

# IL PROSSIMO CAPITOLO DEL REDDITO FISSO:

## Q&A su tagli dei tassi, crescita divergente e opportunità europee

OTTOBRE 2025



Con bilanci societari solidi in Europa e margini per ulteriori tagli dei tassi negli Stati Uniti, le condizioni sembrano favorevoli per il reddito fisso. Tuttavia, con traiettorie di crescita divergenti e potenziali shock come la situazione politica in corso in Francia, la gestione attiva del reddito fisso non è mai stata così cruciale. Salvatore Bruno e Mauro Valle di Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio ("Generali AM") condividono la loro visione sul contesto macroeconomico e sulle implicazioni per i portafogli obbligazionari.

- Osservando i casi in cui i rendimenti reali superano la crescita potenziale, emergono maggiori opportunità a medio termine in Europa rispetto agli Stati Uniti.
- Tuttavia, è necessario valutare attentamente i vari piani fiscali dei governi europei. La selezione attiva delle obbligazioni è fondamentale.
- Le tendenze più marcate in Europa sono state il restringimento degli spread tra Paesi core e periferici e l'inclinazione della curva dei rendimenti.
- Questo scenario è propizio per massimizzare i rendimenti di portafoglio e la strategia Euro Bonds lo sta sviluppando con una posizione neutrale di duration e un approccio tattico.



**Salvatore BRUNO**  
Vice Responsabile degli Investimenti  
& Responsabile della Gestione Attiva,  
Generali AM

### Dopo tutta la volatilità del 2025, come stanno andando adesso i mercati del reddito fisso?

Analizzando la differenza tra i tassi d'interesse reali e la crescita reale potenziale, gli spread negli Stati Uniti appaiono sostanzialmente bilanciati, mentre in Europa – in particolare in Germania, punto di riferimento per le curve dei rendimenti europei – i tassi reali risultano elevati rispetto alla crescita potenziale. Negli ultimi 2–3 anni, si è assistito a un rapido aggiustamento dei tassi dopo oltre un decennio di "repressione finanziaria" da parte delle banche centrali, che hanno mantenuto i rendimenti artificialmente bassi. Ora la situazione sembra normalizzata, con le variabili macroeconomiche fondamentali che tornano a influenzare significativamente le traiettorie dei tassi.

Pertanto, laddove i rendimenti reali superano la crescita reale potenziale, vediamo maggiori opportunità a medio termine nei tassi europei rispetto a quelli statunitensi. Tuttavia, va considerata l'intenzione dei governi europei di utilizzare la leva fiscale per evitare un rallentamento della crescita, dopo il forte rimbalzo post-Covid degli ultimi anni. La gestione attiva sarà essenziale per cogliere le opportunità di mercato.

### Cosa devono sapere gli investitori sulla divergenza attesa tra i tracciati dei tassi d'interesse della Fed e della BCE?

Si è discusso molto di "dominanza fiscale" negli Stati Uniti e del rischio che la Federal Reserve perda la propria indipendenza. In sostanza, l'espansione fiscale promessa dall'amministrazione Trump necessita di tassi d'interesse bassi per contenere il costo degli interessi sul debito, che ha superato il 10% delle entrate fiscali. Ciò ha generato forti pressioni sull'istituto centrale affinché riprenda il ciclo di tagli dei tassi.

Un primo taglio è stato effettivamente effettuato a settembre, in risposta all'indebolimento del mercato del lavoro. Tuttavia, il Presidente Powell ha ribadito la necessità di mantenere alta la vigilanza sull'inflazione. Non sarà facile risolvere il conflitto tra Casa Bianca e Fed prima del previsto cambio alla guida della banca centrale a metà 2026. Ciononostante, sembra esserci spazio per ulteriori tagli dei tassi, sebbene in numero inferiore rispetto alle attese del mercato.

Per quanto riguarda la BCE, invece, la situazione è diversa: il mercato non prevede ulteriori tagli, dato che l'inflazione dovrebbe stabilizzarsi e le prospettive di crescita appaiono migliorate. Gli investitori dovranno valutare i piani di espansione fiscale attesi, in particolare in Germania, e gli eventuali effetti di contagio derivanti dalle tensioni politiche francesi sui tassi di interesse locali.

