiti dell'opposizione hanno un moderato vantaggio a vincere se l'inflazione era significativamente più alta poco prima delle elezioni. Inoltre, nelle 53 elezioni in cui si è verificata quest'ultima ipotesi, solo in sei casi è stato eletto un presidente o un governo significativamente più populista. Tuttavia, questo gruppo comprende economie significative come l'Argentina, l'Italia e gli Stati Uniti.

Rendimenti USA a lungo termine: Più alti più a lungo

I tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti hanno superato il 4,6% e le probabilità che la Fed rimanga più a lungo in alto sono aumentate di nuovo. Dopo tre sorprese consecutive di inflazione al rialzo, la scorsa settimana il presidente della Fed Powell ha ammesso che l'inflazione sta impiegando "più tempo del previsto" per tornare al target. Ciò riporta alla mente i ricordi dolorosi del 2022, quando Powell ammise che l'inflazione alle stelle non era poi così transitoria, o del terzo trimestre del 2023, quando emerse per la prima volta il mantra "higher-for-longer". Ora, le preoccupazioni reflazionistiche non solo hanno portato nuovamente a un forte sell-off dei rendimenti a lungo termine (oltre 70 pb da un anno all'altro), ma hanno anche ritardato significativamente le aspettative di taglio dei tassi. Anche se gli indicatori anticipatori, come i costi degli input del settore dei servizi, indicano un allentamento delle pressioni sui prezzi, c'è il rischio che la Fed tagli meno di quanto inizialmente previsto¹. Questi tagli di 50 pb nel 2024 sarebbero poi seguiti da tagli di 125 pb l'anno prossimo, per terminare con lo stesso tasso terminale del 3,5-3,75% previsto in precedenza. Per quanto riguarda la BCE, ci atteniamo alla nostra previsione di marzo di due soli tagli dei tassi quest'anno, seguiti da quattro l'anno prossimo e da un tasso terminale del 2,25% da raggiungere entro il 2026².

Figura 1: aspettative di base di Allianz Research sulla politica monetaria e percorso alternativo della Fed (viola), in %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Tuttavia, i prezzi di mercato per i tassi di riferimento sono ancora superiori alle nostre aspettative e sono pronti per una correzione, che probabilmente trascinerà al ribasso anche i rendimenti a lungo termine. La Figura 2 mostra i recenti movimenti dei rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni e le aspettative del mercato per i tassi terminali, sia per gli Stati Uniti che per l'Eurozona. Anche senza un'analisi statistica, è evidente che i tassi terminali attesi e i rendimenti a lungo termine si muovono attualmente di pari passo. In effetti, da circa un anno il delta tra il tasso di riferimento degli Stati Uniti e il rendimento del Tesoro a 10 anni si aggira in un intervallo ristretto di circa 60 pb. Poiché i mercati stanno valutando un tasso finale superiore al 4,1%, rispetto al 3,2% di inizio anno, anche il rendimento dei 10 anni è passato dal 3,9% al 4,6%. L'attuale prezzo di mercato del tasso definitivo della Fed è ora chiaramente superiore alle nostre stime. Anche in base alla nostra revisione del percorso di politica monetaria, la Fed continuerà a ridurre l'intervallo di riferimento al 3,50-3,75% nei prossimi due anni. Considerata la stima della Fed stessa per il tasso neutrale al 2,7%³ la nostra aspettativa di tasso finale è ancora sul crinale dei falchi. In particolare, negli ultimi decenni il tasso effettivo della Fed si è mantenuto per lo più al di sotto del tasso neutrale⁴. Pertanto, siamo abbastanza convinti che, se si considera l'attuale volatilità dei dati economici, sia i rendimenti a

¹ Questa traccia implica una pausa a novembre per una buona ragione. La riunione della Fed di novembre si tiene appena due giorni dopo le elezioni statunitensi.

