

CREDITO GLOBALE

La ribellione finanziaria

The Algebris Bullet | Ottobre 2026



Davide Serra
Founder & CEO

Sebastiano Pirro
CIO & Financial Credit
Portfolio Manager

Gabriele Foà
Global Credit Portfolio Manager

Silvia Merler
Head of Responsible Investment
and Policy Research

Lennart Lengeling
Associate Portfolio Manager

Michele Facconi
Analyst

www.algebris.com



In questo report

La repressione finanziaria si sta trasformando in una ribellione, portando gli investitori a sopravvalutare i rischi obbligazionari e creando un certo valore nella duration. Sebbene i rischi fiscali rimangano significativi e una maggiore produttività guidata dall'intelligenza artificiale possa mantenere i tassi più elevati più a lungo, il posizionamento sempre più restrittivo, la pressione sugli asset rischiosi e le condizioni finanziarie più restrittive stanno migliorando l'asimmetria derivante dal detenere titoli con duration. Allo stesso tempo, gli spread creditizi rimangono storicamente ridotti, il che suggerisce di privilegiare la selettività piuttosto che un'esposizione generalizzata.

La ribellione finanziaria

Negli ultimi cinque anni, il PIL nominale statunitense è cresciuto in media del 7% all'anno. Nello stesso periodo, i Treasury a 5 anni hanno reso in media meno del 4%. Con un debito pubblico sempre meno sostenibile, mantenere i tassi di interesse sotto il loro fair value resta l'unica opzione percorribile. Finora, l'effetto è stato un progressivo abbandono delle obbligazioni a lunga scadenza, curve dei rendimenti più ripide e un rialzo del valore degli asset rischiosi.

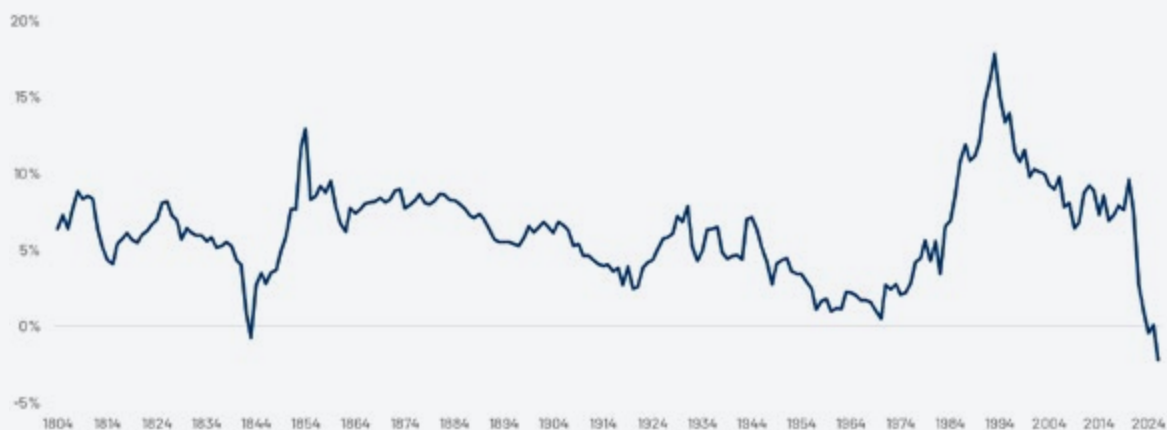
Quest'anno, la repressione finanziaria ha lasciato spazio a una vera e propria ribellione da parte degli investitori. Il sell-off sui mercati obbligazionari globali si è intensificato, con i rendimenti spinti al rialzo dal premio per il rischio (Grafico 1). I mercati sono diventati più sensibili alle scelte di politica economica: sia un tono più accomodante da parte delle banche centrali sia una politica fiscale più espansiva si traducono in curve più ripide. La volatilità sui tassi è tornata protagonista, a differenza del 2025, quando i tassi erano saliti con un movimento pressoché lineare. Per la prima volta in un secolo, gli investitori obbligazionari si trovano ad affrontare perdite di lungo periodo (Grafico 2).

Grafico 1 I premi di rischio dei titoli di stato ai massimi



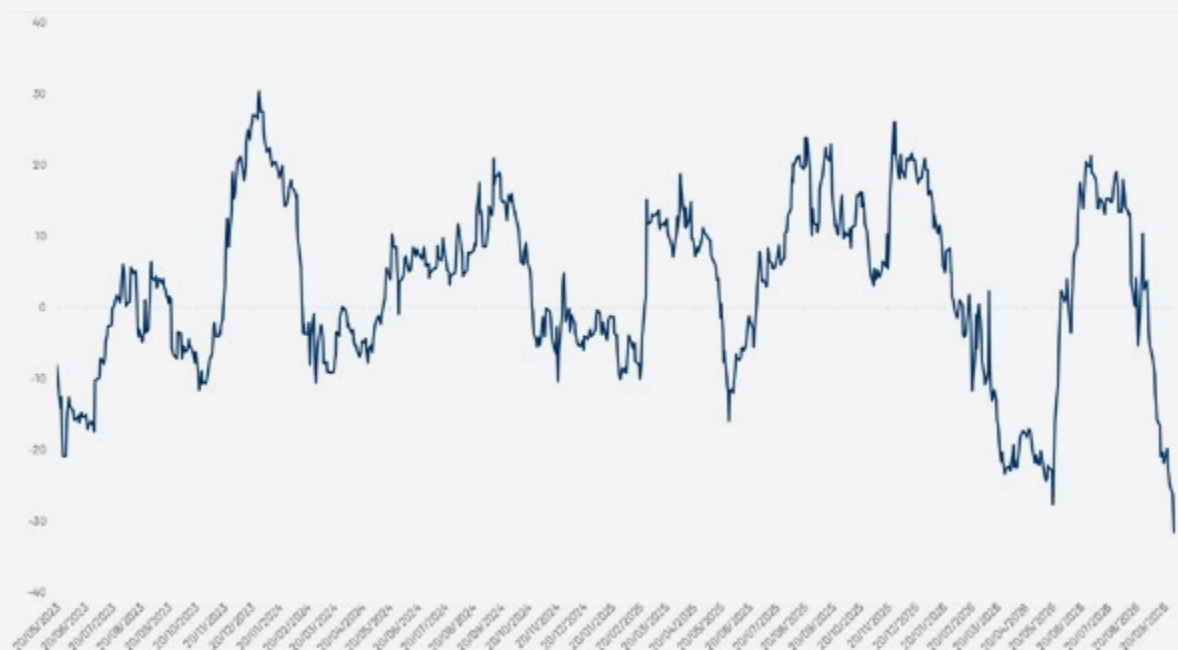
Nota: Tasso reale delle obbligazioni indicizzate all'inflazione a 10 anni. Fonte: Algebris Investments, Bloomberg Finance L.P., dati al 10/09/2026.

Grafico 2 Gli investitori obbligazionari rischiano perdite a lungo termine



Nota: Rendimenti totali annualizzati su base mobile a 10 anni delle obbligazioni statunitensi dal 1793. Fonte: Bloomberg Finance L.P., Algebris Investments, Edward F. McQuarrie, Santa Clara University. Dati al 10/09/2026

Grafico 3 Gli short sui bond ai massimi da cinque anni



Nota: Posizioni aperte su futures su titoli obbligazionari statunitensi con posizione lunga. Un valore negativo indica una posizione corta. Espresso in milioni di dollari USA DV01. Fonte: Citibank, Bloomberg. Dati al 30/09/2026.

Il bicchiere della duration è mezzo pieno

Con il passaggio dalla repressione alla ribellione, il bicchiere della duration torna a essere mezzo pieno. Ulteriori perdite sulle obbligazioni diventano sempre più difficili da sopportare per gli investitori e possono innescare riscatti sugli asset di rischio. La debolezza dell'azionario è già stata un fattore chiave di riequilibrio per il mercato obbligazionario nel 2022 e nel 2023. Il rialzo dei tassi sui mutui peserà sui consumatori a livello globale, indebolendo il quadro macroeconomico. Il capitale puntato al ribasso sui titoli di Stato, tramite posizioni short, è ai massimi degli ultimi tre anni (Grafico 3), mentre l'allocazione in reddito fisso nei portafogli retail statunitensi è ai minimi degli ultimi decenni.

I rischi per i tassi non mancano. La buona notizia è che stanno diventando opinione condivisa. Kevin Hassett, consulente economico di Trump, sostiene che i rendimenti reali dovrebbero riflettere una crescita della produttività del 4%. Le preoccupazioni fiscali sono ormai un tema ricorrente sulla stampa generalista e specializzata (Grafico 4). Buona parte di questi rischi è quindi già incorporata nelle valutazioni. Storicamente, ai livelli attuali di rendimento reale a lunga scadenza sono seguiti rendimenti prospettici vicini al 6% (Grafico 5). I tassi elevati offrono inoltre un'asimmetria favorevole agli investitori: partendo dai livelli attuali, una discesa dell'1% dei rendimenti dei Treasury decennali nell'arco di 12 mesi porterebbe a un guadagno del 13%, a fronte di una perdita del 2% nel caso di un rialzo del 1%.

Grafico 4 La repressione finanziaria è un'opinione condivisa



Nota: il conteggio cumulativo giornaliero delle notizie di Bloomberg si riferisce a oltre 500 giorni di negoziazione.

Fonte: Bloomberg, Algebris Investments, dati aggiornati al 01/09/2026.

Grafico 5 I rendimenti reali suggeriscono ritorni del 6% sui bond



Nota: rendimenti su base mobile a 12 mesi per un dato livello iniziale di rendimento reale dei titoli del Tesoro USA a 10 anni. L'inflazione è misurata utilizzando i break-even a 10 anni. Fonte: Bloomberg Data L.P., Algebris Investments. Dati al 01/09/2026.

Le banche centrali rispondono

La pressione di mercato sta già producendo alcuni effetti positivi. Le banche centrali restano in ritardo sul piano della risposta monetaria, ma hanno iniziato ad alzare i tassi. Nel tempo, tassi più elevati sulla parte breve della curva dovrebbero contribuire a ripristinare credibilità. L'inflazione statunitense è rimasta sopra l'obiettivo per il periodo più lungo della storia recente (Grafico 6), e i rendimenti a lunga scadenza si sono di conseguenza allontanati dai tassi di riferimento delle banche centrali (Grafico 7). Con il ciclo di rialzi globale che si prende sempre più piede, il sostegno alle obbligazioni a lunga scadenza dovrebbe progressivamente aumentare. I breakeven di inflazione sono rimasti stabili negli ultimi mesi, un segnale che un'eventuale normalizzazione dei prezzi delle materie prime dovrebbe tradursi in una compressione dei rendimenti reali.

Grafico 6 L'inflazione USA non in linea con il target dal periodo più lungo della storia recente



Nota: il grafico mostra il numero consecutivo di mesi in cui l'indice dei prezzi al consumo (CPI) statunitense è rimasto al di sopra dell'obiettivo del 2%. Fonte: Bloomberg Finance LP, Algebris Investments. Dati aggiornati al 31/8/2026

Grafico 7 Divergenza tra le obbligazioni a lungo termine e il tasso dei Fed Funds



Fonte: Algebris Investments, Bloomberg Finance L.P. Dati aggiornati al 10/09/2026.

C'è valore nel lungo periodo

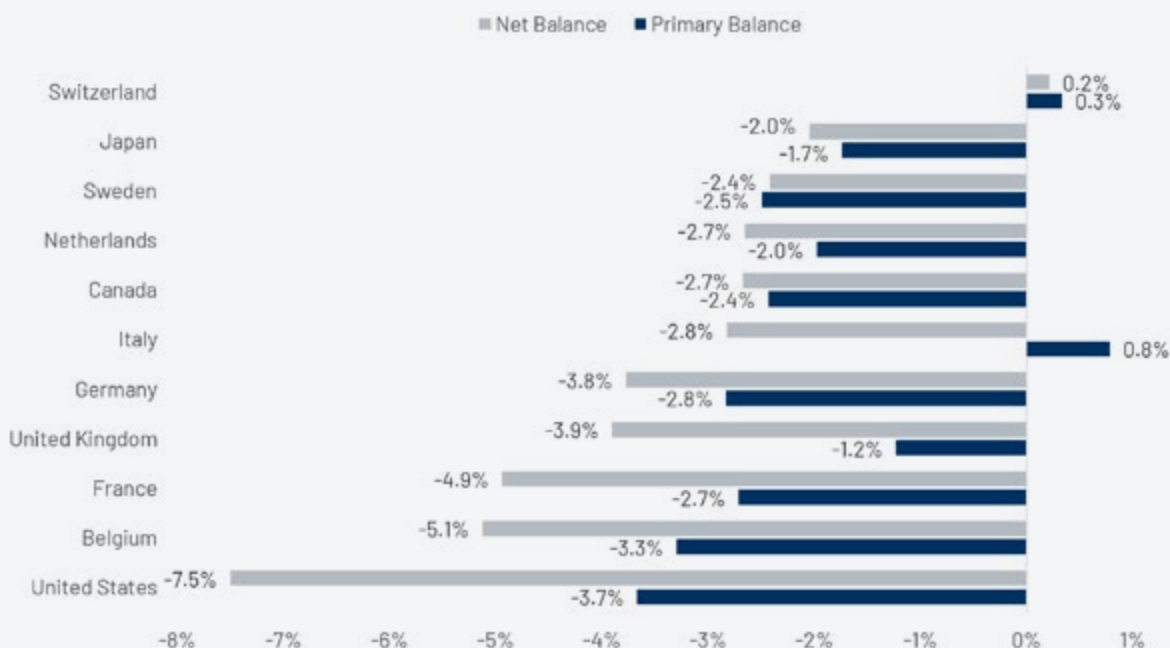
Uno dei rischi per i tassi globali riguarda la crescita. Se il boom dell'intelligenza artificiale poggia su basi solide, produttività e rendimenti del capitale potrebbero sostenere tassi più elevati più a lungo. Le prospettive sull'evoluzione tecnologica restano difficili da prevedere, ma le valutazioni del comparto tecnologico scontano già una crescita degli utili del 15%. Storicamente, il divario tra capex e crescita del PIL tende a tornare verso la media, e il 2026 segnerà il massimo degli ultimi cinque anni su questo fronte. Con gli investimenti legati all'AI che hanno rappresentato tra il 20% e il 50% della crescita