### Quali saranno gli effetti del piano di riarmo della Germania sulla crescita e sull'industria in generale?

Il piano fiscale tedesco, per incrementare la spesa per la difesa e nelle infrastrutture, ammonta a quasi €1.000 miliardi in 10–12 anni. Sebbene la Germania disponga di una forte capacità di spesa, altri Paesi europei dovranno adottare misure compensative per mantenere l'equilibrio fiscale. Data la correlazione positiva tra la crescita tedesca e quella dell'Eurozona, si prevede che l'intera regione ne beneficerà, seppur con un effetto moltiplicatore più contenuto. La spesa per le infrastrutture avrà un impatto più significativo sull'industria tedesca, compresi i settori come l'edilizia, dei beni strumentali e della finanza. Inoltre, la Germania mira a ridurre le importazioni di difesa dagli Stati Uniti, il che potrebbe ulteriormente rafforzare l'economia europea.

**La spesa per le infrastrutture avrà un impatto più significativo sull'industria tedesca, compresi i settori come l'edilizia, dei beni strumentali e della finanza.**

”

Sul fronte dei tassi, la sostenibilità del debito è cruciale. I rendimenti di debito tedesco sono aumentati dopo l'annuncio della spesa, sebbene parte dell'incremento sia stato successivamente assorbito. Se la spesa sarà distribuita nel tempo, le preoccupazioni potrebbero attenuarsi. Inoltre, i parametri fiscali tedeschi restano più solidi rispetto a quelli dei Paesi meno disciplinati, quindi il mercato potrebbe sovrastimare l'impatto dell'aumento della spesa sui rendimenti dei Bund.

**Gli spread dei titoli di Stato dell'Eurozona sono molto stretti – quanto è rilevante oggi la distinzione tra Paesi core e periferici, alla luce della situazione politica in Francia?**

Emergono due elementi chiave: da un lato, gli spread dei Paesi periferici sono resilienti, con l'Italia apparentemente in grado di raggiungere l'obiettivo del 3% di deficit con un anno di anticipo. Dall'altro, le difficoltà politiche della Francia hanno spinto lo spread degli OAT sopra quello dei BTP italiani. L'instabilità politica francese e le preoccupazioni per una spesa incontrollata hanno portato il mercato a richiedere rendimenti più elevati sul debito francese, superando persino quelli dei Paesi periferici. Lo spread complessivo rispetto ai Bund si è ridotto, il che significa che la "distanza" dagli asset più sicuri è diminuita, rendendo la distinzione tra obbligazioni core e periferiche meno rilevante. Detto ciò, queste dinamiche devono essere rivalutate costantemente.



**Mauro VALLE**  
Head of Active Fixed Income  
Generali AM

**Vediamo come queste considerazioni si riflettono nei portafogli: qual è l'approccio alla duration e alla curva dei rendimenti nella strategia Euro Bonds, dato l'attuale contesto dei tassi?**

La BCE ha mantenuto i tassi fermi al 2% a settembre, prevedendo un'inflazione stabile nei prossimi anni e una crescita più equilibrata. I mercati non prezzano ulteriori tagli. I rendimenti dei Bund a 10 anni si sono mossi tra il 2,4% e il 2,8% da aprile, sostenuti da prospettive economiche migliorate e dall'espansione fiscale. I rendimenti potrebbero avvicinarsi al 3% se la crescita supererà l'1% e l'inflazione resterà sopra il 2%. Per ora, la nostra posizione rimane neutrale in attesa di un'opportunità per accorciare la duration.

Il tasso tedesco a 2 anni si aggira intorno al 2,0%, riflettendo aspettative di assenza di ulteriori tagli. La curva dei rendimenti ha subito aggiustamenti modesti: lo spread tra 10 e 2 anni si è ridotto leggermente a 70 punti base, mentre il segmento tra 30 e 10 anni

si è inclinato fino a 63 punti base. Pensiamo che il trend generale di irridimento abbia poco spazio per continuare, visto che la BCE probabilmente si fermerà al 2,0%. Comunque, lo spread 30-10 anni potrebbe continuare ad allargarsi, grazie all'espansione fiscale nei paesi dell'Eurozona.

