



# FIXED INCOME OUTLOOK

Le rotte per affrontare l'incertezza

GIUGNO 2025

Dopo un inizio d'anno turbolento, segnato da segnali contrastanti provenienti dalle banche centrali, tensioni geopolitiche e annunci tariffari controversi dell'amministrazione Trump, i mercati obbligazionari stanno entrando nella seconda metà del 2025 con una cauta resilienza. Sebbene l'inflazione in Europa stia gradualmente calando, gli Stati Uniti si trovano ad affrontare un contesto più complesso, fatto di rallentamento della crescita e potenziali errori di politica economica. Dai titoli di Stato europei al credito statunitense, i gestori obbligazionari di Generali Investments ci indicano dove ritengono si possa trovare valore in un contesto ancora volatile.



**Sebastiano Chiodino**

Head of Liability-Driven Investments,  
Generali Asset Management



## PROSPETTIVE LDI: SEGNALI DI IRRIPIDIMENTO DELLA CURVA A LIVELLO GLOBALE

I mercati obbligazionari globali continuano ad essere influenzati da negoziati commerciali, rischi geopolitici, politiche fiscali nazionali e azioni delle banche centrali. Si prevede che l'irripidimento della curva dei rendimenti a livello globale osservato tra i principali mercati sviluppati proseguirà, guidato da cambiamenti nelle politiche monetarie, crescita economica e squilibri tra domanda e offerta. Mentre i mercati stanno prezzando due scenari diversi negli Stati Uniti e in Europa, i rendimenti a lungo termine – soprattutto negli Stati Uniti – potrebbero aumentare ulteriormente a causa di timori sulla sostenibilità fiscale e di un aumento dell'emissione di titoli.

L'impatto del taglio fiscale negli Stati Uniti, in linea con il secondo mandato del presidente Trump, potrebbe accrescere significativamente il deficit pubblico nel prossimo decennio. Le pressioni a lungo termine sul debito e il prossimo aumento della spesa infrastrutturale in Europa – in particolare in Germania – contribuiranno probabilmente a questa tendenza. Inoltre, il bilancio 2026 della Francia potrebbe affrontare varie sfide in considerazione della frammentazione politica e delle tensioni tra presidenza e governo, aggravate dalla mancanza di una maggioranza parlamentare che alimenta dubbi sulla pianificazione fiscale e sulla sostenibilità.

Questi fattori dovrebbero guidare il sentiment tra gli investitori, con un impatto sui mercati obbligazionari globali. In questo contesto, i rendimenti decennali negli Stati Uniti e in Europa dovrebbero rimanere in un intervallo ristretto nel breve periodo, nascondendo rischi potenziali nel lungo termine.

Nei mercati del credito, solidi fondamentali e un interesse degli investitori per il "risk and carry" dovrebbero continuare a sostenere le obbligazioni di alta qualità, come dimostrato dalla domanda robusta e i premi stabili delle nuove emissioni. Tuttavia, la volatilità potrebbe riemergere se i rendimenti totali tornassero negativi, con la performance degli spread che dipenderà in larga parte da quanto gli investitori saranno disposti ad assumersi rischio di credito in cambio di rendimento. I mercati high yield continueranno verosimilmente ad essere guidati da fattori tecnici, mentre i recenti rally hanno ridotto le valutazioni comprimendo il potenziale di upside. In questo contesto riteniamo opportuno considerare strategie di copertura.



**Cindy A. Beaulieu**

Managing Director and Portfolio manager,  
Conning



## COMPIACENZA NONOSTANTE IL CAOS

Il presidente Trump ha presentato un piano ambizioso per il suo secondo mandato, con l'intenzione di attuarlo rapidamente grazie al sostegno di un Congresso a maggioranza repubblicana. Il programma comprende riforme in materia di immigrazione, negoziati commerciali, estensione e rafforzamento dei tagli fiscali del 2017, e deregolamentazione. Gli operatori di mercato hanno dimostrato ottimismo, reputando che tali misure potessero favorire una crescita economica più solida e coerente negli Stati Uniti, portando a nuovi massimi nei mercati azionari, ad un irripidimento della curva dei rendimenti dei Treasury e ad una contrazione degli spread nel reddito fisso.

Tuttavia, era evidente una maggioranza repubblicana estremamente risicata, che avrebbe potuto ostacolare l'approvazione delle principali misure legislative, insieme a dati economici che segnalavano un rallentamento rispetto alla seconda metà del 2024.

Il 2 aprile, poi, è arrivato il "Giorno della Liberazione", quando Trump ha annunciato dazi punitivi su vasta scala, pensati per spingere i Paesi al tavolo dei negoziati – provocando un'immediata e violenta correzione dei mercati. Una settimana dopo, Trump ha sospeso i dazi per 90 giorni e i mercati non hanno impiegato molto a recuperare i livelli da cui erano partiti a inizio anno.

Guardiamo alla seconda metà del 2025 con cautela. Mentre l'economia statunitense sembra stabilizzarsi – anche se con tassi di crescita inferiori – riteniamo che le valutazioni di mercato non stiano nuovamente tenendo conto dei rischi. Permangono infatti grande incertezza e imprevedibilità legate agli obiettivi di politica economica dell'amministrazione Trump. Anche se il mercato del lavoro resta solido, esiste il rischio di un indebolimento, soprattutto in caso di esito sfavorevole sui dazi. In un contesto così poco chiaro, la Federal Reserve potrebbe essere costretta a restare in attesa, nonostante i mercati stiano prezzando nuovi tagli dei tassi. Nel frattempo, vediamo ancora solidi fondamentali in molti settori nei quali investiamo e, sostenuti da tassi d'interesse più elevati, i rendimenti degli attivi obbligazionari statunitensi restano interessanti.



**Mauro Valle**  
Head of Fixed Income,  
Generali Asset Management



## SPREAD BTP-BUND SOTTO I 100 PB: IL RALLY PUÒ DURARE?

Il recente restringimento dello spread BTP-Bund sotto i 100 punti base – un livello che non si vedeva dal marzo 2021 – è stato guidato da diversi fattori positivi. La crescita economica italiana negli ultimi anni è stata solida, con una sovraperformance rispetto alla media dell'area euro, il che ha contribuito a stabilizzare il rapporto debito/PIL. Questo è stato possibile grazie a una politica di bilancio che ha mantenuto sotto controllo la spesa pubblica. Il disavanzo dell'Italia nel 2024 è stato migliore del previsto, pari al 3,4%, con un leggero miglioramento previsto per il 2025. Questi sviluppi sono stati riconosciuti dalle agenzie di rating, come dimostra il recente upgrade del rating sovrano dell'Italia da parte di S&P a BBB+.

La soglia dei 100 punti base rappresenta un livello tecnico importante e, nell'ultimo decennio, i BTP non sono riusciti a consolidarsi al di sotto di essa. Che gli spread possano restare sotto o sopra tale soglia dipenderà da due condizioni chiave: da un lato, un momentum economico positivo accompagnato da una politica fiscale disciplinata, dall'altro, un contesto globale caratterizzato da tassi d'interesse stabili o in calo. Un altro elemento importante è il cambiamento delle dinamiche fiscali nell'area euro. La spesa pubblica è in crescita in diversi Paesi – non solo in Francia, ma anche in Germania, che ha annunciato investimenti in difesa e in infrastrutture. Questa convergenza fiscale contribuisce a ridurre il rischio di divergenza nei tassi sovrani, sostenendo i titoli periferici.

Sebbene gli attuali spread italiani risultino meno interessanti dal punto di vista storico, riteniamo che siano sostenibili e che le buone performance dei BTP possano proseguire nel medio-lungo periodo. Il fatto che lo spread sia sceso sotto i 100 punti base non è di per sé un motivo per ridurre l'esposizione. Il principale rischio per il mercato resta la volatilità, come visto ad aprile, quando l'annuncio dei nuovi dazi da parte di Trump ha spinto lo spread a 130 pb. Fondamentalmente, i BTP restano supportati, anche se l'elevata volatilità potrebbe richiedere qualche aggiustamento tattico.

Per il comparto obbligazionario, la crescita moderata e l'inflazione sotto il target del 2% della BCE dovrebbe giustificare almeno un ulteriore taglio dei tassi. Yield superiori al 2,5% offrono interessanti opportunità per una esposizione moderata ai tassi. Al contrario, la Fed resta prudente, con i rendimenti decennali dei Treasury visti come neutrali intorno al 4,5%, a meno che non si indebolisca il mercato del lavoro.



**Stanislas de Baillencourt**  
Head of Asset Allocation & Fixed Income,  
Sycomore Asset Management



## OPPORTUNITÀ DI RENDIMENTO RESILIENTI NEL REDDITO FISSO EUROPEO RESPONSABILE

L'incertezza geopolitica – in particolare legata alla politica commerciale di Trump – continua a pesare sulle prospettive di crescita globale. Nonostante la sospensione di 90 giorni dei dazi, l'effetto complessivo è ancora di elevata imprevedibilità.