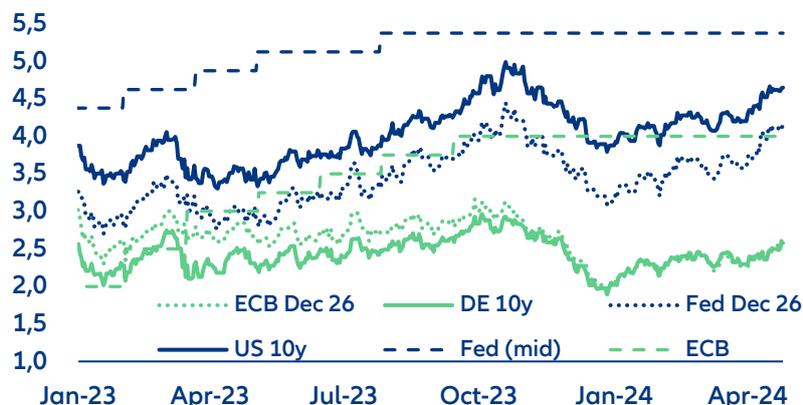
² Si veda il nostro report [What to watch 11 April 2024](#).

³ La stima di Holsten-Laubach-Williams del tasso reale neutrale della Fed è attualmente dello 0,7%. Aggiungendo l'obiettivo di inflazione del 2% si arriva a un tasso nominale neutro del 2,7%. In alternativa, osservando il diagramma a punti della Fed, il punto mediano a più lungo termine si attesta al 2,56%, mentre anche il punto più ottimista, al 3,75%, è significativamente inferiore alle attuali aspettative del mercato.

⁴ Si veda la fig. 2 in [What to watch I 11 April 2024](#).

lungo termine che il tasso terminale siano destinati a una correzione, con il rendimento a 10 anni che si avvicina a un livello intorno al 4,1% su base annua.

Figura 2: Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e aspettative di mercato sui tassi terminali

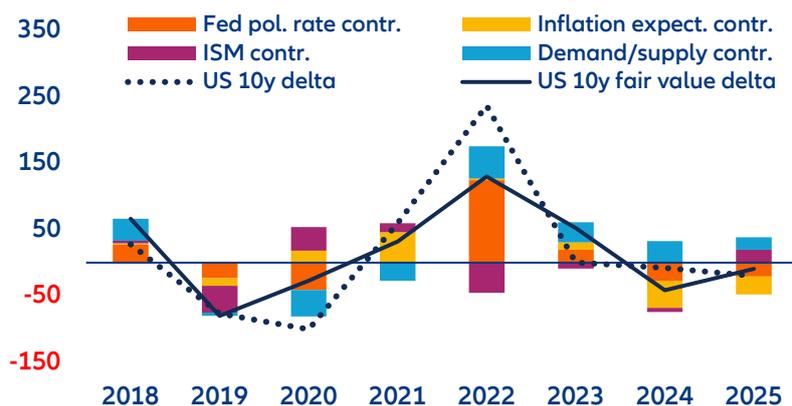


Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Note: I tassi terminali sono derivati dai futures del mercato monetario per la fine del 2026.

Anche i fattori strutturali indicano una correzione. La Figura 3 mostra i contributi alle variazioni annuali della nostra previsione di *fair value* per i rendimenti a 10 anni degli USA⁵. Stimiamo che il *fair value* scenderà dal 4,1% alla fine del 2023 al 3,7% e al 3,6% nel 2024 e nel 2025, visti i tagli dei tassi di politica economica di 100 pb quest'anno e di 75 pb l'anno prossimo. La normalizzazione delle aspettative d'inflazione è un altro importante fattore di spinta al ribasso, mentre il crescente squilibrio tra domanda e offerta di obbligazioni agisce come forza contraria, dato l'ampio deficit fiscale degli Stati Uniti e l'inasprimento quantitativo in corso. Se applichiamo le nostre previsioni riviste di soli 50 pb di tagli quest'anno e 125 pb di tagli l'anno prossimo, nonché una normalizzazione leggermente più lenta delle aspettative di inflazione in presenza di un'inflazione più vischiosa, ci aspettiamo ancora di vedere il *fair value* intorno al 4,0% alla fine di quest'anno e al 3,9% alla fine dell'anno prossimo. Anche queste stime sono ben al di sotto dei livelli attuali e dei tassi a termine impliciti nel mercato.

