Rothschild & Co
Asset Management



Nuovi equilibri sui mercati obbligazionari



Emmanuel Petit
General Partner, Head of Fixed Income



Philippe Lomné
Fixed Income Portfolio Manager
Specialisation: IG Credit IG & Crossover



Julien Boy
Fixed Income Portfolio Manager
Specialisation: Govies & Inflation

Dopo un primo semestre già segnato dal ritorno del rischio geopolitico, il contesto obbligazionario si è ulteriormente complicato nel corso dell'estate. Il protrarsi del conflitto in Medio Oriente e le persistenti tensioni sui prezzi dell'energia hanno indotto gli investitori a rivedere al rialzo le aspettative d'inflazione e sui tassi di riferimento. Al tempo stesso, l'economia mondiale, e in particolare quella europea, ha mostrato una resilienza superiore alle attese.

Questa evoluzione ha spinto i mercati a rivedere le proprie aspettative di politica monetaria. Di fronte al rischio inflazionistico, le banche centrali hanno mantenuto un orientamento fermo, inducendo gli investitori a incorporare una traiettoria più elevata dei tassi di riferimento. Parallelamente, le tensioni politiche e di bilancio hanno pesato su alcuni debiti sovrani, in particolare su quello francese.

Il mercato del credito non è tuttavia entrato in una fase di stress generalizzato. I fondamentali delle imprese restano complessivamente solidi e gli attuali livelli di rendimento offrono ora un carry più elevato. Soprattutto, nelle ultime settimane del trimestre è emersa una distinzione più netta tra attività rischiose e attività prive di rischio. In questo contesto, la correzione dei tassi ha ricreato valore, mentre la crescente dispersione nel credito rafforza l'importanza della selezione degli emittenti.

Le banche centrali alla ricerca di un delicato equilibrio

Nel corso del trimestre, la dinamica macroeconomica si è dimostrata più resiliente del previsto. Nell'area euro, l'indice PMI composito è salito da 52,0 ad agosto a 53,1 a settembre, raggiungendo il livello più elevato da quasi tre anni e mezzo[1]. Nello stesso



Samuel Gruen
Fixed Income Portfolio Manager
Specialisation: Relative Value

periodo, l'inflazione annua è passata dal 3,2% al 3,8%, principalmente per effetto dell'energia, mentre l'inflazione di fondo si è attestata al 2,5%[2].

In questo scenario, le banche centrali sono chiamate a un difficile esercizio di equilibrio: mostrare sufficiente fermezza per contenere le aspettative d'inflazione, senza irrigidire eccessivamente le condizioni finanziarie e rischiare di penalizzare l'attività economica. A settembre, la BCE ha quindi aumentato di 25 punti base il tasso sui depositi, portandolo al 2,50%[3]. Anche la Federal Reserve statunitense ha rialzato i tassi di riferimento di 25 punti base, collocando l'intervallo obiettivo tra il 3,75% e il 4,00%[4].

Il rialzo dei tassi a lungo termine contribuisce, a sua volta, all'inasprimento delle condizioni finanziarie e potrebbe quindi ridurre la necessità di ulteriori aumenti dei tassi di riferimento da parte delle banche centrali. Il cambiamento di scenario non deriva dunque da una brusca contrazione dell'attività, bensì da una combinazione meno favorevole di crescita, inflazione e politica monetaria.

I titoli sovrani recuperano gradualmente il proprio ruolo difensivo

Uno degli sviluppi più rilevanti del trimestre è stato il ritorno di una distinzione più marcata tra attività prive di rischio e attività rischiose. Per gran parte della fase di rialzo dei tassi, debito sovrano e credito avevano infatti mostrato andamenti simili, riducendo il potere diversificante dei titoli di Stato. Nelle ultime settimane di settembre è tuttavia emersa una dinamica diversa: durante le fasi di avversione al rischio, il debito sovrano tedesco ha progressivamente recuperato il proprio ruolo difensivo, mentre i segmenti più rischiosi del credito sono stati maggiormente penalizzati.

