KJX9U18QMK @ Gruppo 24 ORE RIPRODUZIONE RISERVATA 79A38E2399487EBB

emento al numero odierno del Sole 24 Ore Poste Italiane Sped. in A.p. - D.l. 353/2003 conv. L. 46/2004, art. 1, c.1, Dcb Milano

Plus 24

La settimana di finanza e risparmio

Il Sole 24 ORE

13/12
2025

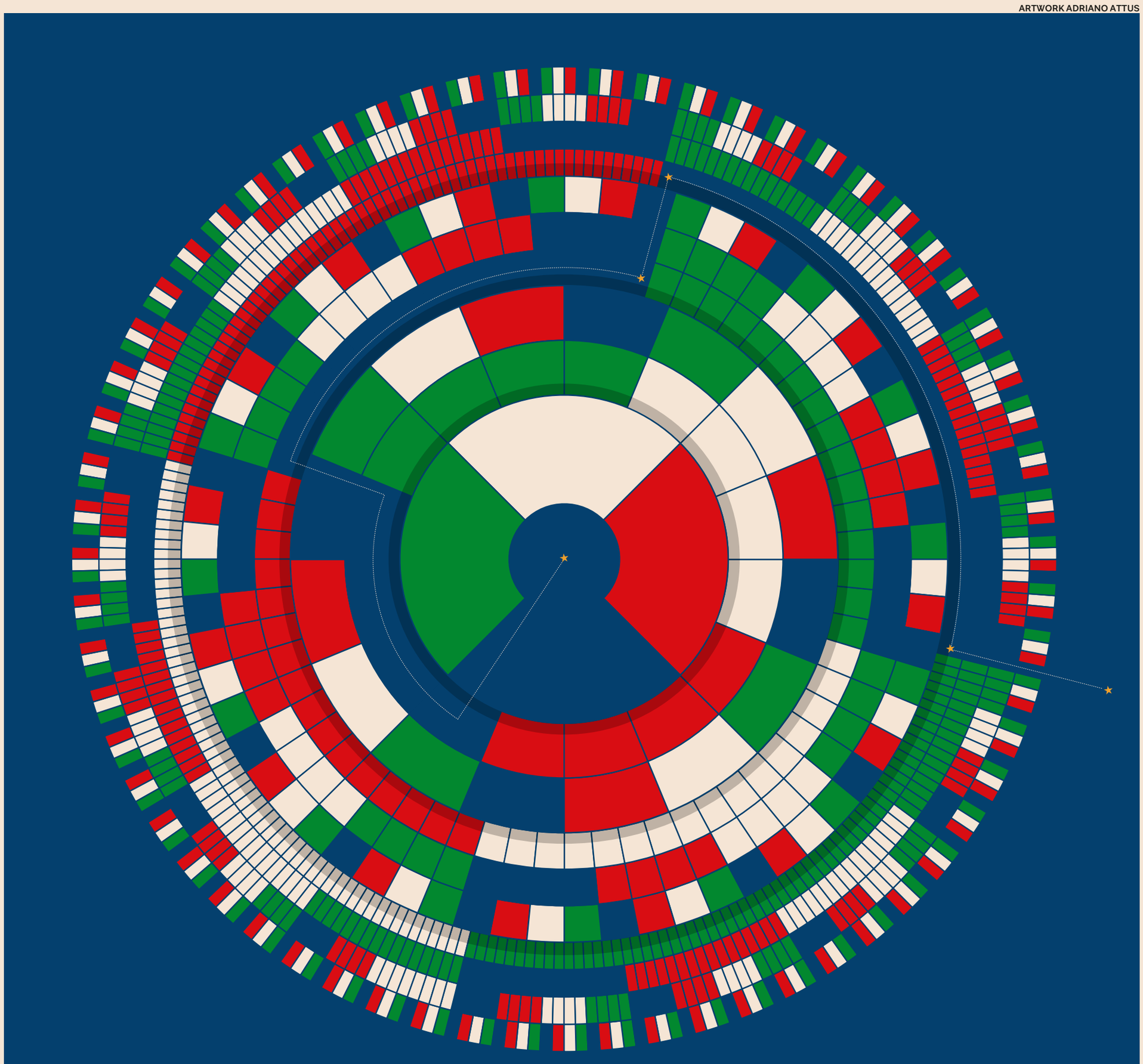


Piazza Affari
I titoli più a sconto rispetto al potenziale inespresso legato alla sostenibilità
Pagina 6

Mutui
Ultimo treno per la surroga. Più offerte per passare al tasso variabile
Pagina 7

Portafogli d'investimento
Come agire dopo il taglio dei tassi e la stretta della Fed sui private asset
Pagina 8

ARTWORK ADRIANO ATTUS



CASSE E FONDI PENSIONE

Conviene investire sull'Italia?

Gli enti previdenziali sono sollecitati dal Governo a dedicare maggiori risorse all'economia reale tricolore. Le contropartite poste sul tavolo dagli operatori del settore. Pro e contro di una scelta che va nella direzione di canalizzare le risorse dei fondi verso impieghi illiquidi e di lungo termine. Le ricadute per gli iscritti alle diverse forme di previdenza

PIMCO
pimco.it

Strumenti per investire

L'angolo dei certificates
Pagine 15 - 17

Editoriale

Attesa la fumata bianca per l'Arbitro previdenziale

di **Gianfranco Ursino**

I tempi sono maturi e dopo tante dichiarazioni è arrivata l'ora di dare forma all'attesa revisione dell'assetto della previdenza complementare. Non bastano le singole misure in corso di discussione nell'ambito della Manovra, serve una riforma organica più volte annunciata da diversi esponenti del Governo e su cui da tempo si lavora. I temi sul tavolo sono molteplici: dalle diverse misure volte ad offrire maggiori margini di manovra agli enti previdenziali per investire nell'economia reale, ai benefici fiscali auspicati dai fondi pensione, compreso quello di aumentare e rendere più flessibile la soglia di deducibilità dei contributi versati dagli iscritti; dall'adesione con il silenzio assenso attraverso le linee life-cycle, agli incentivi per favorire l'erogazione di rendite, senza trascurare la necessità di irrobustire la cultura previdenziale degli italiani. Solo per citare alcune tematiche. Tra queste non bisogna dimenticare, però, la necessità di istituire un "Arbitro previdenziale".

— *Continua a pagina 3*

Borse Sud Est asiatico
I listini azionari più promettenti nel 2026
Pagina 9



Sportello reclami
Lo stupore degli eredi della zia cliente di Poste
Pagina 10

Pressioni allo sportello
La testimonianza del mal di budget di un ex bancario
Pagina 10

Assicurazioni
I broker fanno sempre più gola al private equity
Pagina 14

Investimenti su cui puoi contare

La filiale italiana di PIMCO Europe GmbH (società n. 10005170963) è autorizzata e regolamentata dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) e dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). ©2023, PIMCO.
A company of Allianz

Comunicazione di marketing
PIMCO

KJX9U18QMK @ Gruppo 24 ORE RIPRODUZIONE RISERVATA 79A38E2399487EBB

Investimenti

MERCATI
La BoE rinnova le Osf

La Banca d'Inghilterra (BoE) sta rendendo più attraenti per le banche gli strumenti di prestito (Operational standing facilities, Osf) utilizzati durante la crisi, mentre i funzionari cercano di limitare le crescenti turbolenze sui mercati monetari.
La BoE sta infatti rinnovando gli Osf lanciati per la prima volta nel 2008 che possono aiutare il settore finanziario ad accedere a liquidità o obbligazioni durante shock imprevisti. Gli Osf possono essere utilizzati in qualsiasi momento in risposta a squilibri nei flussi di denaro, con tassi migliorati volti a incoraggiarne l'uso in base alle necessità. La mossa fa seguito ai recenti picchi improvvisi del costo del prestito in sterline sui mercati repo. Ciò è stato determinato dal drenaggio di liquidità in eccesso dal sistema finanziario da parte della stessa BoE per contribuire a evitare eventuali shock

Dopo la Fed. Meglio Treasury dai 5 ai 10 anni Pressione sugli asset illiquidi del private credit

Tagliati i tassi Usa Probabili riflessi sugli investimenti in titoli non quotati

Marcello Frisone

Come da copione. Il Fomc (Federal open market committee, il cuore pulsante della Fed che decide la politica monetaria Usa e, di fatto, l'orientamento della finanza globale) ha tagliato mercoledì 10 dicembre i tassi d'interesse di 25 punti base al 3,50%-3,75%, come previsto dagli analisti. Questo lascia presagire buone notizie per chi vuole ottenere rendimento dagli investimenti azionari, un po' meno per chi vuole puntare sul reddito fisso. Se, però, questa notizia la si legge in combinata con un'altra decisione, sempre del Fomc, in vigore dal 1° dicembre, ecco che i titoli di Stato Usa (meglio con scadenza dai 5 ai 10 anni) potrebbero assumere un altro peso all'interno dei portafogli, anche alla luce del fatto che i titoli illiquidi (come quelli del private credit, nei quali hanno puntato molti investitori italiani) avranno "vita dura" da qui in avanti. Facciamo un passo indietro.

PER I GESTORI CHI INVESTE IN BOND USA DEVE COPRIRSI CONTRO LA DEBOLEZZA DEL DOLLARO

Lo stop al Qt

Il 29 ottobre 2025 il Fomc ha annunciato che dal 1° dicembre 2025 si sarebbe interrotta la riduzione (Qt, Quantitative tightening) delle proprie disponibilità in titoli, ponendo così fine a un ciclo triennale di contrazione del bilancio. Riduzione in realtà già tentata momentaneamente nel 2019 ma poi, smaltita anche l'emergenza Covid, ripresa dal 2022 al 2025 con una contrazione che è passata da un massimo di quasi 9.000 miliardi a circa 6.500 miliardi di dollari (si veda grafico).

Questo non vuol dire che adesso si sia aperta una nuova fase di Qe (Quantitative easing), anzi. Ci sarà probabilmente un congelamento a oltre 6,5 trilioni di dollari del bilancio della Fed. Come dire: per gli acquisti di asset statunitensi, oltre questa cifra non si va. «La scelta della Fed - spiega Massimiliano Silla, consulente finanziario indipendente - segna una svolta non soltanto quantitativa ma, soprattutto, qualitativa nella gestione della liquidità in dollari. Gli intenti della Fed sono principalmente due: rinnovare integralmente alle aste tutti i rimborsi in conto capitale derivanti dai Treasury detenuti in portafoglio e reinvestire tutti i rimborsi relativi al debito di agenzia e ai titoli garantiti da ipoteca Mbs (Mortgage backed securities, soggetti anche al rischio di rimborso anticipato) esclusivamente in Treasury Bills, i titoli di Stato a brevissima scadenza. Lo scenario - continua Silla - evidenzia anche significative vulnerabilità in settori come le banche regionali Usa e il private credit caratterizzato da prestiti a imprese non quotate, impossibili da vendere rapidamente in caso di uno choc improvviso come quello di carenza di liquidità nel sistema finanziario Usa».

L'importanza della copertura

«In generale - prevede Thomas Hempell, responsabile Macro & Market Research, Generali Investments -, vediamo i rendimenti dei Treasury statunitensi muoversi lateralmente da qui in avanti. Gli investitori dovrebbero coprire l'esposizione in valuta estera in dollari, poiché prevediamo che il cambio euro\dollaro continuerà a salire, grazie ai tagli dei tassi della Fed, alla diversificazione degli investitori internazionali e al recupero dell'economia dell'area euro. I costi di copertura riducono l'attrattiva del rendimento più elevato attuale dei Treasury rispetto alle obbligazioni europee. Tuttavia - aggiunge Hempell, i rendimenti decennali statunitensi sembrano essere più ancorati rispetto a quelli delle obbligazioni europee, che potrebbero aumentagre leggermente nel contesto del previsto recupero dell'area euro. Questo rende i Treasury statunitensi ancora un diversificatore interessante nei portafogli obbligazionari».

La copertura sul cambio euro\dollaro sembra quindi una priorità in questo frangente. «Per gli investitori italiani in Treasury - sottolinea Jon Day, Global bond portfolio manager di Bny Investments Newton -, l'esposizione valutaria è importante tanto quanto l'investimento sottostante. Chi detiene posizioni non coperte potrebbe vedere un eventuale rendimento positivo dei Treasury annullato dall'indebolimento del dollaro. Chi, invece, ha posizioni coperte è esposto soltanto alle variazioni giornaliere dei Treasury, ma su un orizzonte più lungo i rendimenti dei Treasury in euro restano inferiori a quelli dei Bund e della maggior parte degli altri titoli sovrani dei Paesi sviluppati».

Cosa fare nel portafoglio

Cosa dovrebbe fare invece chi ha titoli di Stato Usa in portafoglio? «Al momento - risponde Hempell, dovrebbe mantenere questa esposizione. Tuttavia, gli investitori dovrebbero prepararsi a un ulteriore lieve appiattimento della curva dei rendimenti statunitense, causato da possibili ulteriori tagli dei tassi da parte della Fed e da un probabile aumento del premio per il rischio a termine. È importante adottare un approccio cauto, in particolare sui titoli di Stato statunitensi a lunga scadenza che, a causa della loro elevata duration, potrebbero subire variazioni anche con piccoli aumenti dei rendimenti».

La contrazione del bilancio della Fed avviata dal 1° dicembre, l'ultima mossa della stessa Banca centrale del 10 dicembre e le tensioni latenti in alcuni comparti del credito, suggerirebbero dunque per l'investitore tre linee guida. «Primo - chiosa Silla -, la duration torna centrale: se lo stress su banche regionali e Cre (Commercial real estate, cioè il comparto immobiliare commerciale statunitense) costringerà la Fed a mantenere condizioni accomodanti, i Treasury a media scadenza (5-7 anni) offrono sia rendimento, sia potenziale di apprezzamento (ma occhio al rischio cambio). Secondo, gli asset reali come l'oro (si veda articolo in pagina, *ndr*) beneficiano di un contesto in cui i bilanci delle banche centrali restano strutturalmente grandi e la fiducia nel debito pubblico viene erosa dall'accumularsi di interventi di emergenza. Terzo, sull'azionario conta la qualità di bilancio: non la crescita a leva, ma le società che non hanno bisogno di rifinanziarsi nel 2026».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I bond sovrani Usa sul mercato

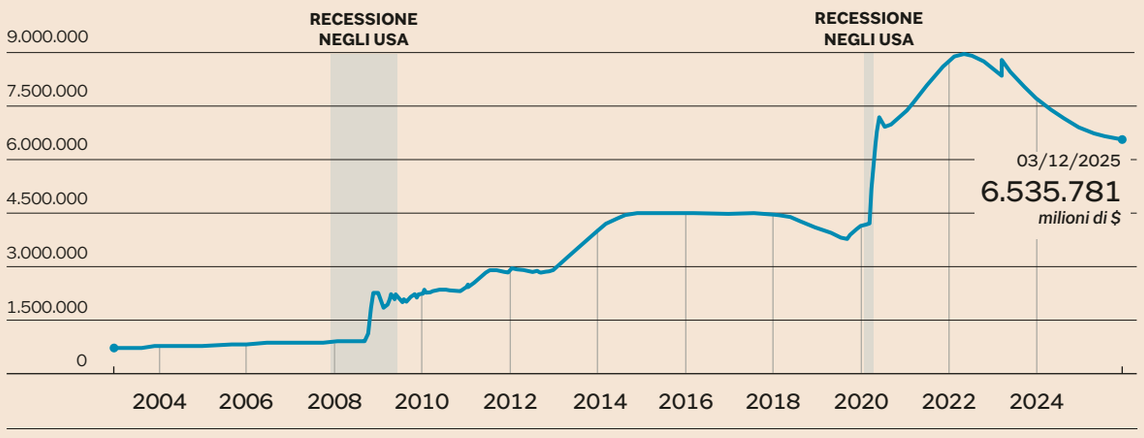
I migliori titoli di Stato statunitensi *(denominati in dollari)* in base al rendimento annuo per ogni scadenza

DESCRIZIONE	ISIN	SCADENZA	RENDIMENTO LORDO IN %	RENDIMENTO NETTO IN %
T-Note Usa Fx 4,875%	US91282CKS97	31/05/2026	3,66	**3,05**
Usa Tf 2,75%	US91282CEN74	30/04/2027	3,67	**3,31**
Usa Tf 1,125%	US91282CCV19	31/08/2028	3,65	**3,49**
Usa Tf 3,875%	US91282CGB19	31/12/2029	3,73	**3,24**
Usa Tf 0,875%	US91282CAV37	15/11/2030	3,80	**3,67**
Usa Fx 4,5%	US91282CMC28	31/12/2031	3,91	**3,34**
Usa Fx 4,125%	US91282CNF40	31/05/2032	3,95	**3,42**
T-Note Usa Fx 4,5%	US91282CJJ18	15/11/2033	4,05	**3,48**
Usa Fx 4,25%	US91282CLW90	15/11/2034	4,17	**3,62**
Usa Fx 4,25%	US91282CNT44	15/08/2035	4,12	**3,59**
Usa -T-Bond 4,5%	US912810FT08	15/02/2036	4,13	**3,57**
Usa -T-Bond 5%	US912810PU60	15/05/2037	4,25	**3,64**
Usa T-Bond Tf 4,5%	US912810PX00	15/05/2038	4,34	**3,77**
Usa Tf 4,375%	US912810QD37	15/11/2039	4,52	**3,96**
Usa T-Bond Tf 3,875%	US912810QK79	15/08/2040	4,60	**4,09**
Usa Tf 2%	US912810TC27	15/11/2041	4,76	**4,44**
Usa Tf 2,375%	US912810TF57	15/02/2042	4,76	**4,39**
Usa -T-Bond 2,875%	US912810RB61	15/05/2043	4,80	**4,37**
Usa -T-Bond 3%	US912810RJ97	15/11/2044	4,85	**4,40**
Usa T-Bond Tf 2,875%	US912810RN00	15/08/2045	4,87	**4,43**

Fonte: Borsa Italiana (dati all'11 dicembre 2025)

L'andamento del bilancio Fed

Il totale delle attività della Banca centrale statunitense al netto delle eliminazioni da consolidamento (dati al 3 dicembre 2025). *Dati in milioni di dollari Usa*



Fonte: Federal reserve economic data (Fred) gestita dalla Fed di St. Louis

I TRE SEGNALI DI ALLARME SULLA CARENZA DI LIQUIDITÀ NEGLI STATI UNITI

Standing repo facility
Il programma di riduzione del bilancio (il famoso Quantitative tightening), avviato tra il 2022 e il 2025, aveva lo scopo di passare da un livello di riserve "troppo abbondante" a uno comunque alto ma più equilibrato. Negli ultimi tempi, però, stanno comparendo segnali che indicano l'opposto: le riserve stanno diventando troppo basse, avvicinandosi a una zona di possibile tensione per il sistema. Tre spie hanno iniziato a lampeggiare insieme. La prima è rappresentata dai Standing repo facility (Srf). Sono, in estrema sintesi, un paracadute di liquidità creato dalla Federal Reserve per evitare che il sistema finanziario statunitense rimanga a corto di contante nei momenti di stress. Gli Sfr hanno visto un utilizzo record oltre i 50 miliardi di dollari a fine ottobre, segno che il mercato repo privato fatica a intermediare la mole di Treasury emessi.

Overnight reverse repo
La seconda spia che ha indicato il calo troppo basso delle riserve di liquidità nel sistema finanziario statunitense è rappresentato dall'Overnight reverse repo. Questo è uno strumento della Federal Reserve che serve a controllare i tassi di interesse a brevissimo termine. Una specie di "pavimento" proprio sotto i tassi di interesse, per evitare che scendano troppo vicino allo zero oppure addirittura sotto lo zero. L'Overnight reverse repo - in pratica il serbatoio dove i money market fund parcheggiavano l'eccesso di liquidità - si è praticamente svuotato. Una volta esaurito quel cuscinetto di liquidità creato dalla Banca centrale statunitense, ogni ulteriore Quantitative tightening va a tagliare direttamente le riserve bancarie. Il che mette in fibrillazione il circuito economico Usa in quanto verrebbe meno la "materia prima" che alimenta il sistema finanziario.