Figura 3: Contributo del modello di *fair value* di Allianz Research alle variazioni dei tassi di interesse a lungo termine, in bps



Fonti: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research

Nel complesso, siamo moderatamente positivi sulla duration agli attuali livelli di rendimento negli Stati Uniti, ma più cauti nell'Eurozona, dove vediamo meno errori di valutazione sia per i tassi terminali che per i rendimenti tedeschi a 10 anni. Prevediamo un calo dei tassi d'interesse a lungo termine negli Stati Uniti, indipendentemente dal fatto che si considerino i prezzi dei tassi terminali o i fattori strutturali. Nell'Eurozona, invece, abbiamo una convinzione di duration lunga leggermente inferiore, dato che il tasso terminale attualmente prezzato del 2,5% non

⁵ Si veda il nostro report [Global economic outlook: It's a wrap!](#)

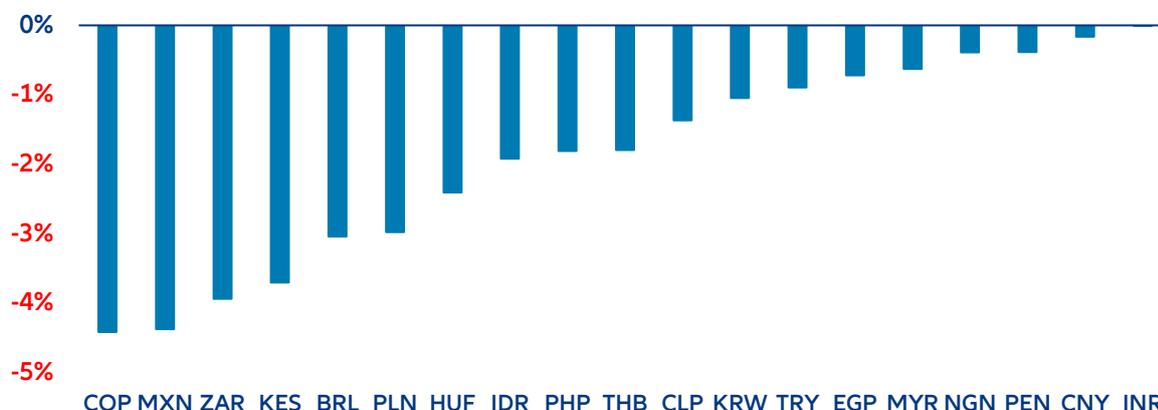
è molto lontano dalla nostra stima del 2,25%. Inoltre, il nostro modello di fair value suggerisce che il Bund è equamente prezzato agli attuali livelli di rendimento di circa il 2,5%.

Mercati finanziari EM: allacciate le cinture di sicurezza

Il rischio di un allentamento ritardato della politica monetaria statunitense getta un'ombra sulle economie emergenti. Con la ricalibrazione delle aspettative di mercato verso un numero potenzialmente inferiore di tagli dei tassi della Fed quest'anno, i mercati emergenti (EM) ne stanno risentendo. Sebbene siano riusciti a resistere al cambiamento più graduale delle aspettative registrato nel 1° trimestre, il rapporto sull'inflazione degli Stati Uniti di marzo ha creato onde d'urto sotto forma di deflussi di capitali, deprezzamenti valutari e volatilità degli asset finanziari.

