KJX9U18QMK @ Gruppo 24 ORE RIPRODUZIONE RISERVATA F0BAEA8ACC5394FB

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

Plus24

La settimana di finanza e risparmio

Il Sole 24 ORE

20/12
2025

Attrattività Italia
Tutti i numeri del programma Investor Visa varato nel 2017
Pagina 6

Mercato obbligazionario
L'ombra degli hedge fund sui titoli di Stato Usa, Uk e tedeschi
Pagina 7



Investire nell'acciaio
Le prospettive per i titoli siderurgici tornano ad essere rosee
Pagina 8

ARTWORK ADRIANO ATTUS

SOSTENIBILITÀ IN BORSA

Il green fa bene alla reputazione (al credito no)

Soltanto il 35% delle aziende quotate in Piazza Affari dichiara di avere percorsi agevolati in banca sul versante finanziamenti, mentre è aumentata la richiesta di documentazione sulla sostenibilità. Ecco i risultati della nona edizione dell'Osservatorio Esg realizzato da Plus24 e Università Milano-Bicocca

PIMCO
pimco.it

Strumenti per investire
Fondi pensione aperti
Pagine 15 - 17

Editoriale
La trappola di rimanere fedeli alla stessa banca

di **Gianfranco Ursino**

Il dato di sintesi dell'indagine condotta nel 2025 da Banca d'Italia sulla spesa dei conti correnti sostenuta dalle famiglie l'anno precedente non è positivo: nel 2024 i costi medi complessivi sostenuti dai clienti persone fisiche sono aumentati a 101,1 euro (da 100,7 nel 2023). Anche in Posta le spese dei c/c continuano a salire e sono arrivate a 71,6 euro annue. Erano 53,6 euro nel 2014. L'indagine raccoglie informazioni sulle spese di gestione effettivamente sostenute dalle famiglie e documentate negli estratti conto inviati ai clienti.

Questi dati arrivano in un contesto che vede il sistema bancario al centro del dibattito politico che ha portato a un inasprimento, previsto in Manovra, dell'Irap per le banche (e per le assicurazioni) e a regole più stringenti su deduzioni e riserve, per fornire liquidità immediata allo Stato. Tuttavia tra le righe del lavoro, pubblicato in settimana da Bankitalia, è possibile ricavare qualche evidenza incoraggiante.

— *Continua a pagina 3*

Osservatorio Pir
Nel 2025 raccolta positiva vicina ai 2 miliardi
Pagina 9

Sportello reclami
Vittoria aumenta il premio al cliente per la polizza casa
Pagina 10

Arteconomy
Quanto vale il mercato dei dischi rari
Pagina 11



Contenzionsi & Polizze
Come funzionerà l'Arbitro assicurativo
Pagina 13

La capacità di scoprire opportunità.
L'agilità per coglierle.

PIMCO

PIMCO Europe GmbH - filiale italiana (società n. 192083) è autorizzata e regolamentata dalla CONSOB. ©2025 PIMCO. Tutti i diritti riservati. CMR2025-1030-4712083

KJX9U18QMK @ Gruppo 24 ORE RIPRODUZIONE RISERVATA F0BAEA8ACC5394FB

Investimenti

MERCATI
Bce lascia tassi invariati

Nessuna sorpresa dall'ultima riunione Bce del 2025: tassi d'interesse invariati (sui depositi al 2%) e stime di crescita al rialzo, a conferma di una tenuta dell'economia dell'area euro che ha superato le attese dei mesi scorsi. La Bce prevede ora che l'economia metterà a segno un rialzo dell'1,4% per 2025 (dall'1,2% atteso a settembre) e dell'1,2% nel 2026 (rivisto da 1%). Per il 2027 è attesa una crescita dell'1,4%. Le nuove stime confermano inoltre che l'inflazione rimane vicina al target: i prezzi dovrebbero crescere del 2,1% nel 2025, dell'1,9% nel 2026, dell'1,8% nel 2027 e del 2,0% nel 2028. La presidente Bce, Christine Lagarde, ha indicato che la decisione sui tassi è stata presa all'unanimità e che non si è discusso né di un possibile taglio né di un possibile rialzo. Ha inoltre detto che non dovrebbero servire nuove riduzioni del costo del denaro a meno di nuovi shock.

I bond sovrani in arrivo nell'Eurozona

L'ammontare complessivo di titoli di Stato che i paesi dell'Ue devono rimborsare nel 2026. *Dati in miliardi di euro*

PAESI	EMISSIONI LORDE			FABBISOGNO NETTO			RIMBORSI A SCADENZA		
	2025	2026	DIFFERENZA	2025	2026	DIFFERENZA	2025	2026	DIFFERENZA
Germania	295,0	355,0	60,0	103,0	140,0	37,0	192,0	215,0	23,0
Francia	345,0	355,0	10,0	179,0	185,0	6,0	166,0	170,0	4,0
ITALIA	**350,0**	**360,0**	**10,0**	**114,0**	**95,0**	**-19,0**	**236,0**	**265,0**	**29,0**
Spagna	175,0	175,0	0,0	62,0	54,0	-8,0	113,0	121,0	8,0
Paesi Bassi	40,0	45,0	5,0	20,0	16,0	-4,0	20,0	29,0	9,0
Belgio	47,0	59,6	12,6	26,0	35,6	9,6	21,0	24,0	3,0
Irlanda	8,0	12,0	4,0	-3,0	-2,0	1,0	11,0	14,0	3,0
Austria	45,0	50,0	5,0	23,0	18,0	-5,0	22,0	32,0	10,0
Portogallo	20,0	15,0	-5,0	7,0	7,0	0,0	13,0	8,0	-5,0
Finlandia	23,0	20,0	-3,0	12,0	9,0	-3,0	11,0	11,0	0,0
TOTALE	**1.348,0**	**1.446,6**	**98,6**	**543,0**	**557,6**	**14,6**	**805,0**	**889,0**	**84,0**

Fonte: Banca Finint

Titoli di Stato. Sui bond 2026 l'ombra dei fondi speculativi

Gli hedge fund hanno accumulato leva sui governativi Usa, Uk e tedeschi

Marcello Frisone

Fanno poco rumore, ma possono lo stesso creare possibili crisi finanziarie. Dietro il mercato dei titoli di Stato di Usa, Regno Unito ed Europa volteggiano gli hedge fund che attraverso il "basis trade" stanno utilizzando sempre più la leva finanziaria, creando così una vulnerabilità che potrebbe emergere già nei primi mesi del 2026. Soprattutto se aumenta all'improvviso la volatilità dei tassi di interesse. Vediamo il perché.

Debito globale ed emissioni

Secondo il Global debt monitor dell'Institute of international finance (Iif), il debito globale ha raggiunto a settembre 2025 circa 346mila miliardi di dollari, in aumento di oltre 26mila miliardi dall'inizio dell'anno. Una crescita trainata in larga parte dai deficit pubblici, che richiedono volumi sempre più elevati di emissioni lorde di titoli di Stato. «Il potenziale punto critico – osserva Massimiliano Silla, consulente finanziario indipendente – non è solo quanto nuovo debito venga emesso, ma la capacità del mercato di assorbirlo e rifinanziarlo senza tensioni, soprattutto in fasi di elevata volatilità e di ampio ricorso alla leva».

Nel 2026, per esempio, la Germania prevede emissioni lorde per 355 miliardi di euro (si veda tabella); gli Stati Uniti, nel solo primo trimestre, stimano un "fabbisogno" di circa 580 miliardi di dollari; il Regno Unito, per l'anno fiscale 2025/26, ha programmato emissioni di Gilt per oltre 300 miliardi di sterline. «Il dato sull'offerta netta nell'Eurozona, relativamente contenuta - spiega Jacopo Ceccatelli, responsabile Capital markets di Banca Finint -, non deve però trarre in inganno: al di là del fabbisogno di nuovo debito, il mercato sarà chiamato ad assorbirlo e rifinanziare comunque volumi record di emissioni lorde in un contesto, almeno allo stato attuale delle cose, di minore supporto delle Banche centrali rispetto a qualche anno fa. Su questa massa crescente di titoli in circolazione, e sulle modalità con cui verrà finanziata sul mercato primario, si concentra indubbiamente un potenziale fattore di instabilità».

Hedge fund e basis trade

In questo quadro si inserisce il ruolo degli hedge fund, protagonisti di strategie di basis trade: acquistano un bond e, contemporaneamente, vendono un contratto future sullo stesso titolo per sfruttare minime differenze di prezzo. Operazione che, pur avendo una logica di arbitraggio, viene spesso condotta con un elevato ricorso alla leva finanziaria tramite il mercato dei pronti contro termine (repo).

Allarmi di Bri, BoE e Fed

Le principali istituzioni internazionali hanno iniziato a segnalare apertamente queste vulnerabilità. La Banca dei regolamenti internazionali (Bri) ha messo in guardia dal rischio sistemico derivante dall'accumulo di leva nel mercato dei titoli di Stato, sottolineando come la stabilità apparente possa mascherare strutture estremamente fragili.

Anche la Bank of England (BoE) ha evidenziato come l'espansione del basis trade abbia aumentato la sensibilità del mercato dei Gilt a shock improvvisi. A novembre, il valore delle operazioni repo collegate a queste strategie superava i 100 miliardi di sterline, un dato che riflette stock di operazioni che sostengono esposizioni nozionali ben più ampie.

Negli Usa, la Fed di New York ha segnalato che, a marzo 2025, le scommesse al ribasso sui future Treasury fino a 10 anni avevano un nozionale di circa 1.000 miliardi di dollari. Un livello che rende il mercato particolarmente sensibile a variazioni nei tassi, nella volatilità o nelle condizioni di finanziamento.

In Europa, anche la Bce ha rilevato un aumento del ricorso ai repo e dell'utilizzo di titoli sovrani dell'area euro come collateral (per circa 2,6 trilioni di euro) da parte anche di hedge fund. Pur in assenza di una scomposizione per singolo Paese, il Bund tedesco rappresenta una quota rilevante di questo collateral.

Amplificatore del rischio

I volumi sopra citati, presi isolatamente, potrebbero sembrare gestibili. Il vero nodo è però la leva che li sostiene. «I finanziamenti repo – conclude Silla – sono strumenti a brevissimo termine utilizzati per mantenere posizioni molto più ampie. Questo significa che uno shock relativamente contenuto può tradursi in un impatto moltiplicato sul mercato. È qui che si annida il rischio sistemico. Non tanto in un singolo Paese o in una singola emissione, ma nella combinazione tra grandi volumi di debito, intermediazione a leva e dipendenza da condizioni di liquidità particolarmente stabili. Una combinazione che, storicamente, si è dimostrata vulnerabile nei momenti di stress».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

BTp sempre più preferiti (meglio 3-7 anni)

BUONI TESORO POLIENNALI

Approfittare di questo momento dei mercati per ridurre nel portafoglio il rischio di variazione dei tassi d'interesse. È una mossa tattica, quella suggerita ai detentori di BTp a lunga durata, dagli analisti interpellati da «Plus24» in vista di un 2026 denso di sfide per il debito sovrano (si veda pezzo sopra). Non certo per sfiducia nel nostro Paese, anzi. In questo periodo, infatti, non ci sono nei mercati finanziari tensioni specifiche sull'Italia. Certo, per chi pensa di portare a scadenza un titolo di Stato trentennale, non conviene certo venderlo. Ma per chi magari avesse bisogno improvvisamente di liquidità, ecco allora che ridurre adesso la duration potrebbe avere senso, puntando magari su BTp con durata dai 3 ai 7 anni.

Orientamento unanime

Accorciare dunque la duration dei BTp in portafoglio non è una ritirata, ma una strategia prudente. La parte lunga della curva, infatti, è la più vulnerabile al temuto shock di offerta che potrebbe arrivare da Usa e Germania. «In un contesto in cui l'offerta esplode - spiega Gabriel Debach, market analyst di eToro per l'Italia - le Banche centrali controllano i tassi a breve, ma non possono nulla sulla parte lunga. L'eccesso di debito sul mercato spingerebbe i rendimenti lunghi a salire e, per un meccanismo matematico legato alla duration elevata, il prezzo dei trentennali crollerebbe».

La fascia 5-7 anni sarebbe la più interessante per i titoli italiani. «Questo segmento - sottolinea John Taylor, Head of European Fixed Income di AllianceBernstein - consente non solo di restare ancorati alla stabilità della politica monetaria, ma offre anche la possibilità di beneficiare del cosiddetto effetto di roll-down: man mano che il titolo si avvicina alla scadenza, su una curva inclinata, tende ad aumentare di prezzo, offrendo un rendimento complessivo superiore». Per Gian Marco Salcioli, strategist Assiom Forex, sarebbe meglio accorciare la duration ancora di più, fino a 3-5 anni.

L'Italia, paese ora stabile

La stabilità dello spread italiano, spesso messa in discussione, poggia su basi molto più solide di quanto si pensi. Il Belpaese, storicamente visto come l'anello debole della periferia europea, sta vivendo un ribaltamento dei ruoli, offrendo ai mercati un inedito premio di stabilità. «La resilienza del BTp - dice Debach - è il risultato di una doppia blindatura. Il primo pilastro è politico: in un'Europa politicamente agitata, Roma offre quella visibilità di medio termine che i mercati apprezzano, percepita come diligente nel "fare i compiti" fiscali. Il secondo pilastro è tecnico: una fetta enorme del debito è stata assorbita dalle famiglie italiane (grazie al successo dei BTp Valore e BTp Italia), creando uno zoccolo duro di investitori domestici che rende il debito italiano meno volatile agli attacchi speculativi».

L'assicurazione CcTeu

In un contesto in cui il rischio principale è l'eccesso di carta sul mercato, i CcTeu (Certificati di credito del Tesoro a tasso variabile) possono rivestire un ruolo tattico. Per Debach, se i rendimenti salgono non perché l'economia corre, ma per l'eccesso di offerta, i titoli a tasso fisso soffrono in conto capitale (il loro prezzo scende). I CcTeu, adeguando la propria cedola a un tasso variabile, preservano il valore del portafoglio e offrono una maggiore protezione in questo scenario. Salcioli, invece, mantiene una posizione più cauta: non ritiene che lo sviluppo dell'inflazione possa essere così significativo nel 2026 da rendere i titoli a tasso variabile strutturalmente più interessanti.

— **M.Fri.**
m.frisone@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Wall Street. Come Trump ha stravolto le previsioni degli strategist sull'S&P

La volatilità legata ai dazi ha messo in forte difficoltà i grandi investitori

Andrea Gennai

Wall Street si avvia a concludere un anno in positivo dopo un inizio molto turbolento. I primi mesi dell'anno sono stati caratterizzati dall'insediamento di Trump alla Casa Bianca e dall'annuncio dei dazi culminato con il "liberation day". La volatilità è esplosa e questo evento ha messo in crisi gli strategist che hanno dovuto rincorrere le mosse del tycoon per stare al passo con il mercato.

Una rincorsa che poteva tranquillamente evitare, perché le previsioni degli stessi strategist alla fine del 2024 per gli obiettivi di fine 2025 si stanno rivelando non eccessivamente sbagliate. Allora l'S&P 500 viaggiava intorno a 5.800 punti e oggi si muove a 6.800 punti. Molti strategist alla fine dello scorso anno avevano fissato target non troppo lontani dai livelli attuali. Il crollo post annuncio sui dazi ha invece spinto l'S&P 500 addirittura sotto 5mila punti (con un minimo ad inizio aprile) ben distante dal punto di inizio anno e questo ha alimentato il nervosismo tra gli esperti, che hanno iniziato a inseguire il mercato.

I target

«Solo gli stupidi - commenta Mario Allegra, responsabile investimenti Alfa Scf - non cambiano mai idea e dei grandi analisti delle maggiori banche del mondo tutto si potrebbe dire tranne che siano degli stupidi. Eppure, quando si tratta di stime e di previsioni, queste dovrebbero essere più accurate possibili, coerenti e non condizionate dagli eventi. Un cambio di previsione potrebbe suonare come un'ammissione di aver fatto un errore di valutazione, pericoloso quando si parla di investimenti».

Alla fine del 2024 le previsioni degli analisti delle principali case di investimento per i successivi 12 mesi erano tutte molto ottimistiche, con una media intorno al +12%, un livello molto vicino alle quotazioni attuali. «Peccato però - aggiunge Allegra - che quasi tutti abbiano rivisto a ribasso le loro previsioni con l'inizio della pressione sui dazi e dopo il "Liberation day", quindi in ritardo rispetto al movimento che aveva già fatto il mercato. Eppure, la politica commerciale aggressiva di Trump si sapeva già dalla sua campagna elettorale ed era stata confermata anche dopo la sua vittoria nelle elezioni del 5 novembre 2024».

Dopo il crollo

Con il recupero delle quotazioni e l'accettazione dei dazi, l'indice ha iniziato a salire e gli analisti hanno cominciato a rivedere le loro previsioni a rialzo, inseguendo letteralmente il mercato e rimanendo sempre indietro.

«A settembre - sottolinea Allegra - con l'S&P500 a 6.600 punti, la previsione media dell'indice a fine anno era di circa 6.500 punti. In conclusione, gli analisti avevano inizialmente previsto un anno positivo, ma si sono tutti ricreduti alla fine del primo trimestre ipotizzando ritorni negativi e poi nuovamente sono tornati sui loro passi nel secondo trimestre, cambiando nuovamente

A FINE 2024 LE PREVISIONI 2025 DAVANO L'S&P 500 IN RIALZO DI CIRCA IL 12%

scenario. Il premio per la coerenza va a Tom Lee di Fundstrat e a Mike Wilson di Morgan Stanley, che non hanno mai rivisto le loro idee e mantenuto sempre il loro target rispettivamente a 6.600 e 6.500 anche nei momenti più avversi».

Storicamente a Wall Street a inizio anno gli strategist danno stime di crescita per l'anno successivo non allontanandosi troppo dalla media storica dei guadagni (+10% circa). «Poi durante l'anno - analizza Filippo Garbarino, gestore Lemanik - le cose evolvono e nessuno poteva prevedere un calo del 20% del mercato ad aprile sulla scia del Liberation Day di Trump. Per evitare quindi di fare brutte figure le previsioni delle case di investimento sono state abbassate per poi essere ritoccate all'insù quando il mercato ha ripreso. Non è il mercato a seguire le previsioni ma le previsioni a seguire il mercato, accade il contrario di quello che uno potrebbe pensare. Gli strategist invece hanno azzeccato la previsioni di crescita a due cifre degli utili 2025 sempre sull'S&P 500».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

A confronto

Una selezione dei target dell'S&P 500 per fine 2025 forniti in diversi periodi

FIRM	STRATEGIST	12/11/'24	16/5/'25	19/8/'25	17/10/'25
Bank of America	S. Subramanian	6.666	5.600	6.300	**6.300**
Barclays	V. Krishna	6.600	5.900	6.050	**6.450**
Cantor Fitzgerald	E. Johnston	6.000	5.800	7.000	**7.000**
Citigroup	S. Chronert	6.500	5.800	6.600	**6.600**
Deutsche Bank	B. Chadha	7.000	6.150	6.550	**7.000**
Goldman Sachs	D. Kostin	6.500	6.100	6.600	**6.800**
HSBC	N. Inui	6.700	5.600	6.400	**6.500**
JPMorgan	D. Lakos-Bujas	6.500	5.200	6.000	**6.000**
Morgan Stanley	M. Wilson	6.500	6.500	6.500	**6.500**
Societe Generale	M. Kabra	6.750	6.400	6.400	**6.400**

Fonte: elab. Alfa Scf su dati Bloomberg