Questa evoluzione restituisce interesse alla duration obbligazionaria nella costruzione dei portafogli. Gli attuali livelli dei tassi consentono infatti di beneficiare sia di un rendimento corrente più elevato, sia di una potenziale protezione in caso di deterioramento del contesto macroeconomico o di ridimensionamento delle aspettative sui tassi.

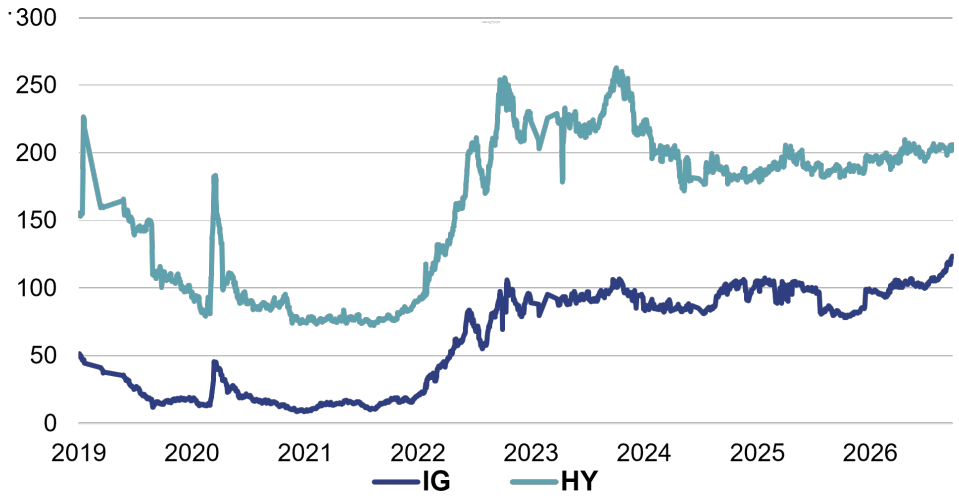
La Francia rappresenta un esempio significativo di questa crescente differenziazione. Le incertezze politiche e di bilancio hanno determinato un marcato ampliamento dello spread tra l'OAT francese e il Bund tedesco, passato da circa 85 punti base a fine agosto a 127 punti base a fine settembre[5]. Il credito francese ha mostrato, tuttavia, una maggiore resilienza: le tensioni si sono concentrate soprattutto sul settore finanziario e, in particolare, sul debito subordinato. Restiamo comunque relativamente fiduciosi nella solidità e nella solvibilità delle banche e delle compagnie assicurative francesi.

L'Investment Grade ritrova un profilo particolarmente interessante

Il rialzo dei tassi e l'ampliamento di alcuni premi per il rischio hanno progressivamente migliorato i rendimenti offerti dal mercato del credito. A fine settembre, l'Investment Grade europeo offriva un rendimento prossimo al 4,3%, rispetto a circa il 6,8% dell'High Yield[6]. In questo contesto, riteniamo che il segmento Investment Grade presenti un equilibrio particolarmente interessante tra rendimento e qualità creditizia.

Oltre al rendimento in sé, il livello di carry rappresenta ormai un vero e proprio cuscinetto di protezione. Quanto più è elevato, tanto maggiore è la capacità del mercato di assorbire un ulteriore rialzo dei tassi o un ampliamento degli spread prima di registrare una performance negativa. Nell'Investment Grade, il break-even7 è quindi sensibilmente più elevato rispetto al periodo caratterizzato da tassi molto bassi. Sarebbe ora necessario un aumento del rendimento superiore a 100 punti base, determinato da un rialzo dei tassi o da un ampliamento degli spread, per azzerare la performance generata dal carry su un orizzonte di un anno.

1-Year Credit Yield Breakeven
in bp



Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, October 2026.

In questo contesto, privilegiamo maggiormente gli emittenti con rating BBB. A nostro avviso, gli attuali livelli di rendimento consentono di ricercare carry mantenendo, al contempo, un'elevata qualità creditizia.

L’High Yield di fronte al ritorno della dispersione

Il quadro è più eterogeneo nel segmento High Yield. Pur continuando a offrire rendimenti elevati, l’inasprimento delle condizioni finanziarie sta facendo emergere differenze sempre più marcate tra gli emittenti.