La debolezza dei tassi di cambio è un campanello d'allarme. Il rafforzamento del dollaro USA - che non si è limitato alle valute EM, ma ha interessato anche le principali valute come l'euro o lo yen - è il riflesso del cambiamento del sentiment degli investitori, con gli asset denominati in dollari USA sempre più favoriti dall'aumento dei tassi di interesse. Questo comportamento di fuga dai beni rifugio - temporaneamente esacerbato dalle crescenti tensioni tra Israele e Iran - è la prova della fragilità dell'attuale contesto di mercato. Alcune delle valute preferite dagli investitori per il *carry trade* in questo ciclo, come l'MXN e il BRL, sono tra le più colpite (Figura 4), anche se per il momento questo non è un segnale che i mercati siano più preoccupati per questi Paesi rispetto ad altri. Tuttavia, per i Paesi alle prese con altri problemi, come le crescenti tensioni politiche dovute alle prossime elezioni, questa situazione può esacerbare i deflussi. Anche la mancanza di una reazione immediata da parte del mercato non è necessariamente positiva: per i paesi che intervengono sui mercati per mantenere determinati tassi di cambio o controllare i deprezzamenti, difendere le proprie posizioni è diventato più costoso in termini di riserve valutarie. Più a lungo durerà questa situazione, più sarà complicato mantenere queste politiche.

Figura 4: Performance valutaria di alcune valute EM rispetto al dollaro USA dal 9 aprile



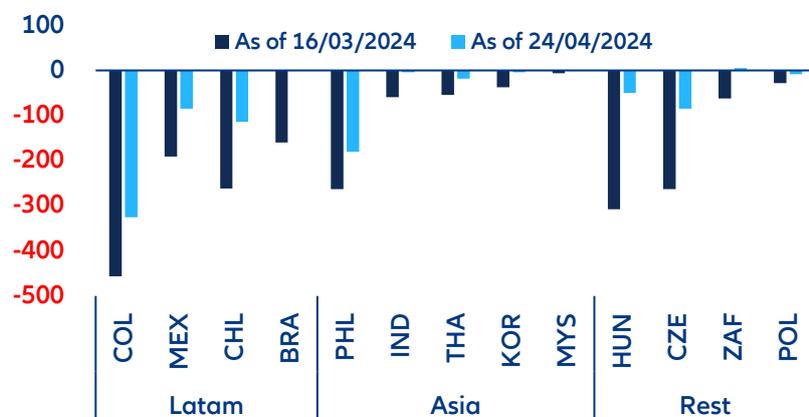
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Le banche centrali degli EM si trovano ora tra l'incudine e il martello. Dalla fine del 2023, molti Paesi emergenti hanno intrapreso un percorso di normalizzazione della politica monetaria, spinti dalla promettente direzione della disinflazione interna, dalle crescenti preoccupazioni per l'impatto economico e fiscale dei tassi d'interesse elevati e dalla fiducia nel previsto ciclo di allentamento da parte delle principali banche centrali. La reazione dei mercati, senza soluzione di continuità, sembra approvare l'adozione di misure proattive da parte degli EM, senza attendere la guida della Fed⁶. Ma ora la situazione è cambiata. Mentre i mercati hanno ridimensionato le aspettative di taglio nelle economie avanzate, hanno fatto lo stesso per i Paesi emergenti; in alcuni casi l'aggiustamento è stato superiore a 100 pb per i prossimi 12 mesi (Figura 5). Sebbene sia necessario per mantenere la stabilità finanziaria,

⁶ O, per i Paesi dell'Europa orientale, la BCE. Anche se in questo caso l'entità dello shock inflazionistico del 2022 è stata maggiore in termini assoluti e relativi (rispetto all'inflazione media della storia recente).

questo sviluppo non facilita le economie che continuano a richiedere un allentamento monetario per accelerare la crescita economica.