**Quali opportunità europee ritenete più interessanti e quali più a rischio/vulnerabili nel contesto macro e politico attuale?**

Negli ultimi 18–24 mesi, le tendenze più marcate nel reddito fisso europeo sono state il restringimento degli spread core-periferia e l'irridimento della curva dei rendimenti. Sebbene queste dinamiche possano proseguire, i livelli attuali richiedono un monitoraggio attento. Se si confermeranno le aspettative di un tasso BCE stabile al 2%, combinato con una bassa volatilità dei tassi, la ricerca di opportunità di rendimento tramite carry trade è destinata a continuare. Le obbligazioni corporate investment grade europee offrono attualmente rendimenti intorno al 3% e, nonostante gli spread siano vicini ai minimi storici, riteniamo che questi livelli restino interessanti per gli investitori.

**Quali sono i principali rischi che monitorate nel settore dei Titoli di Stato, che siano – monetari, fiscali o geopolitici?**

Gli spread dei titoli OAT francesi si sono ampliati da metà agosto a causa della difficile situazione politica e delle preoccupazioni fiscali, incorporando nei prezzi il rischio di un declassamento del rating. Dopo le dimissioni del Primo Ministro Lecornu a inizio ottobre, Macron lo ha nuovamente nominato alla guida del governo. Sebbene per ora siano state evitate elezioni anticipate, l'incertezza politica resta elevata.

L'Assemblea frammentata rappresenta un rischio per la stabilità del governo e, nonostante vi sia una certa disponibilità al compromesso, il clima politico generale rimane teso. Il rischio di elezioni anticipate non è trascurabile, mentre le preoccupazioni fiscali si intensificano: il disavanzo previsto per il 2026 è ora stimato intorno al 5,5% del PIL, con un rapporto debito/PIL pari al 116%, poiché i tagli promessi per 40 miliardi di euro appaiono difficilmente realizzabili.

In un contesto di elevata incertezza politica, si prevede che gli spread degli OAT si muoveranno nella fascia alta del range osservato negli ultimi mesi, e non si può escludere un picco superiore ai 100 punti base.

Lo spread BTP-Bund a 10 anni si sta stabilizzando intorno agli 80 punti base e dovrebbe continuare a consolidarsi, grazie alla resilienza della crescita italiana e al miglioramento della disciplina fiscale, con un avanzo primario positivo atteso nella prossima legge di bilancio. L'espansione fiscale tedesca potrebbe inoltre sostenere gli spread periferici, poiché i deficit fiscali e i rapporti debito/PIL tendono a convergere tra i Paesi dell'area euro. Manteniamo una visione costruttiva sui titoli periferici, sebbene la volatilità degli spread dipenderà in larga parte dalle condizioni generali di mercato e dagli sviluppi in Francia.

**Lo spread BTP-Bund a 10 anni si sta stabilizzando intorno agli 80 punti base e dovrebbe continuare a consolidarsi**

”

## Come si è comportata la strategia Euro Bonds negli ultimi mesi e come è posizionata per il futuro?

Recentemente, la volatilità dei tassi è stata piuttosto bassa, grazie alla fine del ciclo di tagli della BCE e a un contesto economico relativamente stabile. I tassi tedeschi si sono mossi in range ristretto e registrano un trend neutro. Questo è positivo per la massimizzazione dei rendimenti del portafoglio e ne abbiamo beneficiato posizionandoci neutrali di duration negli ultimi due mesi, dopo essere stati positivi nella prima metà dell'anno. Abbiamo mantenuto una posizione lunga nella parte centrale della curva per cogliere opportunità di irridimento e una posizione corta sulle scadenze a 30 anni per difenderci da un'ulteriore inclinazione della parte lunga.