Le imprese con i livelli d’indebitamento più elevati stanno diventando particolarmente vulnerabili. Questa pressione, peraltro, non riguarda più soltanto le società con esigenze immediate di rifinanziamento. In un contesto in cui il costo del capitale è destinato a rimanere elevato, il mercato può penalizzare rapidamente le strutture eccessivamente indebitate quando la generazione di cassa o le prospettive operative risultano insufficienti. I movimenti osservati nelle ultime settimane nel settore delle telecomunicazioni ne rappresentano un chiaro esempio.

Al contrario, gli emittenti che hanno ridotto la leva finanziaria, dispongono di modelli di business diversificati e presentano fondamentali solidi continuano a mostrare una maggiore resilienza. Questa dispersione accresce l’importanza dell’analisi fondamentale e della selezione degli emittenti.

Il nostro posizionamento: recuperare duration senza rinunciare alla qualità

Il nostro posizionamento si fonda su quattro convinzioni principali.

In primo luogo, abbiamo progressivamente aumentato la duration dei portafogli. La correzione dei tassi ha ricreato valore e restituisce al debito sovrano di qualità una funzione protettiva in caso di rallentamento. Manteniamo tuttavia un approccio prudente sulle scadenze più lunghe, maggiormente esposte alle incertezze di bilancio e all’aumento delle esigenze di finanziamento.

In secondo luogo, manteniamo l’esposizione al credito europeo, privilegiando l’Investment Grade e, in particolare, una selezione di emittenti con rating BBB. Gli attuali rendimenti offrono un potenziale di carry interessante, mentre i fondamentali degli emittenti restano complessivamente solidi.

In terzo luogo, rafforziamo la selettività nel segmento High Yield. Pur continuando a offrire un carry elevato, la crescente dispersione e le pressioni sulle imprese più indebitate giustificano un approccio prudente. Privilegiamo pertanto emittenti con modelli di business solidi, flussi di cassa ricorrenti e un livello d’indebitamento sotto controllo.

Infine, prestiamo particolare attenzione alla diversificazione geografica. Restiamo prudenti, in particolare, sull’incremento dell’esposizione alla Francia: non per specifiche preoccupazioni sui fondamentali delle imprese, ma per limitare la concentrazione dei portafogli in un contesto nel quale la volatilità legata al rischio sovrano potrebbe persistere.

In un contesto ancora incerto, il rialzo dei rendimenti restituisce così al mercato obbligazionario diverse fonti di protezione: un carry più elevato, una duration in grado di recuperare il proprio ruolo di diversificazione e una maggiore dispersione nel credito, che accresce il valore di una gestione attiva e selettiva.

Ulteriori informazioni sui fondi

R-co Valor Bond Opportunities

R-co Conviction Credit Euro

Consulta questo documento sul nostro sito web

I meccanismi di diversificazione sopra descritti non garantiscono una protezione dalle perdite. Qualsiasi investimento comporta un rischio di perdita del capitale.

(1) Fonte: S&P Global, ottobre 2026.
(2) Fonte: Eurostat, ottobre 2026.
(3) Fonte: Banca centrale europea, settembre 2026.
(4) Fonte: Fed, settembre 2026.
(5) Fonte: Bloomberg, 30/09/2026.
(6) Fonti: Bloomberg, ICE BofA, Rothschild & Co Asset Management, 30 settembre 2026.
(7) Il break-even corrisponde all'aumento dei tassi o all'ampliamento degli spread che il rendimento di un'obbligazione può assorbire, in un determinato periodo, prima che la sua performance diventi negativa.