Di conseguenza, ci aspettiamo una crescita più debole negli Stati Uniti nella seconda metà dell'anno. In Europa, al contrario, l'inflazione è ora sotto controllo e, con una crescita e un'inflazione inferiori, la Banca Centrale Europea ha ampio margine per tagliare i tassi, potenzialmente fino all'1,75% nei prossimi mesi.

Il recente annuncio da parte della Germania di un piano fiscale annuale da 100 miliardi di euro rappresenta uno stimolo sostanziale a sostegno dell'attività economica e dei mercati del credito. Tuttavia, genera anche pressioni al rialzo sui rendimenti di lungo termine, mentre le azioni della BCE spingono al ribasso i tassi a breve, con un conseguente irripidimento della curva dei rendimenti. Questa dinamica, combinata con l'effetto di "roll-down", crea un contesto favorevole per gli investitori obbligazionari europei.

Passando al credito corporate, gli utili si sono dimostrati resilienti nonostante il contesto macroeconomico sfidante. Con il ritorno della liquidità sul mercato negli ultimi 12 mesi, la domanda di rendimento, in particolare attraverso obbligazioni societarie, sta crescendo – come si osserva nei mercati primari. Gli spread sono attualmente contenuti, ma ciò riflette solidi fondamentali, bassi tassi di default e una domanda sostenuta da parte degli investitori.

Anche gli investimenti responsabili stanno guadagnando slancio, con un interesse crescente degli investitori che cercano di assicurarsi rendimenti interessanti. Parallelamente, cresce il mercato degli strumenti con label ESG, di emittenti che propongono sempre più sustainability-linked bonds (SLBs) e obbligazioni che integrino i criteri ESG.

Guardando ai settori del credito, abbiamo ridotto l'esposizione all'automotive e ci stiamo concentrando sui titoli crossover (rating BBB–BB) che offrono rendimenti corretti per il rischio interessanti. L'high yield europeo continua a mostrare una certa tenuta rispetto agli Stati Uniti, beneficiando di una minore esposizione ai settori oil, gas e materie prime – comparti sotto pressione a causa del calo dei prezzi delle commodity. Un'applicazione più rigorosa dei criteri ESG in Europa permette inoltre una maggiore selezione qualitativa, offrendo maggiore stabilità e valore strutturale in un contesto complesso.

In conclusione, riteniamo che l'Europa offra uno scenario più solido per il reddito fisso responsabile rispetto agli Stati Uniti, grazie a dinamiche fiscali più controllate e a una composizione settoriale più favorevole.



**Witold Bahrke**  
Senior Macro & Allocation Strategist,  
Global Evolution



## DEBITO EMERGENTE: L'OUTPERFORMANCE NON È UN CASO

Il consenso di inizio anno si è rivelato clamorosamente errato: gli ostacoli legati ai dazi commerciali non hanno penalizzato il debito dei mercati emergenti (EMD), che ha sovraperformato molti mercati sviluppati. Non si è trattato di un'anomalia. Al contrario, è la conferma che le obbligazioni emergenti stanno beneficiando di due forze top-down fondamentali che dovrebbero continuare a creare un contesto favorevole anche per la seconda metà del 2025.

Il primo fattore riguarda la fine dell'eccezionalismo statunitense. I differenziali di crescita tra gli Stati Uniti e il resto del mondo si stanno spostando a favore di quest'ultimo. L'impulso fiscale negli USA si sta riducendo, mentre aumenta altrove. Inoltre, la guerra commerciale ha colpito duramente il sentiment legato agli Stati Uniti. Questo ha messo sotto pressione il dollaro e ha favorito le valute emergenti. Di conseguenza, le condizioni monetarie si sono allentate, sostenendo l'appetito per il rischio nei mercati emergenti.

Il secondo fattore è legato all'incertezza politica, che sta sostenendo il rendimento del debito EM. Il percorso resta incerto, ma dopo aver raggiunto livelli elevati a inizio aprile, i dazi USA sono stati in parte ridimensionati, con la Casa Bianca che ha mostrato segnali di "ritirata" nella guerra dei dazi.

È importante sottolineare che l'incertezza geopolitica resterà elevata. La buona notizia è che i mercati di frontiera e le obbligazioni in valuta locale nei mercati emergenti, in particolare, tendono a comportarsi bene in contesti caratterizzati da elevata, ma non estrema, incertezza geopolitica.