Foreign repo pool
Il Foreign repo pool ha costituito il terzo campanello d'allarme sul livello ormai troppo contenuto delle riserve di liquidità nel sistema finanziario Usa. Questo è un conto speciale presso la Fed, usato da banche centrali estere e istituzioni ufficiali straniere per parcheggiare temporaneamente dollari in modo sicuro, liquido e remunerato. Il Foreign repo pool serve per difendere le proprie valute e i propri sistemi bancari, riducendo la liquidità globale in dollari. Negli ultimi tempi, però, anche all'estero le banche centrali stanno drenando dollari dal Foreign repo pool. Con questi tre segnali di allarme, continuare il Qt avrebbe significato rischiare un nuovo "momento 2019", con tassi repo fuori controllo e interventi d'emergenza. Lo stop del 1° dicembre 2025 non sarebbe quindi un passo verso l'allentamento, ma probabilmente un atto di prudenza per preservare la funzionalità dei mercati di funding.

Oro. Sempre più bene rifugio a causa dei debiti sovrani

La richiesta del metallo giallo crescerà grazie a Cina e Russia

Oro, oro e ancora oro. Per far fronte alle varie crisi del debito sovrano (sia negli Usa, sia in Europa) i gestori vedono ancora il metallo prezioso come bene rifugio, seppur all'interno di un portafoglio diversificato. Se poi si considera anche la crescente richiesta del metallo giallo da parte di Russia e, soprattutto, Cina, che vogliono allontanarsi dalla "dipendenza" dal dollaro Usa e dagli asset correlati, ecco che la richiesta di oro dovrebbe essere sempre più alta. Vediamo il perché.

Bond sovrani versus oro

«I titoli di Stato dei paesi occidentali con un buon rating creditizio sono tradizionalmente considerati un bene rifugio - premette Simon Jäger, gestore multi-asset di Flossbach von Storch -. Le crisi del debito sovrano, però, stanno dando motivo di preoccupazione e non soltanto negli Stati Uniti, dove la recente disputa sul bilancio

NEL LUNGO TERMINE HA UNA FUNZIONE DI PROTEZIONE DEL PORTAFOGLIO DALL'INFLAZIONE

ha probabilmente fatto salire il prezzo dell'oro nel breve termine. Non vediamo alcun miglioramento nelle principali economie: i rapporti debito/Pil dei paesi del G7 sono destinati ad aumentare ulteriormente nel prossimo decennio. Inoltre, è evidente che la crescita è stata probabilmente sostenuta in gran parte da una politica monetaria espansiva. Se in futuro le banche centrali adotteranno posizioni più restrittive - ipotizza Jäger -, lo slancio economico rallenterà. Sembra che in diversi paesi sia stato superato il punto di non ritorno in termini di accumulo di debito».

I conflitti geopolitici

Le banche centrali (cinesi e russe in particolare) hanno già aumentato massicciamente le loro riserve auree negli ultimi anni e questa tendenza sembra essere destinata a continuare. Nel 2025, per esempio, l'oro ha superato il dollaro Usa (o i titoli di Stato Usa) come il più grande investimento per le riserve valutarie delle banche centrali a livello mondiale. «Vediamo l'oro - aggiunge Jäger - come una posizione strategica e parte integrante di un portafoglio ampiamente diversificato. Gli investitori a lungo termine dovrebbero puntare circa il 10% dei loro asset nel metallo prezioso, sebbene questa sia in ultima analisi una decisione molto personale. I metalli preziosi sono la nostra valuta di ultima istanza e hanno svolto questa funzione per secoli. Ci possono sempre essere movimenti di prezzo a breve termine, ma a lungo termine dovrebbero fornire protezione contro l'inflazione».

—**M.Fri.**
m.frisone@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA