



LA PRÓXIMA ERA DE LA RENTA FIJA

Análisis: recortes de tipos, crecimiento divergente y oportunidades europeas

OCTUBRE 2025



Con unos balances corporativos sólidos en Europa y margen para nuevas recortes de tipos en EE. UU., las condiciones parecen favorables para la renta fija. Sin embargo, con un crecimiento divergente y posibles perturbaciones, como la situación política en Francia, la gestión activa de los bonos nunca ha sido tan importante. Salvatore Bruno y Mauro Valle, de Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio («Generali AM»), comparten sus opiniones sobre el entorno macroeconómico y cómo este se traduce en las carteras de bonos.

- Si observamos dónde los rendimientos reales superan el crecimiento potencial, vemos mayores oportunidades a medio plazo en Europa que en EE. UU.
- Sin embargo, es necesario examinar detenidamente los distintos planes fiscales de los gobiernos europeos. La selección activa de bonos es fundamental.
- Las tendencias más marcadas en Europa han sido el estrechamiento de los spreads entre los países «core» y la periferia y el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos.
- Este entorno es favorable para maximizar los rendimientos de las carteras, y la estrategia de bonos en euros lo está aprovechando con una postura de duración neutral y un enfoque táctico.



Salvatore BRUNO

Subdirector de Inversiones y Director de gestión activa
Generali AM

Tras toda la volatilidad de 2025, ¿en qué situación se encuentran actualmente los mercados de renta fija?

Si observamos la diferencia entre los tipos de interés reales y el crecimiento potencial real, los spreads en Estados Unidos parecen esencialmente equilibrados, mientras que en Europa, especialmente en Alemania, el punto de referencia para las curvas de rendimiento europeas, los tipos reales parecen elevados en relación con el crecimiento potencial. En los últimos dos o tres años, se ha producido un rápido ajuste de los tipos tras más de una década de «represión financiera» por parte de los bancos centrales, que mantuvieron los rendimientos artificialmente bajos. Esa situación parece ahora normalizada, y las variables macroeconómicas fundamentales vuelven a desempeñar un papel importante en la determinación de la trayectoria de los tipos.

Por lo tanto, si observamos dónde los rendimientos reales superan el crecimiento real potencial, vemos mayores oportunidades a medio plazo en los tipos europeos en comparación con los estadounidenses. Sin embargo, hay que tener en cuenta la intención de los gobiernos europeos de utilizar el apalancamiento fiscal para evitar una desaceleración del crecimiento, tras la fuerte recuperación posterior a la COVID-19 de los últimos años. La gestión activa será esencial para aprovechar las oportunidades del mercado.

¿Qué deben saber los inversores sobre la divergencia prevista en las trayectorias de los tipos de interés de la Fed y el BCE?

Se ha debatido mucho sobre el «dominio fiscal» en Estados Unidos y el riesgo de que la Reserva Federal pierda su independencia. Básicamente,

la expansión fiscal prometida por la Administración Trump necesita tipos de interés bajos para limitar el coste de los pagos de intereses de la deuda, que ahora supera el 10 % de los ingresos fiscales. Esto ha provocado una fuerte presión sobre la Fed por parte de la Administración para que reanude el ciclo de recortes de tipos.

En septiembre se produjo una primera bajada, en respuesta al debilitamiento del mercado laboral. Sin embargo, el presidente Powell reiteró la necesidad de mantener una alta vigilancia sobre la inflación. Resolver el conflicto entre la Casa Blanca y la Fed antes del cambio previsto del gobernador del banco central a mediados de 2026 no será fácil. No obstante, parece haber margen para nuevos recortes de tipos de interés oficiales, aunque pueden ser menos de las que espera el mercado. En el caso del BCE, la situación es diferente: el mercado no prevé más recortes, ya que se espera que la inflación se estabilice y las perspectivas de crecimiento parecen haber mejorado. Los inversores tendrán que evaluar los planes de expansión fiscal previstos, especialmente en Alemania, y los posibles efectos secundarios de las tensiones políticas francesas sobre los tipos de interés locales.