Figura 5: Confronto tra i tagli dei tassi di riferimento (bps) ipotizzati dal mercato per i 12 mesi successivi: quanto prezzato a metà marzo vs. quanto prezzato a fine aprile



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

I rendimenti delle obbligazioni EM sono saliti al di sopra dei valori da noi previsti per la fine dell'anno, ma dovrebbe prevalere un approccio cauto poiché anche i rischi di ribasso sono in aumento. Non solo gli EM sono stati molto efficaci nel contrastare le pressioni inflazionistiche e nel gestire il ciclo di inasprimento⁷, ma quest'anno sono anche riusciti a emettere gran parte del fabbisogno di prestiti per il 2024 quando si tratta di debito denominato in valuta estera, approfittando delle condizioni di mercato più favorevoli. Per questo motivo, anche se tassi di rifinanziamento più alti e più lunghi potrebbero mettere a rischio la sostenibilità del debito, i mercati hanno mantenuto stabile la loro valutazione del premio al rischio per i principali emittenti sovrani. Per il momento il mercato ritiene che, finché l'attuale riprezzamento è "solo" un ritardo dei tagli della Fed al 2025 e non un aumento dei tassi terminali, anche l'impatto sui rendimenti EM dovrebbe essere temporaneo. Tuttavia, i rischi di ribasso sono aumentati rispetto alle nostre previsioni di marzo e continueranno a farlo quanto più a lungo permarrà l'incertezza, perché si tradurrà, poco a poco, in un aumento dei costi effettivi del debito. Attualmente, i rendimenti del nostro indice di riferimento per le obbligazioni sovrane in valuta forte si attestano al 6,7% rispetto al 6,2% di inizio anno, mentre gli spread si sono addirittura compressi (200bps rispetto ai 215bps di inizio anno). In prospettiva, prevediamo un moderato allargamento degli spread per le obbligazioni in valuta forte, fino a 225 pb entro la fine dell'anno, mentre i rendimenti complessivi dovrebbero scendere al 6,25%, grazie al calo dei tassi privi di rischio. Analogamente, ci aspettiamo che anche i rendimenti delle obbligazioni in valuta locale diminuiscano fino a fine anno (vicino al 6% per il nostro benchmark), sebbene le aspettative iniziali di un dollaro relativamente più debole nel 2024 si siano affievolite.

Inflazione e risultati elettorali: Non c'è un nesso

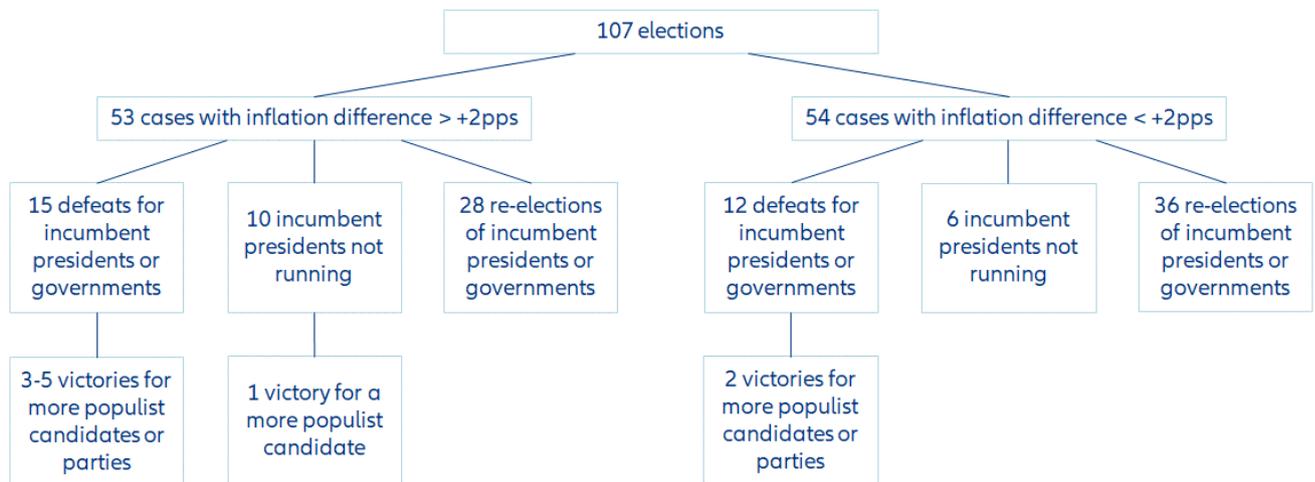
Il ritorno dell'inflazione nel 2021-2023 ha influenzato i risultati elettorali? Recenti ricerche hanno sollevato la questione se l'effetto negativo dell'inflazione sul potere d'acquisto dei consumatori abbia avuto un ruolo nei recenti risultati elettorali⁸. Per scoprirlo, esaminiamo 107 elezioni presidenziali e parlamentari in 63 grandi mercati sviluppati ed emergenti dal 2021. Calcoliamo la differenza tra il tasso di inflazione medio annuo negli ultimi sei mesi prima delle elezioni e il tasso di inflazione medio annuo nei cinque anni completi precedenti l'anno elettorale. Partendo dal presupposto che tale differenza è percepita in modo significativo dagli elettori se superiore a +2pps,

