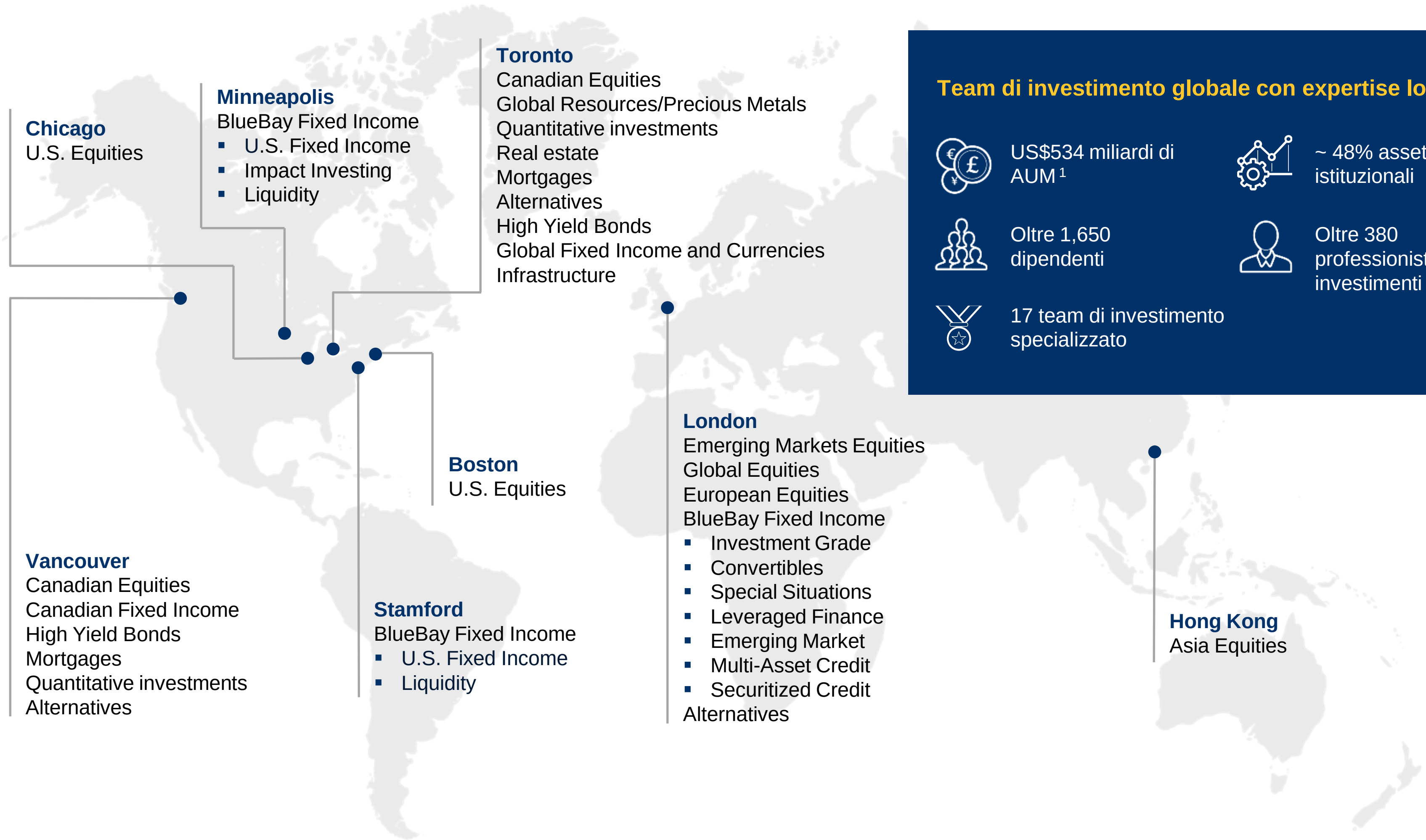
Mercati e volatilità, la nuova mappa degli investimenti: gli Stati Uniti e l'impatto sui mercati globali

25 Settembre 2025

Stefano Colombo, Head of Institutional, Italy – RBC BlueBay

RBC BlueBay - Un asset manager globale e focalizzato, appartenente a un gruppo forte e solido



Team di investimento globale con expertise locali

US$534 miliardi di AUM [1]

~ 48% asset istituzionali

Oltre 1,650 dipendenti

Oltre 380 professionisti degli investimenti

17 team di investimento specializzato

Note: Al 30 Giugno 2025. [1] Gli AuM includono modelli di gestione di consulenza e di conti gestiti non identificati. Dati aggiornati trimestralmente

La piattaforma di investimento focalizzata sul reddito fisso di BlueBay supporta una clientela globale con soluzioni di investimento personalizzate

La **piattaforma di investimento focalizzata sul reddito fisso di BlueBay** è parte di RBC Global Asset Management e supporta la nostra base clienti a livello globale.
Il team è strutturato per offrire soluzioni su misura in base alle esigenze dei nostri clienti, integrando il meglio della gestione attiva tradizionale e alternativa.

Asset obbligazionari gestiti da BlueBay (US$m)	**148,688**[1]

By strategy

56,796	Investment Grade	**10,641**	Multi-Asset Credit
11,741	Leveraged Finance	**6,533**	Securitized Credit
13,904	Emerging Market	**48,465**	US Fixed Income
608	Special Situations		

Una prospettiva globale con presenza locale nei mercati chiave

- UK
- Australia
- Canada
- China
- France
- Germany
- Italy
- Japan
- Luxembourg
- Netherlands
- Spain
- Sweden
- Switzerland
- USA

130[2]
Professionisti degli investimenti

49
Strategie specializzate

Oltre
US$148bn
in AuM

Fonte: RBC Global Asset Management, al 31 luglio 2025 Note: 1 AuM indicato comprende fondi gestiti da BlueBay Asset Management e RBC GAM US che sono gestiti all'interno della piattaforma di investimento BlueBay. Una piccola parte degli AuM sono dati provvisori e potrebbero presentare una differenza non sostanziale rispetto agli AuM definitivi; 2 Il numero di professionisti degli investimenti comprende i professionisti degli investimenti BlueBay e RBC GAM US FI. Il Leveraged Finance comprende High Yield, Leveraged Loans e Distressed Credit; Gli AuM di credito multi-asset comprendono 2,53 miliardi di dollari di asset di Leveraged Finance e 1,44 miliardi di dollari di asset di credito cartolarizzato. Gli AuM di crediti cartolarizzati riflettono le commissioni generate dai CLO gestiti da BlueBay, compresi quelli in fase di deposito negli Stati Uniti

Principali macro temi

Dazi:
- Il livello medio è elevato, superiore alle premesse
- Il danno economico sembra più contenuto

Politica:
- Tagli alle tasse supporteranno la crescita nel 25/26
- Deregulation è un boost / politiche migratorie un limite
- Pressione sulla Fed: tassi più bassi /curva più ripida

Economia:
- In tenuta, ma in decelerazione – debolezza del lavoro
- Rallentamento che si materializzerà nei prossimi trimestri
- Recessione evitata

Inflazione:
- L’impatto dei dazi inizia ad apparire nell’inflazione
- Più inflazione attesa
- Contenuta da petrolio e inventario

Resto del mondo:
- Molti paesi esposti marginalmente ai dazi USA
- Minimo impatto ex-U.S.

Eccezionalismo U.S.A.:
- Vantaggio della crescita USA in calo / USD in declino
- Driver: errori di politicy, polarizzazione, eccessi fiscali, Perdita di fiducia verso USA, ascesa della Cina, riavvio dell’Europa?

Ordine mondiale:
- Egemonia → Multipolare
- Basato sulle regole → Basato sul potere
- Meno crescita, più inflazione, maggiori premi al rischio

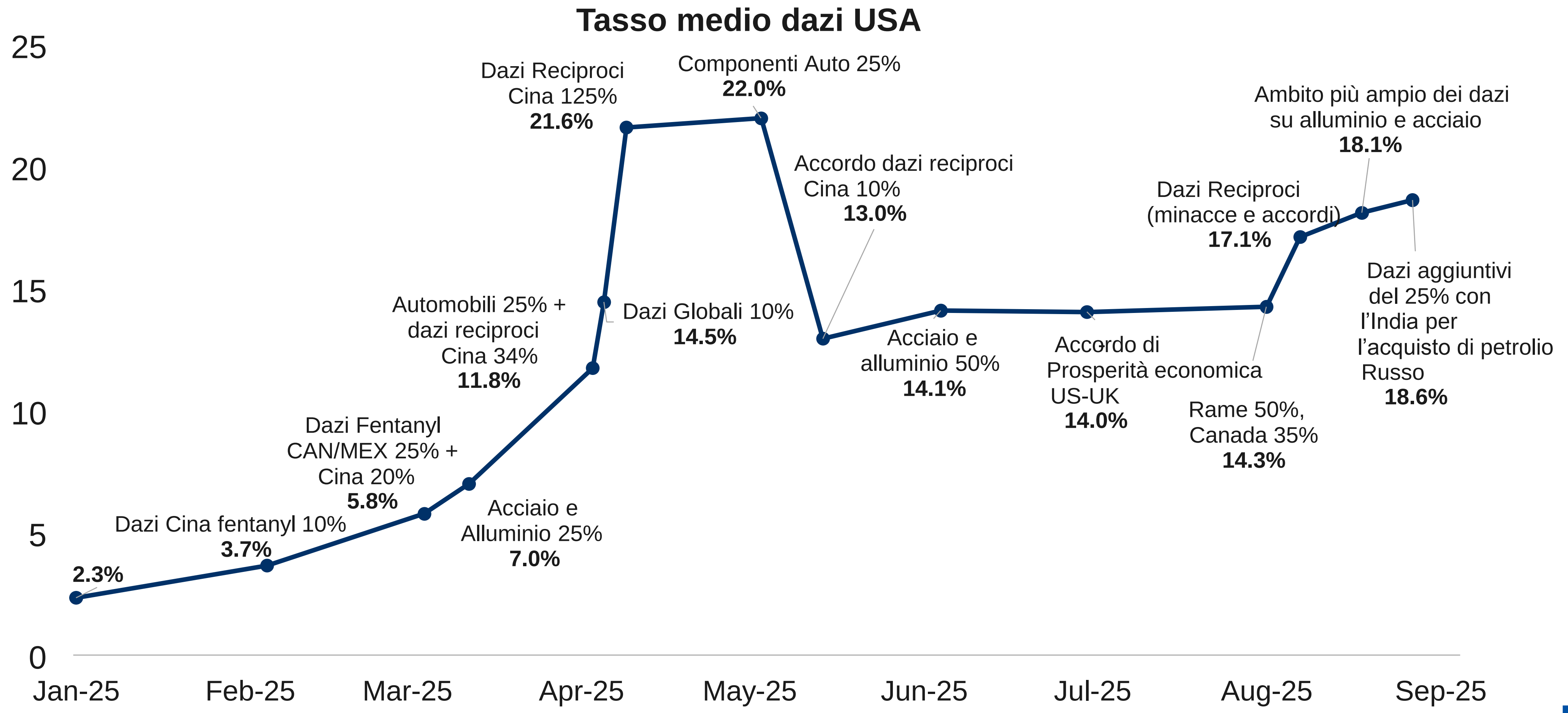
Canada:
- Danni diretti da dazi moderati, ma rischio significativo
- Politica fiscale pro-crescita funzionerà a medio termine
- Immigrazione significativamente inferior

Cina:
- Mostrerà resilienza eonomica nonostante le sfide

LT Driver di Lungo Termine:
- L’IA guiderà la produttività e crescita del PIL
- Fattori demografici limiteranno la crescita

Nota: Al 08/04/2025. Fonte: RBC GAM

Il dazio medio degli USA continua a crescere: Limite alla crescita e spinta inflattiva



Note: Effective tariff rates estimated based on tariffs in effect as at the specified date and up to September 4, 2025; threatened rates not included. Excludes the de minimis effect - suspension of de minimis exemption for China and Hong Kong in May 2025 and effective August 29 for all other countries. All U.K steel exports to U.S. are assumed to be covered under the quota system. Expected tariff rate assumes instantaneous and complete implementation (i.e.: does not account for shipping delays, implementation lags, etc.) Source: Evercore ISI Tariff Tracker, IMF, Macrobond, RBC GAM

Sviluppi della Politica Fiscale Statunitense

- Il Big Beautiful Bill è stato approvato
- **Principali aspetti del BBB:**
  - **Mantenimento dei tagli alle tasse** oltre la fine del 2025
  - **Alcuni nuovi tagli alle tasse** (deduzione standard maggiore, elimina le tasse su mance e straordinari)
  - Maggiore spesa militare e di frontiera
  - **Tagli alle spese**: pagato parzialmente con Medicaid, cap alle deduzioni SALT, uscita dalle iniziative di green tax (nonostante la scadenza posticipata potrebbe far accellerare la spesa green nel 25-26)
  - Incremento delle tasse su investitori esteri – NO: rimosso dalla legge
- **Il deficit cumulativo nella prossima decade sarà superiore di 3T di USD**
  - <u>Spinta economica limitata nel 2025, boost più sostanziale nel 2026</u>
  - <u>Ricavi dai dazi potrebbero compensare il costo del taglio delle tasse</u>
- **Il deficit USA ed il debito pubblico sono già tra i più preoccupanti al mondo**
  - Moody's ha abbassato il merito creditizio del debito USA ad AA+
  - Gli USA rimangono in una posizione fiscale molto delicata

Nota: Al 09/05/2025. Fonte: RBC GAM

Gli USA hanno una posizione fiscale molto complessa

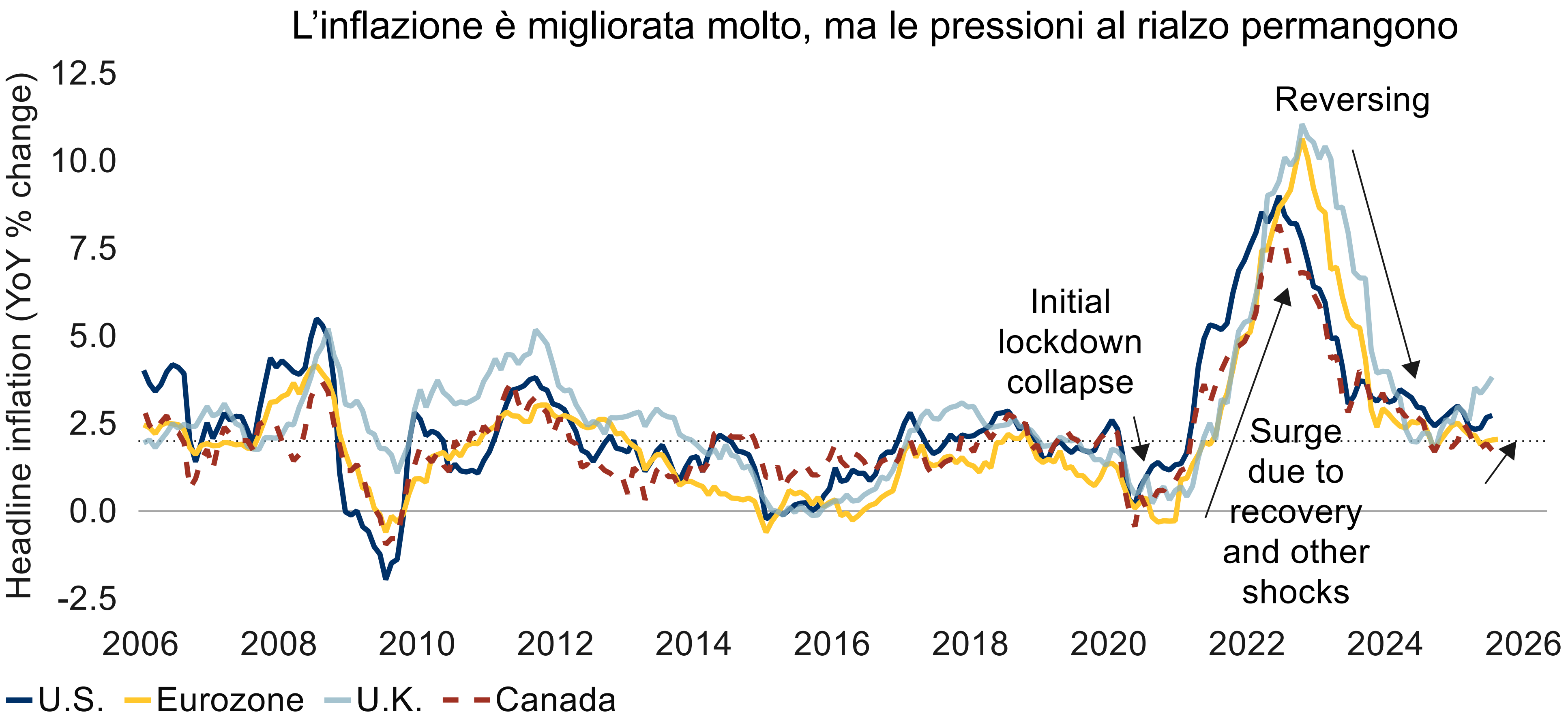
Fiscal health scorecard

Country	Fiscal Health Index (1 - 5)	Debt (% of GDP)	Deficit (% of GDP)	Fiscal adjustment (ppt)	Interest payments (% of GDP)	GDP growth (%)	Current Account (% of GDP)	Foreign-held debt (% share)	Committed spending share (%)	Currency control
U.S.	3.8	121	7.7	2.5	3.9	2.1	-3.9	26	70	Yes
U.K.	3.6	101	5.5	1.5	3.1	1.4	-3.4	25	66	Yes
Belgium	3.4	104	4.7	1.0	2.0	1.3	-0.9	52	58	No
Brazil	3.4	87	7.1	1.1	8.2	2.5	-2.8	11	66	Yes
France	3.4	113	5.4	1.3	1.9	1.2	0.4	46	63	No
Italy	3.3	135	3.5	-0.2	3.7	0.7	1.1	28	62	No
Spain	3.2	102	3.8	0.2	2.4	1.6	3.0	41	63	No
Greece	3.1	151	1.0	-3.4	2.8	1.4	-6.9	n.a.	57	No
Japan	3.0	237	2.5	-3.3	1.2	0.5	4.8	13	67	Yes
South Africa	3.0	76	6.0	0.3	5.0	1.8	-0.6	23	43	Yes
Mexico	2.9	58	5.9	2.5	6.2	2.1	-0.3	23	n.a.	Yes
Canada	2.8	111	1.9	-2.6	3.2	1.5	-0.5	21	63	Yes
India	2.8	81	7.4	-0.8	5.4	6.5	-0.8	5	n.a.	Yes
Norway	2.7	43	8.3	7.0	0.6	1.3	17.1	63	60	Yes
Finland	2.6	83	2.8	-0.5	1.1	1.2	0.3	46	62	No
China	2.5	123	6.9	-1.2	0.9	3.4	2.3	3	44	Yes
Portugal	2.4	95	-0.3	-3.1	2.2	1.7	2.2	46	62	No
Germany	2.2	64	2.2	0.0	0.9	0.7	5.7	42	61	No
Turkey	2.1	26	5.5	0.6	2.6	4.1	-0.8	n.a.	62	Yes
Australia	2.1	50	2.9	0.6	1.6	2.3	-1.9	33	57	Yes
Indonesia	1.8	40	2.2	-0.9	2.1	5.1	-0.6	34	32	Yes
Russia	1.8	20	3.0	1.5	0.8	1.2	2.9	8	46	Yes
South Korea	1.6	52	0.6	-1.7	0.9	1.8	5.3	17	n.a.	Yes
Netherlands	1.6	43	1.4	-0.2	0.7	1.2	9.9	37	57	No
Ireland	1.5	41	-3.9	-5.1	0.7	2.3	17.2	56	60	No
Denmark	1.4	28	-3.8	-4.7	0.7	1.5	13.0	26	64	Yes
Sweden	1.4	33	0.8	-0.3	0.7	1.7	7.4	16	56	Yes