Di recente, le aspettative di crescita negli USA hanno toccato i minimi. Tatticamente, l'incertezza politica potrebbe superare l'eccezionalismo USA come principale driver dell'appetito per il rischio nei Mercati Emergenti. Il rischio di credito è quello che ne beneficerà maggiormente. Nel breve termine, le obbligazioni EM in valuta forte dovrebbero quindi continuare a sovraperformare. In ottica strategica, manteniamo una preferenza per il debito in valuta locale, in quanto i differenziali di crescita torneranno al centro dell'attenzione una volta superato il primo shock legato all'incertezza politica.

Preferiamo i segmenti meno vulnerabili a nuove restrizioni commerciali, come America Latina e mercati di frontiera. Inoltre, Paesi con forti progressi riformatori – come Argentina o Nigeria – o con un'alta probabilità di essere promossi al grado investment grade – come Serbia e Oman – rientrano tra le nostre preferenze.



**Simon Thorp**  
CIO of Corporate Credit,  
Aperture Investors



## LA DISPERSIONE DEL CREDITO OFFRE AMPIE OPPORTUNITÀ PER STRATEGIE LONG/SHORT

I mercati del credito si sono ripresi bene dopo il sell-off di aprile causato dai dazi. Tuttavia, gli spread high yield statunitensi restano 50 punti base più ampi rispetto ai minimi del primo trimestre 2025 (gli spread europei sono più larghi di 20 pb). Dopo un breve periodo di deflussi, si sono registrati forti afflussi verso la classe di attivo. Considerando che i dati macroeconomici finora si stanno mantenendo solidi, sembra che la volatilità osservata nel secondo trimestre possa essere stata un eccesso temporaneo.

Riteniamo che i mercati del credito siano ben posizionati per beneficiare di un contesto in cui la crescita globale dovrebbe restare moderata e i tassi d'interesse tendere al ribasso gradualmente. Gli spread creditizi sono oggi più stretti rispetto alla media storica, ma ciò è giustificato da un miglioramento della qualità creditizia e da duration più brevi rispetto al passato, mentre i mercati dei titoli governativi presentano generalmente una qualità molto inferiore.

Analizzando più a fondo il credito, osserviamo una dispersione elevata per settori e singoli emittenti, segno che vi sono interessanti opportunità in strategie long/short e in posizionamenti relative-value.

Guardando avanti, se l'inflazione resta sotto controllo, la crescita economica si mantiene solida, i dazi si stabilizzano su livelli contenuti e si concretizzano tagli dei tassi come atteso nel breve termine, ci aspettiamo una outperformance soprattutto nei settori auto, chimico, energetico e retail.

Se invece dovesse emergere un vero rischio recessivo e/o un aumento dei rendimenti dei Treasury USA (causati da politiche fiscali espansive o aspettative d'inflazione crescenti), i mercati del credito potrebbero invertirsi bruscamente. Ciò potrebbe essere alimentato da deflussi e rendere attraenti i rendimenti corretti per il rischio sul lato short, man mano che il mercato inizia a prezzare un aumento del rischio di default.

In sintesi, sebbene il mercato appaia leggermente meno volatile rispetto all'inizio del secondo trimestre, riteniamo che l'incertezza – sia economica sia geopolitica – resti elevata.

Riteniamo che questa asset class abbia il potenziale per offrire rendimenti corretti per il rischio interessanti nel 2025. Tuttavia, in un contesto di incertezza accentuata, riteniamo che le strategie creditizie con copertura siano ben posizionate per affrontare questo scenario.



**Mauro Ratto**  
Co-Founder & Co-Chief Investment Officer,  
Plenisfer Investments



## CAUTO OTTIMISMO CON FOCUS SU YIELD REALI E OPPORTUNITÀ UNCONSTRAINED

La prima metà dell'anno ha offerto un quadro contrastante per gli investitori obbligazionari. I mercati del credito hanno mostrato una tenuta complessiva, ma la volatilità è riemersa tra le emissioni con rating più basso, alimentata da rischi geopolitici, incertezze legate ai dazi e allargamento degli spread. Sebbene gran parte di questa fase sia stata riassorbita – con spread più stretti e mercati azionari vicini ai massimi – due sviluppi rilevanti stanno modificando lo scenario: l'indebolimento del dollaro statunitense e la crescente pressione sul debito sovrano USA.

Il recente cambiamento di tono della Federal Reserve è stato significativo. Pur segnalando rischi di stagflazione, la Fed ha escluso ulteriori tagli dei tassi. Le politiche sui tassi dovrebbero ora stabilizzarsi attorno al 3,5% per i prossimi due anni, interrompendo il rally obbligazionario iniziato all'inizio del 2024. Tuttavia, la parte breve e intermedia della curva dei rendimenti statunitensi – in particolare la scadenza a cinque anni – continua a offrire valore interessante, con rendimenti reali superiori all'1,5%, a fronte di un'inflazione che si mantiene stabile o in lieve discesa.

Fare previsioni macroeconomiche resta tuttavia complesso. Alcuni investimenti in conto capitale guidati dalla tecnologia, come la crescita dei data centre negli USA, hanno sostenuto la crescita del PIL USA nel primo trimestre (+1%), nonostante un ampio deficit della bilancia commerciale. L'occupazione rimane solida, ma la bassa fiducia dei consumatori e il rallentamento dell'immigrazione potrebbero creare pressioni sul mercato del lavoro. L'inflazione, inoltre, risulta più persistente per effetto dei dazi e dei costi sostenuti dai consumatori, rendendo lo scenario ancora più incerto.

A livello globale, i prezzi del petrolio restano moderati – in gran parte per l'eccesso di offerta da parte dell'OPEC – il che favorisce l'attività economica e contribuisce a contenere l'inflazione. Ma questo equilibrio resta fragile e soggetto a shock geopolitici e legati alla domanda.

In questo contesto, le curve euro appaiono pienamente prezzate, mentre sulla parte breve e intermedia della curva statunitense permangono opportunità. Tuttavia, il rischio aumenta nel caso di una nuova accelerazione dell'inflazione, soprattutto sulla parte lunga.

Gli spread restano contenuti. La nostra esposizione a debito subordinato e ad AT1 ha funzionato bene nelle fasi di volatilità, ma oggi offre margini più limitati.

Più promettente risulta invece il debito in valuta locale nei mercati emergenti, in particolare Brasile e Messico, dove le banche centrali hanno mantenuto una politica monetaria restrittiva. Il tasso ufficiale in Brasile è intorno al 13,5%, con un'inflazione prevista tra il 7% e l'8%, il che implica rendimenti reali del 5–6%. Abbiamo avviato posizioni contenute sul debito brasiliano in valuta locale e ci stiamo muovendo anche sui tassi tramite swap, per catturare rendimento senza assumere rischio di cambio.

Nel complesso, la nostra strategia rimane improntata a un cauto ottimismo, con un focus su selezione del credito, gestione flessibile della duration e attenzione ai rendimenti reali e ai trend inflazionistici in un contesto macro altamente incerto.

### INFORMAZIONI IMPORTANTI

La presente comunicazione riguarda le entità elencate di seguito e non costituisce una comunicazione di marketing relativa a un fondo, un prodotto di investimento o servizi di investimento nel vostro Paese. Questo documento non è destinato a fornire consulenza in materia di investimenti, fiscale, contabile, professionale o legale.

General Investments Luxembourg S.A. è una società a responsabilità limitata di diritto lussemburghese (société anonyme) autorizzata come società di gestione UCITS e gestore di fondi di investimento alternativi (AIFM) in Lussemburgo, regolata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) – codice CSSF: S000000988 LEI: 222100FSOH054BLKJL62.

General Asset Management S.p.A., Società di gestione del risparmio italiana regolata dalla Banca d'Italia e incaricata di agire come promotore commerciale del Fondo nei paesi SEE in cui il Fondo è registrato alla distribuzione – Via Niccolò Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italia – C.M. n. 15376 – LEI: 5493000DG9IDT00X8E20.

Eventuali opinioni o previsioni fornite si riferiscono alla data specificata, possono variare senza preavviso, non garantiscono risultati futuri e non costituiscono una raccomandazione o un'offerta di prodotti o servizi di investimento. Il presente documento è destinato esclusivamente agli investitori professionali in Italia. Non è destinato agli investitori al dettaglio né ai "US Persons", come definito ai sensi del Regolamento S dello United States Securities Act del 1933, come modificato.

Le informazioni sono fornite da General Asset Management S.p.A. ("Emittente"). Tutti i dati contenuti nel documento, salvo indicazione contraria, sono forniti dall'Emittente. Questo materiale e i suoi contenuti non possono essere riprodotti o distribuiti, in tutto o in parte, senza il consenso esplicito dell'Emittente.