Siamo stati lunghi su Italia, Spagna e Grecia e corti sui titoli francesi. Guardando avanti, continueremo a mantenere una duration relativa neutrale con un approccio tattico. A livello di Paese, siamo corti su Germania e Francia, lunghi su obbligazioni UE, con posizioni sovrappese su Grecia, Spagna e Italia, mentre restiamo neutrali sul Portogallo. Per quanto riguarda la strategia sulla curva dei rendimenti, la strategia Euro Bonds è leggermente corta sul segmento a 2 anni, lunga sul tratto 5–10 anni e corta sul tratto 15–30 anni; stiamo monitorando quest'ultima esposizione, poiché riteniamo possa diventare meno interessante nella fase finale dell'irridimento della curva.

## GAMMA GIS EURO BOND<sup>4</sup>

### Generali Investments SICAV (GIS)

### GIS Euro Bond [\[factsheet\]](#)

**Fund manager** Mauro Valle

**ISIN (Eur B Acc.)** LU0145476148

**AUM** € 2,704.26M dati al 29/08/2025

**Inception date** 2 Aprile 2002

**Benchmark** JPM EMU GOVERNMENT

**Funds currency** Euro

**Domicilio** Lussemburgo

**Entry / exit charge** Non Applicate

**Ongoing charge** 0.60%

**Management fees** 0.40%

**Performance fees** Non Applicate

**Management company** Generali Investments Luxembourg S.A.

**Investment manager** Generali Asset Management Società di gestione del risparmio

**Livello di Rischio SRI** 3/7 [Altri rischi importanti che non sono stati considerati in questo indicatore includono: rischio di credito, rischio di liquidità.]

### SFDR<sup>5</sup>

Articolo 8

### GIS Euro Bond 1-3 Years [\[factsheet\]](#)

Mauro Valle

LU0396183112

€ 1,508.32M dati al 29/08/2025

5 Novembre 2008

JPM EMU GOVERNMENT 1-3Y (TR)

Euro

Lussemburgo

Non Applicate

0.35%

0.15%

Non Applicate

Generali Investments Luxembourg S.A.

Generali Asset Management Società di gestione del risparmio

2/7 [Altri rischi importanti che non sono stati considerati in questo indicatore includono: rischio di credito, rischio di liquidità.]

Articolo 8

### GIS Euro Short Term Bond [\[factsheet\]](#)

Mauro Valle

LU0145484910

€ 673.82M dati al 29/08/2025

2 Aprile 2002

ESTR

Euro

Lussemburgo

Non Applicate

0.27%

0.15%

Non Applicate

Generali Investments Luxembourg S.A.

Generali Asset Management Società di gestione del risparmio

2/7 [Altri rischi importanti che non sono stati considerati in questo indicatore includono: rischio di credito, rischio di liquidità.]

Articolo 8

#### INFORMAZIONI IMPORTANTI

La presente comunicazione è stata redatta da Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, sulla base di fonti sia interne che esterne al Gruppo Generali. Sebbene tali informazioni siano ritenute affidabili ai fini del presente documento, non viene fornita alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, circa l'accuratezza o la completezza delle stesse o delle opinioni espresse. Le informazioni, opinioni, stime e previsioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data della pubblicazione e rappresentano esclusivamente il giudizio di Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio. Esse non devono essere considerate come una raccomandazione, esplicita o implicita, in merito a una strategia di investimento o come consulenza finanziaria. Prima di sottoscrivere qualsiasi offerta di servizio di investimento, ciascun potenziale cliente riceverà tutta la documentazione prevista dalla normativa vigente, che dovrà essere letta attentamente prima di assumere qualsiasi decisione di investimento. Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio potrebbe aver assunto, e potrebbe in futuro assumere, decisioni di investimento per i portafogli gestiti in contrasto con le opinioni qui espresse.

Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio non si assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni e non potrà essere ritenuta responsabile per eventuali danni o perdite derivanti da un uso improprio delle informazioni contenute nel presente documento. È vietata qualsiasi riproduzione, totale o parziale, del presente documento senza il previo consenso di Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio.

Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio è autorizzata come società di gestione del risparmio italiana, regolamentata dalla Banca d'Italia (Via Niccolò Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italia – C.M. n. 15376 – LEI: 549300DDG91DT00X8E20).