Legend
Extremely poor
Very poor
Poor
Fair
Good

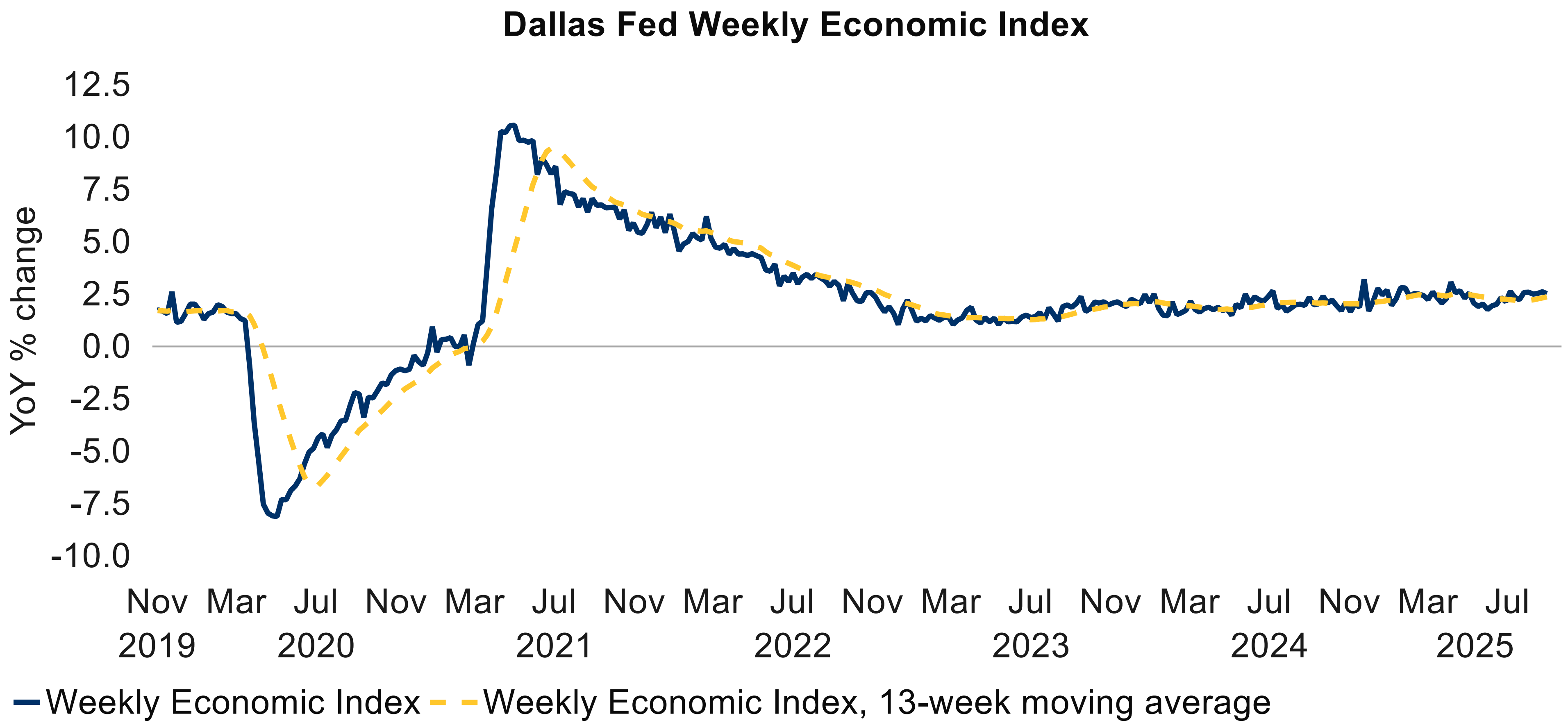
Note: 2024 data for all indicators except interest payments (2023) and GDP growth (IMF forecast for 2030 used as proxy for "normal"). Fiscal adjustment refers to the necessary reduction in fiscal deficit to stabilize debt-to-GDP ratio. Source: IMF, Macrobond, RBC GAM

L’inflazione crescerà negli USA e meno altrove



Note: As of August 2025 for eurozone, July 2025 for Canada, U.K., and U.S. Source: Statistics Canada, Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), U.K. Office for National Statistics (ONS), Macrobond, RBC GAM

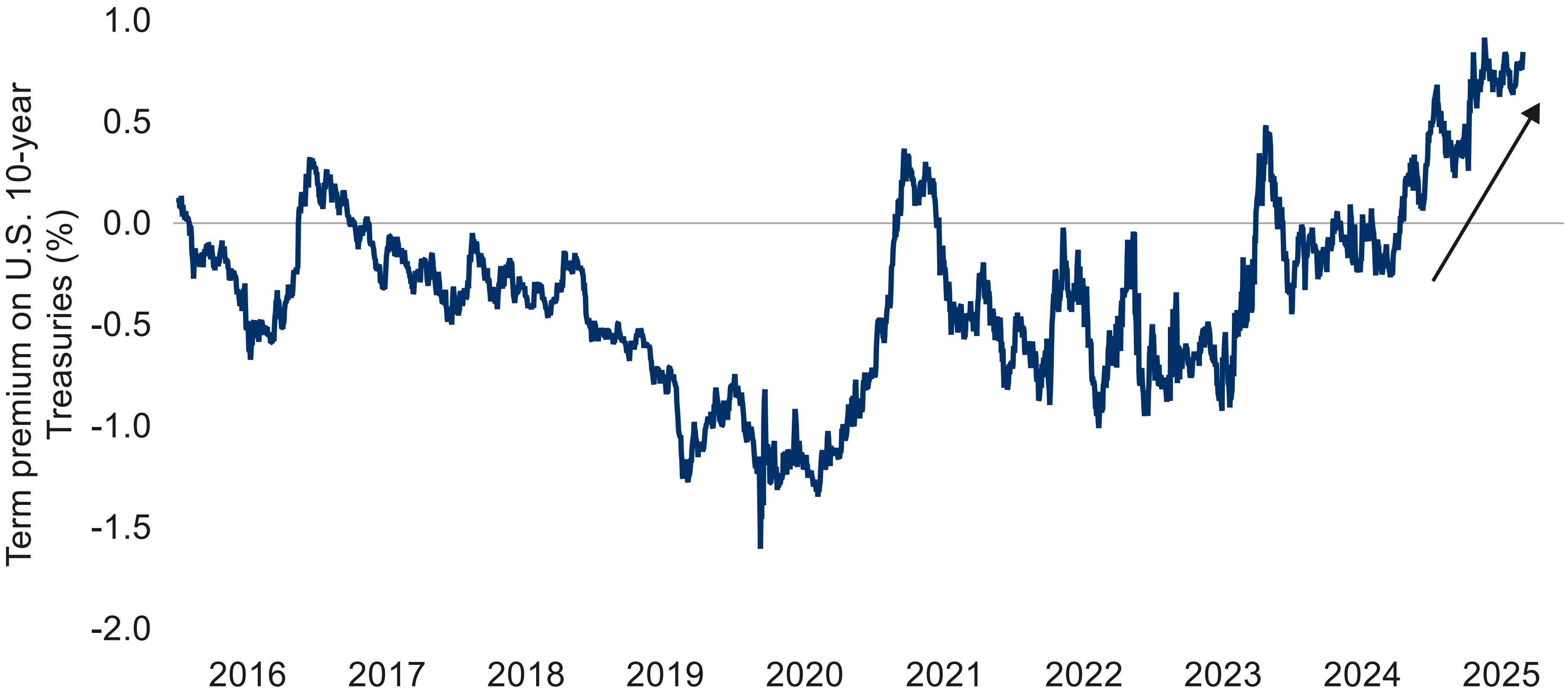
Indicatore economico settimanale della Fed di Dallas: ancora accettabile



Note: As of the week ended 08/30/2025. The WEI is an index of ten indicators of real economic activity, scaled to align with the four-quarter GDP growth rate. Source: Federal Reserve Bank of Dallas, Macrobond, RBC GAM

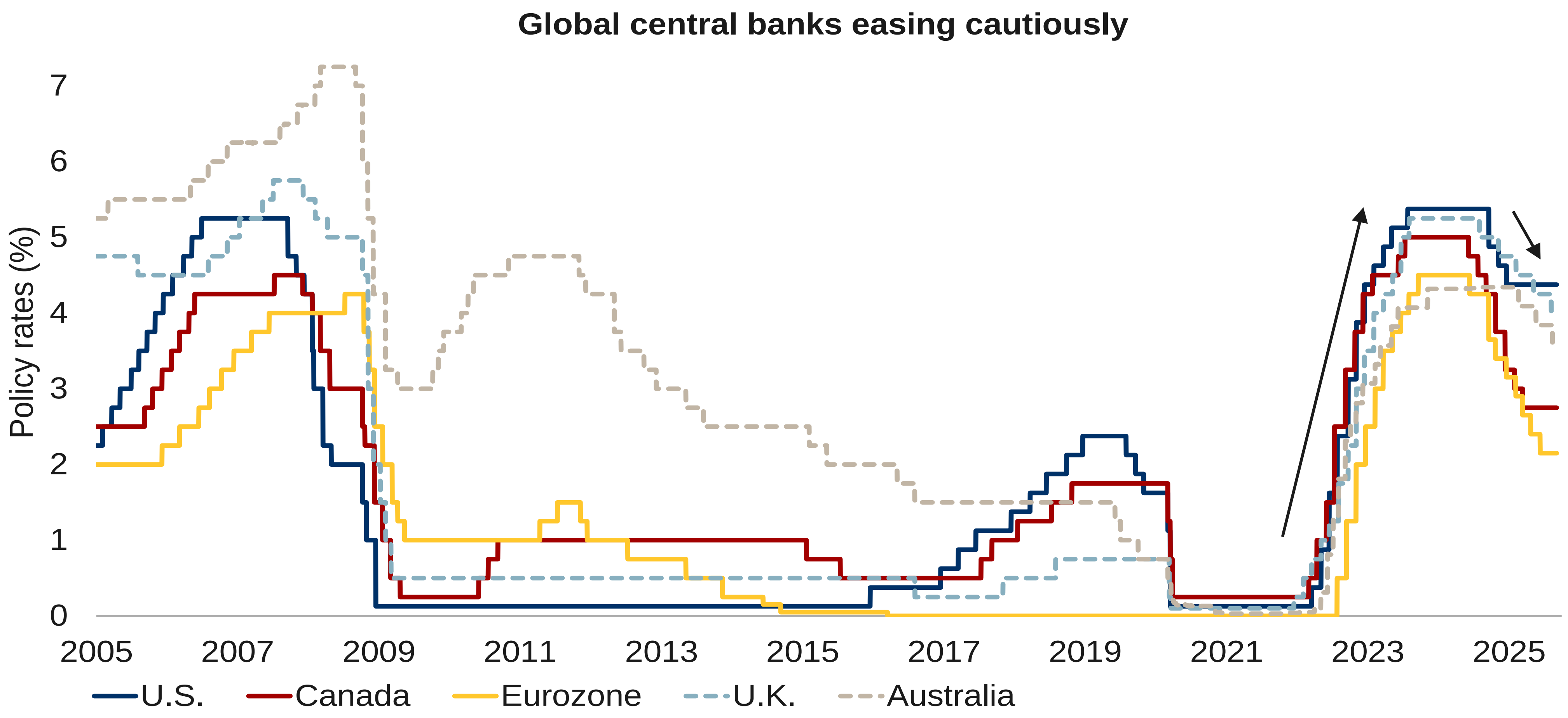
Term premium in crescita negli USA – Preoccupazione sull’indipendenza della Fed, deficit fiscale

Term premium is rising quickly



Note: As of 09/02/2025. Source: Federal Reserve Bank of New York, Macrobond, RBC GAM

Pochi ulteriori tagli previsti da parte delle Banche Centrali



Note: As of 09/04/2025. Source: Macrobond, RBC GAM

Cambiamenti geopolitici strutturali

Trend Pre-esistenti:
- Egemonia → contesto multipolare
- Crescenti barriere internazionali (non solo negli USA)
- Erosione graduale degli USA come valuta riserva

Trend attuali:
- Basato sull'ordine → Basato sulla forza
- Gli USA si ritirano globalmente da:
  - Commercio
  - Militare
  - Organizzazioni Internazionali
- Perdita di fiducia negli USA
  - Antagonismo verso il resto del mondo
  - Caos Politico
  - Eccessivo potere da parte dell'Esecutivo

Implicazioni:
- Si formano delle "cricche" di paesi
- Protezionismo: dazi, nazionalismo
- Norme internazionali minate
- Crescita spesa militare
- Crescita più bassa / alta inflazione / premi al rischio più elevati
- Investitori escono dagli USA
  - Ulteriore erosione dello status degli USA
  - Elevato costo del capitale USA / rendimenti
- Superpotenze globali ne escono rafforzate
- Opportunità per l'Europa/Euro/Bund
- Opportunità per la Cina di riempire il vuoto lasciato dagli USA
- Trend che persisterà nel lungo periodo

Nota: al 09/05/2025. Fonte: RBC GAM

La scorecard tecnologica evidenzia che gli USA rimarranno economicamente eccezionali

Critical Technologies Index

Country	Total	AI	Chips	Biotech	Space	Quantum
U.S.	**84**	91	75	86	92	84
China	**66**	58	63	84	56	76
Europe	**41**	45	24	56	40	74
Japan	**24**	13	30	24	22	40
South Korea	**20**	14	27	17	17	23
UK	**19**	19	11	23	24	48
Germany	**19**	19	11	21	24	44
Taiwan	**16**	8	29	9	10	12
India	**15**	15	7	20	24	26
France	**15**	18	5	15	25	40
Russia	**13**	8	3	14	42	24
Canada	**13**	14	4	18	13	41
Australia	**11**	11	3	19	18	22
Italy	**11**	11	5	13	21	19
Netherlands	**11**	10	6	11	17	30
Spain	**10**	11	4	15	15	18
Singapore	**9**	11	7	8	7	17
Brazil	**8**	7	5	16	10	5
Israel	**8**	8	3	10	14	20
UAE	**6**	9	3	7	6	8
New Zealand	**6**	7	0.5	10	10	3
Turkey	**5**	7	0.5	9	10	5
Saudi Arabia	**5**	9	0.5	6	8	4
Iran	**5**	4	1	6	11	6
Ukraine	**3**	4	0.5	6	5	0.5
North Korea	**1**	0	0.5	0	5	0.5

Note: Scores range from 0 to 100, with 100 representing the most advanced in the metric assessed. Based on data from 2023 or, where unavailable, the most recent publicly available data. Europe includes UK, France, Germany, Italy, Netherlands, and Spain. Source: Harvard Kennedy School - Belfer Center for Science and International Affairs, RBC GAM

RBC BlueBay
Asset Management

Outlook di mercato nelle diverse classi di attivo

Tassi e valute

- Gli **Stati Uniti sono emersi come il chiaro vincitore della guerra commerciale**
- Il tasso medio dei dazi raggiunto potrebbe portare il deficit di bilancio leggermente al di sotto del 7% nel prossimo anno
- Con la **Casa Bianca che inizia a prevalere sulla Federal Reserve**, il mercato sta scontando tagli dei tassi più aggressivi (134 pb di tagli entro dicembre '26)
- Tuttavia, i mercati sono preoccupati per la minaccia alla stabilità dei prezzi (minore immigrazione, dazi, deregolamentazione, investimenti nell'IA e, in ultima analisi, tassi più bassi) che esercitano un'ulteriore **pressione sulle curve portandole ad irripidirsi ulteriormente**
- La **BCE sembra essere alla fine** del suo ciclo di allentamento monetario, con l'inflazione tornata all'obiettivo. Vediamo il rischio che l'inflazione sia inferiore alle stime e che la crescita possa deludere, portando alla possibilità di un **ulteriore taglio all'inizio del prossimo anno**.
- Il nuovo primo ministro francese Sébastien Lecornu avrà ancora difficoltà a concordare un bilancio con misure sufficienti a soddisfare Bruxelles, senza infiammare le tensioni populiste. Riteniamo che il disavanzo superi gli obiettivi precedenti e continui ad aumentare la **pressione a lungo termine sulla traiettoria del debito pubblico** francese. Gli OAT potrebbero recuperare parte delle loro recenti perdite, ma riteniamo che potrebbe esserci un limite all'entità del ritracciamento dello spread
- Ci aspettiamo che il differenziale di inflazione sia maggiore del differenziale di crescita e, combinato con i tagli dei tassi previsti negli Stati Uniti, vediamo il **tasso EUR/USD muoversi verso 1,20**
- Il **Giappone** sta avendo difficoltà con la domanda dei titoli di Stato a lungo termine, ma anche il mix di politiche è troppo inflazionistico. Se la BoJ dovesse aumentare i tassi troppo lentamente, c'è il rischio di ricadute sul tasso di cambio, il che aumenterebbe la pressione inflazionistica. Per risolvere il problema, saranno costretti a fare ulteriori rialzi, il che alla fine sosterrà la **normalizzazione della curva**, a nostro avviso

Fonte: RBC Global Asset Management. Le view sono al 14 settembre 2025 e soggette a cambiamenti senza notifica

Mercati del credito Investment Grade – il nostro livello di convinzione

	US$ credit	€/£ credit	
Livello di convinzione	0	0	Gli spread hanno ritracciato dai massimi e la relazione tra Europa e USA si è normalizzata. La domanda per il credito IG continua a rimanere robusta.
Fondamentali	0	0	I bilanci rimangono in salute. Tuttavia elevati input cost, consumatori in sofferenza e dazi doganali potrebbero significare pressioni sugli utili per molti settori.
Fattori tecnici (domanda e offerta)	+1	+2	Domanda molto robusta. Gli investitori focalizzati sui rendimenti potrebbero aggiungere esposizione anche se le valutazioni sono poco attraenti. Net supply negativa.
Valutazioni: Spread/Yields	-1	-1	Nonostante esistano multiple sacche di valore, gli spread in senso ampio non sono interessanti, essendo vicini ai minimi. C'è spazio per un repricing in caso di incertezza.

Fonte: RBC Global Asset Management, al 25 luglio 2025. Il livello di convinzione spzia da +3 a -3
I livelli di convinzione sono le attese dei team di investimento, che sono mantenute nel Alpha Decision Tool (ADT) e possono cambiare senza notifica.