¿Cómo afectará la campaña de rearme de Alemania al crecimiento general y a la industria?

El plan fiscal de Alemania para aumentar el gasto en defensa e infraestructuras asciende a casi un billón de euros en un periodo de 10 a 12 años. Si bien Alemania tiene una gran capacidad de gasto, otros países europeos necesitarán medidas compensatorias para mantener el equilibrio fiscal. Dada la correlación positiva entre el crecimiento alemán y el de los países de la eurozona, se espera que toda la región se beneficie, aunque con un efecto multiplicador menor. El gasto en infraestructuras afectará sobre todo a la industria alemana, incluidos sectores como la construcción, los bienes de capital y las finanzas. Alemania también pretende reducir las importaciones de defensa de Estados Unidos, lo que podría mejorar aún más la economía europea.

El gasto en infraestructuras afectará sobre todo a la industria alemana, incluidos sectores como la construcción, los bienes de capital y las finanzas.



En cuanto a los tipos de interés, la sostenibilidad de la deuda es clave. Los rendimientos de la deuda alemana aumentaron tras el anuncio del gasto, aunque parte del aumento se absorbió posteriormente. Si el gasto se distribuye a lo largo del tiempo, las preocupaciones podrían disminuir. Además, los indicadores fiscales de Alemania siguen siendo más sólidos que los de países menos disciplinados, por lo que el mercado podría estar sobreestimando el impacto del aumento del gasto en los rendimientos de los bonos alemanes.



Los spreads de los bonos soberanos de la eurozona son muy estrechos en toda la región: dada la situación política en Francia, ¿qué relevancia tiene hoy en día la división entre el Core y la periferia?

Hay dos elementos clave que destacan: por un lado, los spreads periféricos son resistentes, y Italia parece estar en camino de alcanzar el objetivo de déficit del 3 % un año antes de lo previsto. Por otro lado, las dificultades políticas de Francia han empujado el spread de los OAT por encima del de los BTP italianos. La inestabilidad política en Francia y la preocupación por el gasto descontrolado han llevado al mercado a exigir mayores rendimientos de la deuda francesa, superando incluso a los países periféricos. El spread global con respecto a los bonos alemanes se ha reducido, lo que significa que la «distancia» con respecto a los activos más seguros ha disminuido, haciendo menos relevante la distinción entre bonos centrales y periféricos. Dicho esto, estas dinámicas deben reevaluarse continuamente.



Mauro VALLE

Director de Renta Fija Activa
Generali AM

Veamos cómo se traducen estas opiniones en las carteras. ¿Cómo ve la duración y la curva de rendimiento en la estrategia de bonos en euros, dado el entorno de tipos?

El BCE mantuvo los tipos estables en el 2 % en septiembre, pronosticando una inflación estable para los próximos años y un crecimiento más equilibrado. Los mercados ya no prevén recortes adicionales. Los rendimientos de los bonos alemanes a 10 años se han negociado en el rango del 2,4-2,8 % desde abril, respaldados por la mejora de las perspectivas económicas y la expansión fiscal. Los rendimientos de los bonos alemanes podrían acercarse al 3 % si el crecimiento supera el 1 % y la inflación se mantiene por encima del 2 %. Nuestra postura sigue siendo neutral por ahora, a la espera de una oportunidad para pasar a una posición corta.

El tipo alemán a dos años se sitúa cerca del 2,0 %, lo que refleja las expectativas de que no se produzcan más recortes. La curva de tipos ha experimentado ajustes modestos: el spread entre los tipos a 10 y 2 años se ha reducido ligeramente hasta los 70 puntos básicos, mientras que el segmento de 30-10 años se ha empinado hasta los 63 puntos básicos. Creemos que la tendencia general al empinamiento tiene un margen limitado para continuar, dada la probable pausa del BCE en el

El tipo alemán a dos años se sitúa cerca del 2,0 %, lo que refleja las expectativas de que no se produzcan más recortes.

2,0 %. Sin embargo, el spread entre los tipos a 30 y 10 años podría seguir ampliándose, respaldado por la expansión fiscal en los países de la eurozona.

Dentro de Europa, ¿qué oportunidades le parecen más constructivas y cuáles son las más vulnerables en el entorno macroeconómico y político actual?

En los últimos 18-24 meses, las tendencias más fuertes en la renta fija europea han sido el estrechamiento de los spreads entre los países Core y la periferia y el aumento de la pendiente de la curva de tipos. Si bien estas dinámicas pueden continuar, los niveles actuales justifican un seguimiento estrecho. Si se confirman las expectativas de que el tipo de interés oficial del BCE se mantenga en el 2 %, junto con la baja volatilidad de los tipos, es probable que persista la búsqueda de oportunidades de rendimiento a través de operaciones de carry trade. Los bonos corporativos europeos

Investment Grade también ofrecen actualmente rendimientos en torno al 3 % y, a pesar de que los spreads se encuentran cerca de mínimos históricos, creemos que estos niveles siguen siendo atractivos para los inversores.

¿Cuáles son los principales riesgos que está siguiendo en el ámbito soberano, ya sean monetarios, fiscales o geopolíticos?

Los spreads de las OAT francesas se han ampliado desde mediados de agosto debido a la difícil situación política y a las preocupaciones fiscales, lo que ha provocado una rebaja de la calificación crediticia. Tras la dimisión del primer ministro Lecornu a principios de octubre, Macron lo volvió a nombrar primer ministro con su gobierno, y aunque por ahora se han evitado las elecciones anticipadas, la incertidumbre política sigue siendo alta. La fragmentación de la Asamblea supone un riesgo para el gobierno y, aunque existe cierta voluntad de compromiso, el clima político general sigue siendo tenso. El riesgo de elecciones anticipadas sigue siendo considerable, mientras que aumentan las preocupaciones fiscales: ahora se prevé que el déficit de 2026 se sitúe cerca del 5,5 % del PIB, con una deuda/PIB en torno al 116 %, ya que parece poco probable que se alcancen los 40 000 millones de euros de ahorro prometidos. Dado el alto nivel de incertidumbre política, se espera que los diferenciales de los OAT se sitúen en la parte alta del rango observado en los últimos meses y no se puede descartar un repunte superior a 100 pb.

El spread entre los BTP y los Bund a 10 años se está estabilizando en torno a los 80 pb y debería seguir consolidándose, ya que el crecimiento italiano se mantiene resistente y la disciplina fiscal mejora, con un

El spread entre los BTP y los Bund a 10 años se está estabilizando en torno a los 80 pb y debería seguir consolidándose

superávit primario positivo previsto en la próxima ley fiscal. La expansión fiscal de Alemania podría seguir respaldando los spreads periféricos, ya que los déficits fiscales y los ratios deuda/PIB convergen en los países de la eurozona. Nuestra opinión sigue siendo constructiva con respecto a los bonos periféricos, aunque la volatilidad de los spreads dependerá en gran medida de las condiciones generales del mercado y de la evolución de la situación en Francia.

¿Cómo ha evolucionado la estrategia de bonos en euros en los últimos meses y cómo se posiciona para los próximos meses?

Recientemente, la volatilidad de los tipos ha sido bastante baja, debido al fin del ciclo de recortes del BCE y a una economía relativamente estable. Los tipos alemanes se han movido dentro de un rango y muestran una tendencia neutral. Esto es favorable para maximizar los rendimientos de la cartera y lo hemos aprovechado con una postura de duración neutral en los últimos dos meses, tras haber sido positivos en la primera mitad del año. Mantuvimos una posición larga en la parte media de la curva para aprovechar las oportunidades de empinamiento y estuvimos cortos en vencimientos a 30 años para estar a la defensiva en caso de un mayor empinamiento del extremo largo. También estuvimos largos en Italia, España y Grecia y cortos en bonos franceses.

