KJX9U18QMK @ Gruppo Il Sole 24 ORE RIPRODUZIONE RISERVATA 1A75F64DF650CCE4

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

28/02
2026



Mutui
Il tasso fisso ancora spopola con il 90% delle richieste
Pagina 9

Polizze online
Da giugno meno penalizzazioni quando si recede dal contratto
Pagina 10

Posta del risparmiatore
Il possessore del Btp alle prese con la tassazione delle cedole
Pagina 11

PIMCO
pimco.it

Strumenti per investire
La sfida tra fondi ed Etf
Pagine 17-19

ARTWORK ADRIANO ATTUS



Editoriale
Riaffiorano le crepe sotto la superficie del debito

di **Gianfranco Ursino**

Gli scricchioli avvertiti a più riprese nell'ultimo anno sul mercato del private debt americano, sollevano forti preoccupazioni sulla qualità dell'ormai imponente credito elargito alle imprese da realtà non bancarie. Parliamo di oltre 2mila miliardi di dollari.

La compressione dei margini e la leva finanziaria aumentano il rischio di insolvenze. Nelle sale operative riecheggia con sempre maggiore frequenza il paragone con i mutui subprime che hanno acceso la crisi finanziaria del 2008. Anche in questo caso, l'opacità del settore dei crediti privati, caratterizzato da eterogeneità dei portafogli, bassa liquidità e mancanza di riferimenti di mercato univoci per valutarne la redditività, rende difficili - se non impossibile - i processi di analisi di un investimento proposto anche ai piccoli investitori. E al primo segnale di propagazione della crisi del private debt in Europa, i mercati dovranno essere pronti a fronteggiare una nuova scossa sistemica.

— *Continua a pagina 3*

Intervista al gestore
Invesco: «Tra i titoli preferiti c'è Viking Holdings»
Pagina 12

Arteconomy
Imprese culturali, ecco tutti i bandi a loro sostegno
Pagina 14

Greenwashing e regole
Evitare scivolate con i consigli dell'Authority
Pagina 15



Scenari probabilistici
La Cassazione ci ripensa e li attenua
Pagina 16

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 Il Sole 24 ORE RIPRODUZIONE RISERVATA 1A75F64DF650CCE4

Cover story

CREDITO
Tassi mutui Usa sotto il 6%

Il tasso medio dei mutui a lungo termine negli Stati Uniti è sceso questa settimana sotto il 6% per la prima volta dalla fine del 2022. Giovedì 26 febbraio, Freddie Mac, acquirente di mutui, ha infatti dichiarato che il tasso di riferimento dei mutui a tasso fisso a 30 anni è sceso al 5,98% dal 6,01% della settimana scorsa. Un anno fa, il tasso medio era del 6,76 per cento. Quest'anno il tasso medio si è attestato intorno al 6 per cento. Questo ultimo calo, il terzo consecutivo, lo porta al livello più basso dall'8 settembre 2022, quando era del 5,89 per cento. I tassi ipotecari sono influenzati da diversi fattori: dalle decisioni della Fed sui tassi di interesse, alle aspettative degli investitori del mercato obbligazionario su economia e inflazione. In genere seguono la traiettoria del rendimento dei Treasury che le banche utilizzano come riferimento per determinare il prezzo dei mutui.

Dazi. Bond, valute e fondi: così si protegge il portafoglio

Rischi sul dollaro
Da monitorare
i fondi con obiettivo
di volatilità e l'Etf Tlt

Marcello Frisone

Di male in peggio. Se da un lato la coraggiosa sentenza della Corte suprema Usa del 20 febbraio 2026 ha smantellato l'architettura giuridica dei maxi-dazi imposti da Donald Trump, dall'altro non ha cancellato la strategia protezionistica della Casa Bianca. Anzi, apre un fronte ben più ampio: dal mercato del debito alle valute, fino ai meccanismi automatici dei fondi d'investimento, la scossa si propaga in tutto il sistema finanziario globale.

Infatti, dopo appena 12 ore la dichiarazione di illegittimità dei dazi fissati facendo leva sull'Ieepa (la legge che attribuisce al presidente Usa poteri economici in caso di emergenza internazionale), Washington ha aggirato lo stop dei giudici invocando la Sezione 122 del Trade Act: nuovo dazio universale del 10% (per ora ma potrebbe arrivare al 15%) su tutte le importazioni. Fino però al 24 luglio 2026, data oltre la quale servirà un intervento del Congresso per evitare la decadenza della misura.

Nel frattempo, l'incertezza si sposta su un terreno ancora più instabile. Sul tavolo c'è il rischio di megarimborsi: tra 130 e 175 miliardi di dollari che il Tesoro americano potrebbe dover restituire agli importatori per le tariffe riscosse illegittimamente sotto l'ombrello dell'Ieepa. Una cifra capace di mettere pressione ai conti pubblici e di aggiungere ulteriore stress a un debito Usa già osservato speciale dai mercati. Insomma, un vero rompicapo.

Treasury, dollaro e fondi Vol

La reazione dei mercati è stata complessa. Il Dollar index (Dxy, l'indice che misura la forza del biglietto verde contro un paniere di valute) ha ceduto terreno scendendo in area 97,40-97,60, riflettendo sia il calo dei premi al rischio legati ai dazi, sia i dubbi sulla tenuta fiscale statunitense. Sui Treasury, il rendimento del decennale è oscillato intorno al 4,08%: se da un lato la fine dei vecchi dazi è disinflazionistica (riduce i costi dei prodotti importati), dall'altro il timore dei "bond vigilantes" è che l'obbligo di rimborsi miliardari gonfi il deficit, costringendo il Tesoro a nuove emissioni di debito.

«In questo scenario – osserva Massimiliano Silla, consulente finanziario indipendente – va considerato con attenzione il ruolo dei cosiddetti volatility-target funds, i fondi che modulano l'esposizione azionaria in base alla volatilità realizzata più che ai fondamentali. Per costruzione reagiscono in modo pro-ciclico: quando il Vix sale riducono automaticamente il rischio, mentre con volatilità in calo tendono ad aumentare l'esposizione. Il rialzo seguito alla sentenza non ha creato anomalie, ma ha attivato i consueti ribilanciamenti quantitativi. È essenziale ricordare – prosegue Silla – che queste strategie operano entro parametri rigidi: la rotazione osservata è rimasta un aggiustamento tecnico, non uno shock di mercato».

Riflessi sugli investimenti

La decisione della Corte Suprema non rappresenterebbe quindi uno spartiacque, ma un ulteriore tassello di un puzzle iniziato con il Liberation Day e che ancora non si comprende dove vada a parare.

«A oggi - spiega Massimo Citoni, Country head Italia di eToro - non c'è maggiore visibilità su quale sarà la traiettoria della politica commerciale Usa. Guardando ai dati del nostro Retail investor beat (Rib, il sondaggio trimestrale eToro che analizza le tendenze e le opinioni degli investitori retail a livello globale, ndr), il punto chiave è che gli investitori retail stanno reagendo in modo ordinato al flusso di notizie e all'incertezza, senza segnali di panico generalizzato. Più che "correre ai ripari" - aggiunge il Country head -, molti stanno affrontando questa fase aumentando la diversificazione. In Italia, in particolare, nel Rib abbiamo osservato un incremento dell'interesse e delle allocazioni verso l'obbligazionario, soprattutto domestico. Parallelamente, emerge anche una maggiore attenzione verso materie prime e strumenti alternativi, come risposta alla volatilità e al contesto macro ancora poco leggibile. In questa fase - conclude Citoni - il mercato sembra reagire meno al livello dei dazi in sé e più alla loro imprevedibilità e alla continua evoluzione del quadro decisionale. In questo tipo di scenario, gli investitori tendono spesso a privilegiare strumenti percepiti come più difensivi o capaci di ridurre la volatilità del portafoglio, mantenendo però un approccio selettivo e coerente con il proprio orizzonte temporale e profilo di rischio».

Maturity wall e private credit

Al di là dell'azionario (si veda altro articolo in pagina), le altre criticità del sistema finanziario Usa vedono un vero rischio sistemico nel "maturity wall": un ammontare record di debito pubblico americano per 9,6 trilioni di dollari che deve essere rifinanziato entro i prossimi 12 mesi. Questa enorme scadenza di titoli rende il sistema vulnerabile a ogni scossone dei tassi. Parallelamente, si notano tensioni nel "private credit" (il credito erogato fuori dai canali bancari, si vedano le pagine precedenti): casi come Blue Owl Capital indicano che il consumatore americano è arrivato al limite.

Ricalibrare il portafoglio

Cosa dovrebbe fare dunque l'investitore che aveva già modificato il proprio portafoglio dopo il "Liberation Day" del 2 aprile 2025 (il giorno dell'imposizione dei dazi ora bocciati)? «La parola d'ordine - risponde Silla - non è stravolgere ma affinare. Sull'obbligazionario, la carta di Zio Sam torna interessante nella parte media della curva (5-10 anni). Il monitoraggio dell'Etf Tlt (titoli a lunga scadenza) è essenziale: superare quota 92-94 segnala maggiore domanda per le scadenze più lunghe. Sulle valute, invece, attenuare le scommesse sul "dollaro forte". L'incertezza fiscale e la possibile nomina di Kevin Warsh alla guida della Fed - chiosa Silla – suggeriscono un biglietto verde meno aggressivo nel medio periodo».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

IL CONFRONTO. **Titoli di Stato Usa e cambio euro\dollaro**

IL TREASURY
Andamento del prezzo del titolo di Stato decennale statunitense



IL CAMBIO
Andamento dell'euro contro il dollaro





Mercati emergenti ed Europa favoriti nell'azionario

EQUITY

L'incertezza non è sparita, si è semplicemente trasformata. La sentenza della Corte Suprema ha posto un freno ai poteri esecutivi (si veda articolo a fianco), ma i dazi temporanei al 10% ricordano che il protezionismo rimane una variabile strutturale del nuovo contesto geopolitico. In questo scenario, per i gestori, sull'azionario la diversificazione geografica verso Europa e mercati emergenti e un'esposizione tematica ai grandi driver di lungo periodo appaiono come le coordinate più solide per orientare le scelte di portafoglio. La parola d'ordine è una sola: selettività.

Europa avanti, Usa in attesa

Alberto Brioschi, Responsabile active advice e products management di Cassa Lombarda, descrive nel breve periodo la reazione come «ordinata e moderatamente positiva». Negli Usa la sentenza è stata letta come un limite all'uso estensivo dei poteri esecutivi, riducendo il rischio di escalation. Tuttavia, l'immediata introduzione di un dazio globale del 10% per 150 giorni ha attenuato l'effetto positivo. «L'azionario statunitense - ricorda Brioschi - mostra una tenuta, ma senza un significativo miglioramento delle prospettive. In Europa, invece, il nuovo regime tariffario appare temporaneo e meno aggressivo, e il lieve indebolimento del dollaro sostiene il sentiment sugli attivi europei».

Per Annacarla Dellepiane, Head of southern Europe di HANetf, i dazi temporanei favoriscono temi domestici e strutturali come infrastrutture, difesa e reshoring industriale.

Volatilità e nuovi equilibri

Nel medio-lungo periodo lo scenario si complica. Brioschi avverte che in un contesto di deficit elevato e inflazione sopra il target Fed, l'incertezza fiscale potrebbe favorire un irripidimento della curva dei rendimenti Usa e pressione sul dollaro. «Ne deriva - continua il money manager - uno scenario di volatilità più elevata e di vantaggio relativo per gli asset ex-Usa, in particolare Europa e mercati emergenti».

Dellepiane individua nella governance commerciale americana la variabile decisiva: se la sentenza consoliderà un limite strutturale ai dazi, tecnologia, digitalizzazione e automazione resteranno driver centrali; se prevarrà la frammentazione, i capitali si sposteranno su difesa, risorse naturali e metalli critici come uranio e rame.

Aree e settori favoriti

Europa e mercati emergenti appaiono dunque i principali beneficiari: la prima per valutazioni più interessanti e quadro più prevedibile, i secondi per il dollaro debole e un regime tariffario meno penalizzante. Negli Usa, Brioschi indica come favoriti i titoli small e mid cap e le società orientate al mercato domestico, mentre restano vulnerabili i settori ciclici globali.

Dellepiane allarga la prospettiva ai megatrend strutturali — transizione energetica, sicurezza, innovazione e risorse strategiche — capaci di generare valore anche in un contesto geopolitico più volatile.

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

© RIPRODUZIONE RISERVATA