High Yield – Visioni top-down e settoriali

Cosa ci piace

- HY può generare rendimenti interessanti in un contesto di crescita limitata
- Trarre vantaggio dallo spread delle nuove emissioni e tenere la liquidità elevata
- Settore bancario Europeo ed emittenti financial service USA
- Società Telecom con forte potere di prezzo
- Emittenti energy a basso beta

Cosa evitiamo

- Emittenti legati al tempo libero e beni di consumo dove gli utili potrebbero risentire della sensibilità ai prezzi dei consumatori
- Emittenti HY dei Mercati Emergenti che offrono minore liquidità rispetto agli emittenti dei paesi sviluppati
- Credito BB con spread compresso
- Strumenti CCC con forte indebitamento e strutture dei capitali non sostenibili

Fonte: RBC Global Asset Management, 31 Luglio 2025

Temi principali nel debito dei mercati emergenti

I fondamentali continuano a migliorare

Bassi tassi di default e crescita elevata sono un ancora di salvezza per i ME

- *Elevati rendimenti*
- *Trend del rating positivo*
- *Importanti buffer da fondamentali solidi*

Politiche monetarie divergenti mentre il Dollaro USA si deprezza

I Mercati emergenti offrono tassi reali migliori rispetto ai paesi sviluppati

- *Dollaro USA strutturalmente più debole*
- *Inflazione ME benigna*
- *Fattori tecnici positivi derivanti da una diversificazione dagli USA*

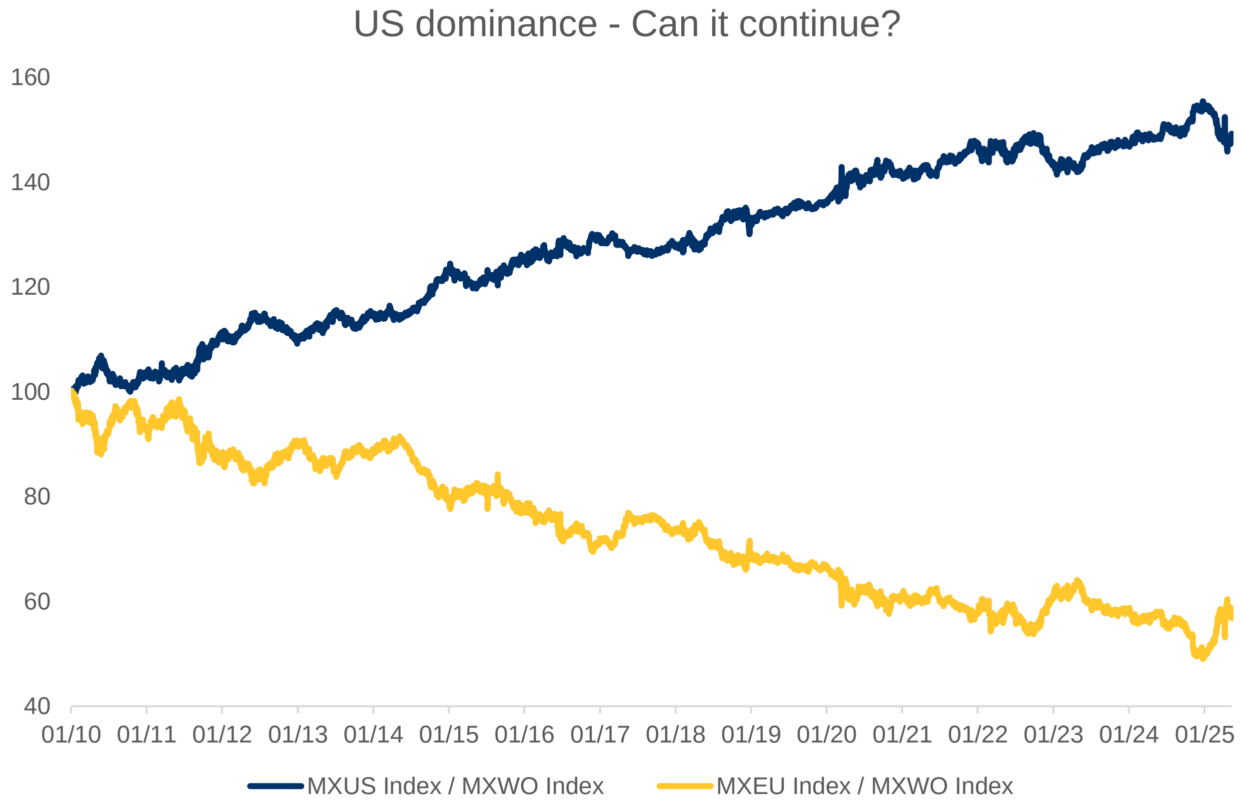
Rischi Geopolitici e cambiamenti nel commercio

Cambio di Policy negli USA ed Europa

- *Dazi doganali e tagli alle tasse*
- *Impatto sulla crescita*
- *Spese militari*
- *Attese sull'inflazione*
- *Politiche della Fed*

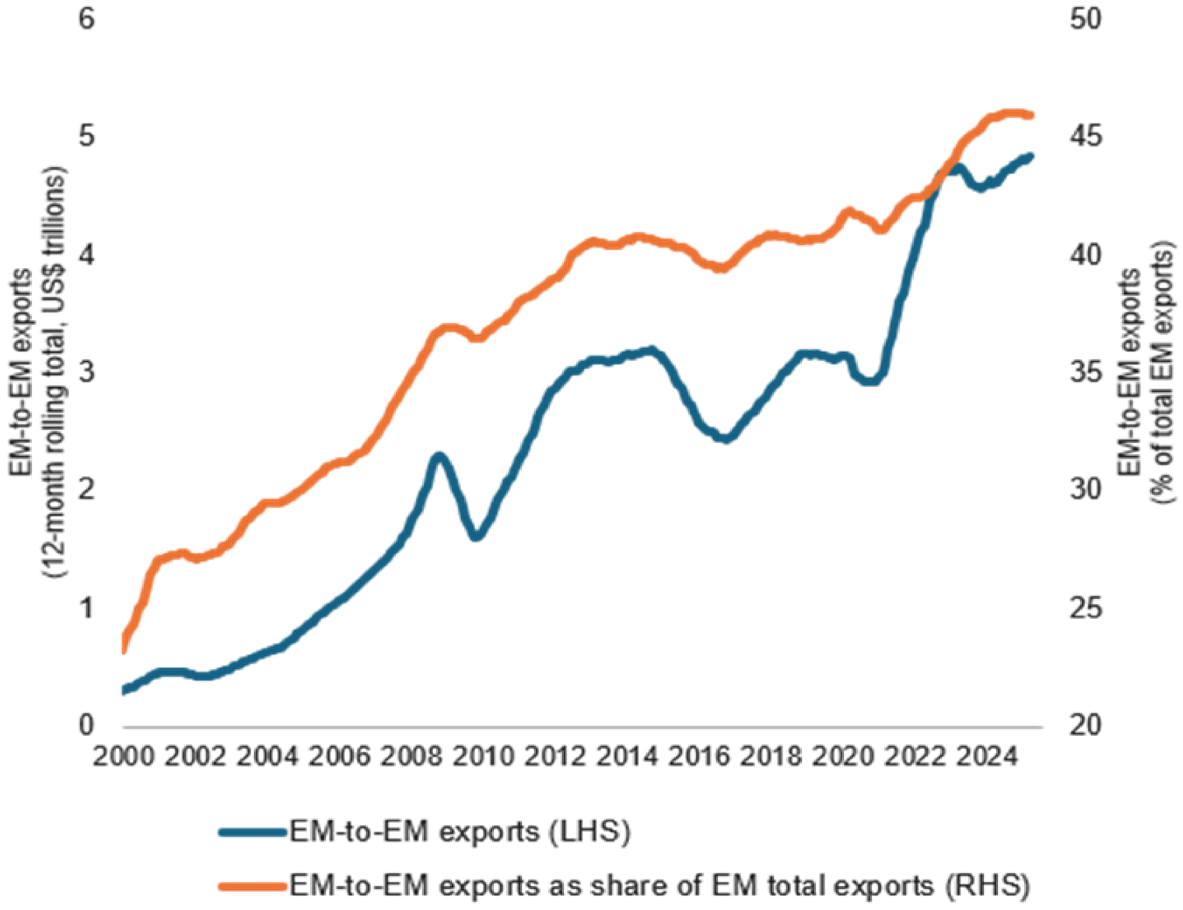
Fonte: RBC Global Asset Management, a Giugno 2025, Dalla sinistra: cartoonmovement.com, scmp.com, app.hedgeye.com

Azionario Globale: gli USA sono stati eccezionali in molti modi



Fonte: RBC, Bloomberg al 12/05/2025, in USD, total return.

Azionario Emergente: lo scambio commerciale intra ME si avvicina al 50% delle esportazioni



Fonte: Dati a Marzo 2025. Fonte: IMF, Macrobond, RBC GAM

Disclaimer

Additional Disclosure for China:
No invitation to offer, or offer for, or sale of, interests in any fund referred to in this document will be made to the public in China (which, for such purposes, does not include the Hong Kong Special Administrative Region, Macau Special Administrative Region or Taiwan) or by any means that would be deemed to be a public offer under the law s and regulations of China. The information relating to any fund referred to in this document has not been submitted to or approved by the China Securities Regulatory Commission or any other relevant governmental authorities in China. The funds referred to in this document may only be offered or sold to Chinese investors who are authorised to buy and sell securities in private investments denominated in foreign currencies. Potential investors resident in China are responsible for obtaining all relevant approvals from, and registration with, the relevant Chinese government authorities, including but not limited to the State Administration of Foreign Exchange, Ministry of Commence before purchasing interests in any fund referred to in this document.

Additional Disclosure for Hong Kong:
This publication is distributed in Hong Kong by RBC Global Asset Management (Asia) Limited, a licensed corporation under the Securities and Futures Ordinance. This material has been prepared for general circulation and does not take into account the objectives, financial situation, or needs of any recipient. The material is provided to Professional Investors (as defined in the Securities and Futures Ordinance (Cap571)) only.

Additional Disclosure for Singapore:
This document is being provided to you at your specific request, which has not been solicited by us. In providing this document to you, we are relying on your representation to us that you are an accredited or institutional investor, and that this information is being specifically requested by you. This document does not amount to any offer or solicitation of our fund management services.

The collective investment scheme which is the subject of this document is not authorised or recognised by the Monetary Authority of Singapore (MAS) under the Securities and Futures Act 2001, as modified or amended from time to time (SFA) and units in the scheme are not allowed to be offered to the retail public in Singapore. However, the scheme has been notified to the MAS as a restricted scheme for the purposes of Section 305 of the SFA. This document is not a prospectus as defined in the SFA. Accordingly, statutory liability under the SFA in relation to the content of prospectuses would not apply. You should consider carefully whether the investment is suitable for you. This document has not been registered as a prospectus with the MAS. Accordingly, this document and any other document or material in connection with the offer or sale, or invitation for subscription or purchase, of the units may not be circulated or distributed, nor may the units be offered or sold, or be made the subject of an invitation for subscription or purchase, whether directly or indirectly, to persons in Singapore other than (i) to an institutional investor pursuant to Section 304 of the SFA, or (ii) to an accredited investor pursuant to Section 305(1) and in accordance with the conditions specified in Section 305 of the SFA.

Additional Disclosure for Taiwan:
This document does not contemplate the marketing, offer, issue or sale of any funds in Taiwan. The funds are not registered in Taiwan and may not be sold, issued or offered in Taiwan. No person or entity in Taiwan has been authorized to offer, sell, give advice regarding or otherwise intermediate the offering and sale of the funds in Taiwan. The contents of this document have not been reviewed by any regulatory authority in the Asian jurisdictions. You are advised to exercise caution in relation to this document. If you are in any doubt about any of the contents of this document, you should obtain independent professional advice.

Additional Disclosure for Korea:
Neither BlueBay or RBC Global Asset Management (Asia) Limited is making any representation with respect to the eligibility of any recipients of this document to acquire interests therein under the law s of Korea, including but without limitation the Foreign Exchange Transaction Act and Regulations thereunder. The fund may only be offered to Qualified Professional Investors, as such term is defined under the Financial Investment Services and Capital Markets Act, and interests in the fund may not be offered, sold or delivered, or offered or sold to any person for re-offering or resale, directly or indirectly, in Korea or to any resident of Korea except pursuant to applicable laws and regulations of Korea.

Additional Disclosure for Thailand:
This document does not constitute an offer to sell or any recommendation or solicitation to buy or sell any securities or services. This document has not been approved by the Securities and Exchange Commission which takes no responsibility for its contents. No offer to the public to purchase the products referred to in this document will be made in Thailand and this document is intended to be read by the addressee only and must not be passed to, issued to, or shown to the public generally.

Disclaimer: Marketing Communication