De cara al futuro, seguiremos manteniendo una duración relativa neutral con un enfoque táctico. A nivel de países, tenemos posiciones cortas en Alemania y Francia, largas en bonos de la UE, con sobreponderación en Grecia, España e Italia, y neutrales en Portugal. En cuanto a la estrategia de la curva de tipos, la estrategia de bonos en euros es ligeramente corta en el segmento a 2 años, larga en el segmento de 5 a 10 años y corta en el segmento de 15 a 30 años; estamos vigilando esta última exposición, ya que creemos que puede perder atractivo en la fase final del aumento de la pendiente de la curva.



LA GAMA DE FONDOS GIS EURO BOND

Generali Investments SICAV (GIS)	GIS Euro Bond [Ficha]	GIS Euro Bond 1-3 Years [Ficha]	GIS Euro Short Term Bond [Ficha]
Gestor	Mauro Valle	Mauro Valle	Mauro Valle
ISIN (Eur B Acc.)	LU0145476148	LU0396183112	LU0145484910
Patrimonio Total	2 716.33M € al 30/09/2025	1 485.65M € al 30/09/2025	649.61M € al 30/09/2025
Fecha de lanzamiento	2 abril de 2002	5 noviembre de 2008	2 abril 2002
Índice de referencia	JPM EMU GOVERNMENT	JPM EMU GOVERNMENT 1-3Y (TR)	€STR
Divisa	Euro	Euro	Euro
Domicilio	Luxembourg	Luxembourg	Luxembourg
Costes de Entrada / Salida	n.a	n.a	n.a
Gastos Corrientes	0.60%	0.35%	0.27%
Comisión de Gestión	0.40%	0.15%	0.15%
Comisión de Rendimiento	n.a	n.a	n.a
Sociedad Gestora	Generali Investments Luxembourg S.A.	Generali Investments Luxembourg S.A.	Generali Investments Luxembourg S.A.
Gestora	Generali Asset Management Società di gestione del risparmio	Generali Asset Management Società di gestione del risparmio	Generali Asset Management Società di gestione del risparmio
Perfil de riesgo SRI	3/7 Otros riesgos significativos no incluidos en este indicador son: Riesgo de crédito, Riesgo de liquidez..	2/7 Otros riesgos significativos no incluidos en este indicador son: Riesgo de crédito, Riesgo de liquidez	2/7 Otros riesgos significativos no incluidos en este indicador son: Riesgo de crédito, Riesgo de liquidez
SFDR⁵	Artículo 8	Artículo 8	Artículo 8

INFORMACIÓN IMPORTANTE

La presente comunicación ha sido elaborada por Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, basándose en fuentes internas y externas al grupo Generali. Aunque esta información se considera fiable a los efectos del presente documento, no se ofrece ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, en cuanto a la exactitud o exhaustividad de dicha información u opiniones. La información, opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas en el presente documento son las vigentes en la fecha de publicación y representan únicamente la opinión de Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio. No deben considerarse como una recomendación, explícita o implícita, sobre una estrategia de inversión o un consejo. Antes de suscribirse a una oferta de servicios de inversión, cada cliente potencial recibirá todos los documentos previstos por la normativa vigente, que deberá leer atentamente antes de tomar cualquier decisión de inversión. Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio puede haber tomado, y puede tomar en el futuro, decisiones de inversión para las carteras gestionadas que sean contrarias a las opiniones expresadas aquí. Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio declina toda responsabilidad en caso de errores u omisiones y no se hace responsable de los daños o pérdidas que puedan derivarse de un uso inadecuado de la información proporcionada en el presente documento. Queda prohibida la reproducción total o parcial del presente documento sin el consentimiento previo de Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio está autorizada como sociedad italiana de gestión de activos, regulada por el Banco de Italia (Via Niccolò Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italia - C.M. n. 15376 - LEI: 549300DDG9IDT00X8E20).