Disclaimer

Advertising communication. The information, comments and analysis contained in this document are for illustrative purposes only and should not be considered investment advice, tax advice, recommendation or investment advice by Rothschild & Co Asset Management. The information/opinions/data contained herein which are considered legitimate and correct on the date of publication in accordance with the economic and financial environment in place on that date are subject to change at any time. Although this document has been prepared with the utmost care from sources deemed to be reliable by Rothschild & Co Asset Management, it provides no guarantee as to the accuracy and completeness of the information and assessment it contains, which are only indicative and are subject to change without notice. Rothschild & Co Asset Management has not independently verified the information contained in this document and therefore will not be responsible for any errors, omissions or interpretations of the information contained in this document. All such data has been prepared on the basis of accounting or market information. Not all accounting data were audited by an auditor. Furthermore, given the subjective nature of some analyses, it should be emphasised that any information, projections, estimates, forecasts, assumptions and/or opinions are not necessarily put into practise by the management teams of Rothschild & Co Asset Management or its affiliates, who act on the basis of their own convictions. Certain forward looking statements are prepared on the basis of certain assumptions, which are likely to differ either partially or in full from reality. Any hypothetical estimate is, by its nature, speculative and it is possible that some, if not all, assumptions relating to these hypothetical illustrations do not materialize or significantly differ from the current determinations. This analysis is not valid unless at the time of drafting this report.

Any partial or total reproduction of this document is prohibited, without the prior authorisation of Rothschild & Co Asset Management, on pain of prosecution. It should not be considered investment advice, tax advice, recommendation or investment advice by Rothschild & Co Asset Management. The figures quoted relate to past years. Past performance is not a reliable indicator of future performance and is not constant over time. The information/opinions/data contained herein, which are considered legitimate and correct on the date of publication in accordance with the economic and financial environment in place at that date, are subject to change at any time. Although this document has been prepared with the utmost care from sources deemed to be reliable by Rothschild & Co Asset Management, it provides no guarantee as to the accuracy and completeness of the information and assessment it contains, which are only indicative and are subject to change without notice. Rothschild & Co Asset Management has not independently verified the information contained in this document and therefore will not be responsible for any errors, omissions or interpretations of the information contained in this document. Furthermore, given the subjective nature of some analyses, it should be emphasised that any information, projections, estimates, forecasts, assumptions and/or opinions are not necessarily put into practise by the management teams of Rothschild & Co Asset Management or its affiliates, who act on the basis of their own convictions. Certain forward looking statements are prepared on the basis of certain assumptions, which are likely to differ either partially or in full from reality. Any hypothetical estimate is, by its nature, speculative and it is possible that some, if not all, assumptions relating to these hypothetical illustrations do not materialize or significantly differ from the current determinations. [Where applicable: In addition, the development of these assumptions was not necessarily carried out taking into account, in a comprehensive manner, all the events and conditions applicable. The information does not presume the suitability of the presented UCI for the profile and experience of each individual investor. Rothschild & Co Asset Management will not be held liable for any decision taken on the basis of the information contained in or inspired by this document. In case of doubt, and before any decision to invest, we recommend that you contact your financial or tax advisor.

About Rothschild & Co's Asset Management division

Dedicated asset management division of the Rothschild & Co Group, we offer personalised management services to a broad client base of institutional investors, financial intermediaries and distributors. We focus our development on a range of open ended funds marketed under four strong brands: Conviction, Valour, Thematic and 4Change, and benefiting from our long term expertise in active and conviction based management as well as delegated management. Based in Paris and based in 9 countries in Europe, we manage more than 31 billion euros and bring together nearly 160 employees. More information at www.am.eu.rothschildandco.com

Informazioni sulla divisione Asset Management di Rothschild & Co

Come divisione specializzata nella gestione patrimoniale del gruppo Rothschild & Co, offriamo servizi di gestione personalizzati a un'ampia clientela di investitori istituzionali, intermediari finanziari e distributori. Il nostro sviluppo si basa su una gamma di fondi aperti che beneficiano della nostra esperienza di lungo periodo nella gestione attiva e di convinzione, nonché nella gestione delegata. Con sede a Parigi e uffici in 10 paesi europei, gestiamo oltre 50 miliardi di euro e impieghiamo quasi 200 persone(1).
Ulteriori informazioni su : www.am.eu.rothschildandco.com

(1) Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 31/07/2026.

France

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

Belgio – Paesi Bassi – Lussemburgo

Rue de la Régence 52
1000 Bruxelles
+32 2 627 77 30

Svizzera

Rothschild & Co Bank AG
Rue de la Corraterie 6
1204 Genève
+41 22 818 59 00

Italia

Passaggio Centrale 3
20 123 Milano
+39 02 7244 31

Germania – Austria

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

Spagna

Paseo de la Castellana 40 bis
28046 Madrid
+39 02 7244 31