statunitense nel 2025, le previsioni possono cambiare molto rapidamente. I consumi e gli investimenti sensibili ai tassi restano comunque rilevanti negli Stati Uniti, nonostante l'ascesa dell'AI.

Il passaggio da una narrativa restrittiva a una accomodante può materializzarsi in tempi molto brevi. Ancora a settembre 2025, i mercati prezzavano cinque tagli dei tassi da parte della Fed per il 2026. La realtà si è poi rivelata molto diversa. Con il pricing sulla Fed tornato recentemente ampiamente restrittivo, e gli asset di rischio che iniziano a risentirne, il bilancio dei rischi si sta spostando a favore di posizioni lunghe sui tassi.

L'aspetto più preoccupante resta quello fiscale. La spesa per interessi pesa su una quota crescente dei disavanzi pubblici (Grafico 8), rendendo più difficile stabilizzare il debito. Il costo di rifinanziamento del debito statunitense è raddoppiato nel solo 2025. Storicamente, livelli di debito statunitense vicini a quelli attuali hanno preceduto un aumento duraturo del costo del debito a lungo termine. L'amministrazione statunitense sta riconoscendo il problema, attraverso riacquisti e interventi verbali, ma serve maggiore coesione politica per una soluzione strutturale. Il trend globale va nella stessa direzione, almeno nei mercati del G10.

Grafico 8 Gli interessi fanno lievitare i disavanzi del G10

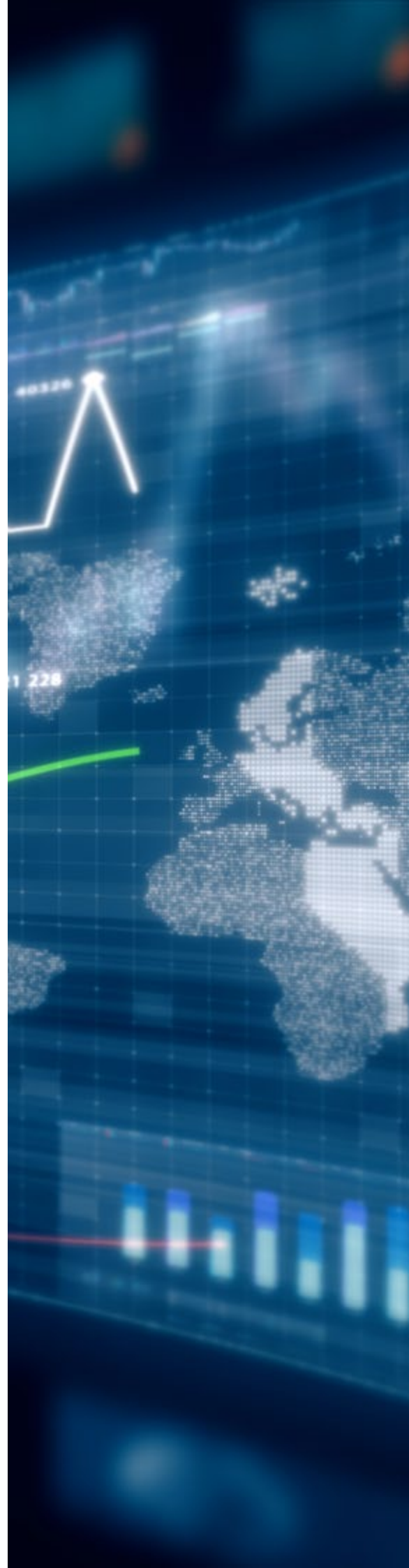


Fonte: IMF Fiscal Monitor 2026, Algebris Investments. Dati al of 31/08/2026.

Valore nella duration, attenzione al rischio di credito

Il brusco movimento dei tassi di interesse e il rialzo dei rendimenti reali indicano che si sta creando valore nel lungo periodo. Vediamo valore nelle scadenze intermedie e lunghe di alcune curve dei rendimenti selezionate, in particolare quella statunitense e quella tedesca. La parte a breve della curva resta sensibile al riprezzamento dei rialzi, ma il punto di partenza elevato fa sì che le obbligazioni con duration di 4-5 anni perdano solo il 30% del carry per ogni 50 punti base di riprezzamento. La parte lunga della curva può addirittura beneficiarne, man mano che le banche centrali riconquistano credibilità. Il valore sui rendimenti si riflette anche sul valore degli asset sensibili ai tassi, come il credito investment grade. Un rendimento del 6% sul credito IG statunitense si colloca nella coda destra della distribuzione storica, ed è stato storicamente seguito da rendimenti a un anno compresi tra il 3% e il 13%. Vediamo valore nel debito bancario senior a lunga scadenza, nel credito investment grade (compresi alcuni hyperscaler selezionati) e nel debito dei mercati emergenti di alta qualità, sia in valuta forte sia in valuta locale.

Il rischio di credito vero e proprio e le obbligazioni high yield risultano meno interessanti. Gli spread sui titoli a basso rating sono sotto il decimo percentile della distribuzione storica. Il percorso verso la normalizzazione dei tassi passa attraverso un indebolimento del quadro economico, il che non è un buon segnale per questo tipo di rischio. Il recente aumento della volatilità sui tassi rappresenta un catalizzatore per un ulteriore allargamento degli spread. Manteniamo quindi il nostro approccio prudente sul credito a rendimento più elevato, mantenendo bassa l'esposizione e limitandola a emittenti solidi. Preferiamo settori difensivi come i finanziari e le telecomunicazioni, evitando i comparti ciclici, il credito high yield dei mercati emergenti e gli spread della periferia europea, Italia inclusa.



AUTORI

Davide Serra
Founder & CEO

Sebastiano Pirro
CIO & Financial Credit
Portfolio Manager

Gabriele Foà
Global Credit Portfolio Manager

Silvia Merler
Head of Responsible Investment
and Policy Research

Lennart Lengeling
Associate Portfolio Manager

Michele Facconi
Analyst

NOTE

Per maggiori informazioni su Algebris, contattare enquiries@algebris.com.

Visitare [Algebris Insights](#) per le precedenti view di mercato.

FONTI

La fonte di tutte le immagini è [Wikimedia Commons](#) o Adobe Stock salvo diversa indicazione.

Questa pubblicazione ha scopo puramente informativo e non costituisce una consulenza in materia di investimenti né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli, fondi, strategie o all'avvio di attività di investimento. Le informazioni non tengono conto degli obiettivi o delle circostanze di investimento di alcun investitore specifico. Le informazioni generali contenute in questa pubblicazione non devono essere utilizzate senza la consulenza di un professionista abilitato.

Tutte le informazioni fornite sono aggiornate al momento della pubblicazione e, al meglio delle nostre conoscenze, accurate. Qualsiasi opinione espressa è quella di Algebris Investments, non costituisce un'affermazione di fatto ed è soggetta a modifiche. Non si deve fare affidamento, per nessun motivo, sulle informazioni e sulle opinioni contenute in questa pubblicazione. Algebris Investments, né alcun membro del suo personale, si assume alcuna responsabilità in merito alle informazioni o alle opinioni contenute in questa pubblicazione.

Tutti gli investimenti comportano un certo livello di rischio e, in genere, non crescono a un tasso di rendimento costante, potendo invece registrare una crescita negativa.

Le informazioni contenute nella presente pubblicazione non possono essere riprodotte, distribuite o pubblicate da alcun destinatario, per nessun motivo o scopo, senza il previo consenso scritto di Algebris Investments.

© 2026 Algebris Investments. Algebris Investments è il nome commerciale del Gruppo Algebris.