⁷ Probabilmente una delle regioni migliori in questo senso è stata, salvo eccezioni, l'America Latina. Si veda [Latin America: shall we dance?](#) il nostro ultimo report sul continente.

⁸ Si veda per esempio [www.brookings: inflation-politics-is-clearer-than-inflation-economics](#), [www.abcnews: inflation-helped-decide-elections-worldwide](#), [www.ceyda_oner \(imf\): Inflation-prices-on-the-rise](#), [www.reuters: fed-report-cites-inflation-us-election-key-financial-stability-risks-2024-04-19](#), [www.thefulcrum: the election may turn on inflation, but do we even understand it](#), [www.businessinsider: 2024-elections-inflation](#).

abbiamo confrontato questo dato con gli esiti delle elezioni. Come mostra la Figura 6, la maggior parte dei presidenti o dei governi in carica sono stati rieletti, indipendentemente dal fatto che l'andamento dell'inflazione prima delle elezioni fosse significativamente positivo o meno. Nel migliore dei casi, i candidati o i partiti dell'opposizione hanno avuto un moderato vantaggio a vincere se l'inflazione era significativamente più alta poco prima delle elezioni. Inoltre, nelle 53 elezioni in cui si è verificato quest'ultimo caso, un presidente o un governo significativamente più populista è stato eletto rispetto al passato in sei casi al massimo⁹. Questo dato si confronta con due spostamenti verso esiti più populistici su 54 elezioni che non sono stati accompagnati da un aumento dell'inflazione.

Figura 6: L'effetto dell'inflazione sulle elezioni (da gennaio 2021 ad aprile 2024).



Fonti: varies, Allianz Research

Tuttavia, l'Argentina, l'Italia e gli Stati Uniti sono eccezioni di rilievo che, come la Slovacchia, la Finlandia e la Bulgaria, sono passate a governi percepiti come più populistici a fronte di un aumento dell'inflazione. Il presidente argentino Milei è stato eletto nel novembre 2023 con un programma populista, mentre in Italia una coalizione di destra guidata dall'estrema destra Fratelli d'Italia ha ottenuto una comoda maggioranza parlamentare nel settembre 2022, anche se alcuni analisti sostengono che il precedente "governo di unità nazionale" sotto l'ex primo ministro Draghi comprendeva anche diversi partiti populistici. Negli Stati Uniti, i Repubblicani hanno strappato ai Democratici la maggioranza alla Camera dei Rappresentanti nelle elezioni di medio termine del novembre 2022, il che può essere visto come uno spostamento verso un maggiore populismo (in particolare per quanto riguarda le restrizioni al commercio estero e la migrazione), che i Repubblicani hanno sempre più perseguito dalla presidenza di Donald Trump (2017-2020). In Slovacchia, il partito nazionalista populista di sinistra Smer-SD, guidato dal quattro volte primo ministro Fico, che usa spesso una retorica filo-russa, ha guidato un governo di coalizione dopo le elezioni legislative del settembre 2023. Anche in Finlandia e in Bulgaria, partiti etichettati come populistici (rispettivamente il Partito dei Finlandesi e il GERB) sono entrati a far parte di governi di coalizione alle recenti elezioni.

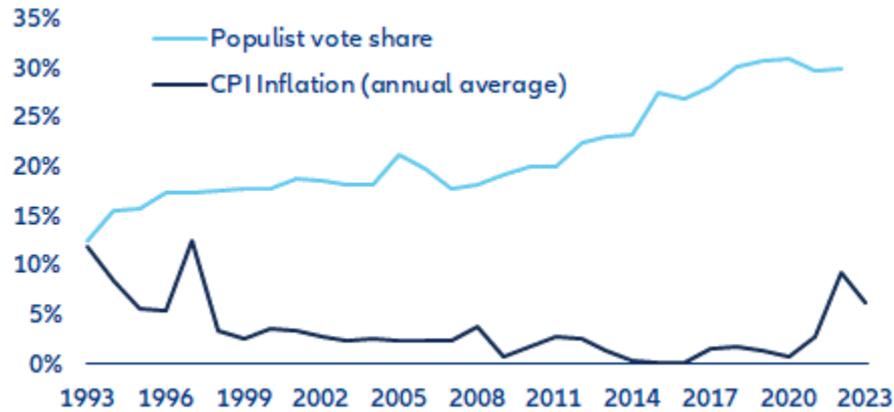
Va inoltre ricordato che in alcuni Paesi i governi in carica sono stati rieletti nonostante un'inflazione a due cifre al momento delle ultime elezioni. Tra questi, i presidenti populistici o integralisti di Turchia (2023), Egitto (2023) e Serbia (2022), nonché i partiti o le coalizioni con maggioranza parlamentare in Argentina (2023), Turchia (2023), Lettonia (2022), Estonia (2023), Serbia (2022) e Brasile (2022). Inoltre, in Polonia, la Coalizione civica centrista guidata dal primo ministro Donald Tusk ha superato il partito populista PiS nelle elezioni parlamentari del 2023..

⁹ I termini "populista" e "più populista" sono ovviamente soggetti a percezioni soggettive. Per quanto riguarda i Paesi europei, ci siamo orientati sulla categorizzazione dei partiti in base a [The PopuList: A Database of Populist, Far-Left, and Far-Right Parties Using Expert-Informed Qualitative Comparative Classification \(EiQCC\) | British Journal of Political Science | Cambridge Core](#), Settembre 2023. Per i Paesi extraeuropei abbiamo seguito la categorizzazione presente nella maggior parte degli articoli di stampa.

Non esiste inoltre una correlazione positiva a lungo termine tra l'inflazione e la quota di voti populistici nell'UE.

La quota di voti populistici sul totale dei voti nell'UE è aumentata costantemente negli ultimi 30 anni, passando dal 12% nel 1993 al 30% nel 2022. Allo stesso tempo, l'inflazione media annua nell'UE è scesa da un livello elevato nei primi anni '90 a un livello moderato inferiore al 4% nel periodo dal 1998 al 2021, prima di aumentare temporaneamente nel 2022-2023 a causa dell'improvviso e forte aumento dei prezzi dell'energia in seguito allo scoppio della guerra in Ucraina (Figura 7). La correlazione a lungo termine tra i due indicatori è chiaramente negativa (-44%).

Figura 7: Inflazione media annua e quota di voti populistici nell'UE



Fonti: FMI, PopuList, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità di cui sotto.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi potrebbero differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

o implicite in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, compresi quelli derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese per sinistri, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o più pronunciati a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o le dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, tranne che per le informazioni che devono essere divulgate per legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes