



MEDIOBANCA  
PRIVATE BANKING

# I con Zero

*La seconda generazione*

*Quanto sono rischiosi, e quanto rischiano, gli Stati Uniti?*



# T con Zero

La seconda generazione

N.44 - FEBBRAIO 2026

## Quanto sono rischiosi, e quanto rischiano, gli Stati Uniti?

*Gli Stati Uniti fanno sempre la cosa giusta, dopo che hanno esaurito tutte le alternative.* (Sir Winston Churchill)

Si sente parlare spesso del rischio legato agli Stati Uniti. Non solo per le valutazioni azionarie. Il ruolo di valuta di conto e di riserva globale del Dollaro viene messo in discussione sempre più spesso nell'attuale, intricato contesto geopolitico. Le grandi quantità di attività finanziarie statunitensi, a cominciare dai titoli del debito pubblico, che per ragioni non strettamente attinenti alla sfera economica, ma legate a scelte politiche dell'Amministrazione in carica, per esempio i dazi o le velleità di annessione della Groenlandia, potrebbero essere vendute sul mercato, o non più acquistate come in passato, da investitori stranieri, sono considerate un potenziale elemento di vulnerabilità. In attesa di verificare se la citazione d'apertura di Churchill supererà anche queste vicende, T con Zero ha raccolto informazioni ufficiali per cercare di inquadrare la situazione nel modo più chiaro possibile.

### Quando si tratta degli Stati Uniti, si ha spesso la tendenza a esagerare le questioni

I dati innanzitutto. Alla fine di settembre 2025, le attività finanziarie statunitensi erano ancora abbondantemente detenute nei portafogli di istituzioni pubbliche e investitori privati stranieri<sup>1</sup>.

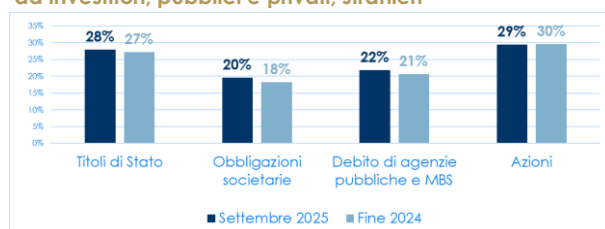
Il grafico 1 mostra i dati relativi a quattro tipologie di attività finanziarie: titoli di Stato, obbligazioni societarie, obbligazioni emesse da agenzie governative (o con garanzia, implicita o esplicita, del governo federale) o collateralizzate con mutui ipotecari, e infine azioni. Si possono notare subito due cose. Innanzitutto che, per quanto gli Stati Uniti siano prominenti nel panorama dei mercati finanziari globali, gli stranieri detengono meno di un terzo delle attività finanziarie statunitensi scambiate in mercati regolamentati. Si va dal 20% delle obbligazioni societarie al 28% dei titoli di Stato, al 29% delle azioni. In secondo luogo, che la quota di attività finanziarie statunitensi detenute da stranieri non è diminuita nel 2025: anzi, è aumentata del 12% in Dollari (quasi 37mila miliardi rispetto a quasi 33mila a fine 2024). Al netto dell'effetto-mercato dovuto a un andamento positivo dei valori di molte attività, si parla di flussi aggregati in acquisto di oltre 1500 miliardi di Dollari<sup>2</sup>. Questo nonostante alcune misure-bandiera della nuova Amministrazione, come i dazi, annunciate già durante la campagna elettorale che ha portato al voto di novembre 2024, abbiano contribuito a raffreddare i rapporti con numerosi Paesi, i quali hanno dichiarato di rivalutare anche l'opportunità di mantenere i propri investimenti in attività finanziarie statunitensi. È possibile che i dati aggiornati dei prossimi mesi mostrino un netto cambiamento di rotta nell'ultimo trimestre del 2025, o che il 2026 sia l'anno della svolta per quanto riguarda il peso degli Stati Uniti nel panorama della finanza mondiale. Questi processi potrebbero iniziare e poi evolvere in tempi lunghi, ma per il momento se ne vedono poche tracce (tranne la riduzione della posizione cinese in titoli di Stato USA dal 2013).

Una prima considerazione, parziale e provvisoria, che può emergere leggendo le dichiarazioni degli ultimi dodici mesi di importanti esponenti politici e figure istituzionali al di fuori degli USA e confrontandole con i numeri, è che non sia semplice trovare destinazioni diverse dagli Stati Uniti, soprattutto per importi rilevanti. Per usare un acronimo in voga qualche anno fa, in epoca di tassi e rendimenti obbligazionari di mercato a zero o sotto zero, TINA, *there is no alternative*: forse, semplicemente, potrebbe non esistere una reale alternativa agli Stati Uniti. O forse, come ci ricordano espressioni come *privilegio esorbitante*<sup>3</sup> o *esuberanza irrazionale*<sup>4</sup>, potrebbe esserci una tendenza di lungo corso a esagerare le questioni, quando si inquadrano gli USA nel sistema finanziario globale.

### Chi – anzi, dove – sono i compratori di attività finanziarie degli Stati Uniti

Per valutare quanto gli Stati Uniti possano essere vulnerabili a un *buyers' strike*, uno "sciopero dei compratori," il primo passo è identificare questi ultimi. La disponibilità di dati al riguardo è ampia, l'aggregazione e l'analisi costringono a qualche approssimazione, ma i risultati possono comunque essere credibili. Si possono individuare cinque categorie di attività statunitensi detenute da stranieri: obbligazioni governative a breve e a lunga scadenza, obbligazioni societarie, obbligazioni emesse da agenzie federali e titoli azionari. I grafici 2-6 che

**Grafico 1: obbligazioni e azioni degli Stati Uniti detenute da investitori, pubblici e privati, stranieri**





# I con Zero

La seconda generazione

**N.44 - FEBBRAIO 2026**

seguono mostrano, a fine 2024 e a fine settembre 2025 (gli ultimi dati dettagliati ufficiali disponibili), la quota di singole aree o Paesi sul totale delle attività finanziarie degli Stati Uniti detenute da stranieri.

**Grafico 2: titoli di Stato USA a breve scadenza detenuti da stranieri**



**Grafico 3: titoli di Stato USA a lunga scadenza detenuti da stranieri**



**Grafico 4: obbligazioni di agenzie federali USA detenute da stranieri**

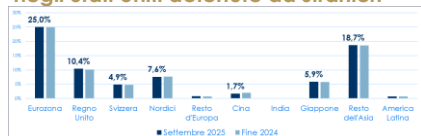


L'Europa e l'Asia, con sfumature diverse, sono grandi detentrici di azioni e obbligazioni governative statunitensi. I dati mostrano inoltre che l'Eurozona e i Paesi asiatici hanno accumulato posizioni importanti anche nelle obbligazioni emesse da agenzie federali. Le obbligazioni societarie piacciono particolarmente all'Area Euro.

**Grafico 5: obbligazioni societarie di aziende USA detenute da stranieri**



**Grafico 6: azioni di aziende quotate negli Stati Uniti detenute da stranieri**



Questi grafici indicano piuttosto chiaramente come la situazione sia variata poco nel corso del 2025, nonostante gli Stati Uniti abbiano attuato, con i dazi, una politica economica di stampo aggressivo nei confronti di quasi

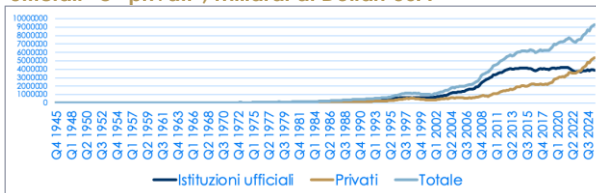
tutti gli altri Paesi, culminata con l'annuncio dei dazi nel *Liberation Day* del 2 aprile scorso. Inoltre il tentativo, almeno percepito da alcuni, di trasformare la rilevanza strategica mondiale del Dollaro in un'arma non sembra avere scatenato ritorsioni da parte degli investitori esteri in termini di vendite pesanti di attività finanziarie statunitensi. Ovviamente questi processi, se mai dovessero iniziare e durare, potrebbero essere lunghi e lenti. Le dichiarazioni sulla Groenlandia di inizio 2026 hanno generato reazioni in Europa, a cominciare dai Paesi scandinavi. Eventuali decisioni, promosse anche dalla politica e accompagnate da possibili cambiamenti normativi, ad esempio volte a ridurre le posizioni in attività finanziarie statunitensi degli investitori istituzionali, come i fondi pensione, richiederebbero tempo. I numeri tuttavia dicono che, se gli Europei dovessero rinunciare, in tutto o in larga misura, a investire negli USA, si potrebbe creare una pressione al ribasso sui corsi azionari e pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari. Lo stesso varrebbe nel caso dell'Asia. Le uniche riduzioni già avvenute della propria quota tra i detentori stranieri di attivi statunitensi nel 2025 sono quelle di Cina, soprattutto per i titoli di Stato a lunga scadenza, ma Pechino ha dimezzato le sue – all'epoca ingenti – posizioni dal 2013, ed Eurozona per i titoli di Stato USA a breve, ma il controvalore è poco rilevante (mercato di riferimento più piccolo).

## Differenze qualitative tra i compratori e reciprocità

Una volta stabilita la loro ubicazione, è importante distinguere le tipologie maggiori di compratori di attività finanziarie degli Stati Uniti. In altre parole capire *chi siano* e non soltanto *dove si trovino*.

La *Federal Reserve* pubblica serie storiche di dati<sup>5</sup> sulla quantità di titoli di Stato USA detenuti da stranieri, suddividendoli in due classi. Le prime sono "istituzioni ufficiali", che includono governi stranieri (ministeri delle finanze o economici), le tesorerie nazionali, le istituzioni finanziarie controllate a maggioranza dai governi centrali; poi le banche centrali, i fondi sovrani e le organizzazioni internazionali create da convenzioni o trattati tra Stati sovrani. Le seconde sono i "privati stranieri", cioè tutte le entità che non appartengono al primo gruppo: istituzioni finanziarie e banche non controllate da governi, *asset manager*, fondi pensione, compagnie di assicurazione, *hedge funds* e veicoli di investimento speciali, aziende private non finanziarie e privati cittadini (nei rari casi in cui non detengano obbligazioni governative degli Stati Uniti attraverso una o più delle entità appena elencate). Il grafico 7 evidenzia come, dal 2011, la quantità di titoli di stato USA detenuti all'estero da istituzioni ufficiali sia rimasta stabile e negli ultimi 3-4 anni sia anche modestamente calata. Al contrario, la quantità detenuta dai privati è aumentata molto velocemente dopo il 2008, fino a superare la dimensione delle istituzioni ufficiali nel 2023 e raggiungere il 58% circa delle posizioni straniere in obbligazioni governative degli Stati Uniti. Ci sono due interpretazioni possibili di questo fenomeno, in prospettiva futura. La prima è che le istituzioni ufficiali possano rappresentare un nucleo di investitori più stabile, e meno propenso a variare, e soprattutto liquidare, le posizioni rispetto ai privati. Quindi la

**Grafico 7: titoli di Stato USA detenuti da stranieri, "istituzioni ufficiali" e "privati", miliardi di Dollari USA**





# T con Zero

La seconda generazione

**N.44 - FEBBRAIO 2026**

## Note e riferimenti

1: Le fonti principali dei dati sono: sezioni *Foreign Ownership of US assets* e *US ownership of Foreign Assets*, *Federal Reserve Z.1 Financial Accounts* del sito della Federal Reserve; sezione *Treasury International Capital (TIC) System* del sito del US Department of the Treasury.

2: La fonte principale è FRED il *Federal Reserve Economic Database* della Federal Reserve of St. Louis. I dati del Treasury Department disponibili in FRED sono ripresi anche nell'articolo di Bloomberg *Foreigners Rebuff 'Sell America' and Buy a Net \$1.6 Trillion*, di Christopher Anstey and Anya Andrianova, 18 febbraio 2026.

3: L'espressione *privilegio esorbitante* riferita al Dollaro USA è stata coniata da Valéry Giscard d'Estaing. All'epoca Ministro delle Finanze francese, Giscard d'Estaing utilizzò questa espressione negli anni 1960 (spesso citato il 1965) per criticare il sistema monetario di Bretton Woods, che permetteva agli Stati Uniti di finanziare i propri deficit di bilancio senza sforzo, grazie al ruolo del Dollaro come valuta di riserva internazionale.

4: L'espressione *esuberanza irrazionale* è stata utilizzata per la prima volta da Alan Greenspan, all'epoca presidente della Fed, il 5 dicembre 1996, descrivere l'ottimismo eccessivo e ingiustificato degli investitori durante il boom del mercato azionario legato alla bolla *dot-com* degli anni 1990.

5: La fonte principale è FRED il *Federal Reserve Economic Database* della Federal Reserve of St. Louis.

6: Le fonti principali dei dati sono le sezioni *Foreign Ownership of US assets* e *US ownership of Foreign Assets* del sito della Federal Reserve.

7: Il Dollar Index calcola il valore del Dollaro USA contro un paniere di valute di Paesi avanzati (Euro, Yen giapponese, Sterlina britannica, Dollaro canadese, Corona svedese, Franco svizzero), i cui pesi sono legati all'importanza relativa nel commercio internazionale, come partner degli Stati Uniti, e nei mercati finanziari.

Le elaborazioni di tutti i grafici sono di Mediobanca Private Banking e dell'autore su dati Bloomberg e di altre fonti rilevanti. I dati raccolti vanno dall'inizio della disponibilità delle serie storiche al 30 settembre 2025 o 31 dicembre 2025.

## Perché T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro *T con Zero* vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le *t* rappresentano situazioni nel tempo: "Riassumendo: per fermarmi in *t* con zero devo stabilire una configurazione oggettiva di *t* con zero; per stabilire una configurazione oggettiva di *t* con zero devo spostarmi in *t* con 1; per spostarmi in *t* con 1 devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo".

## DISCLAIMER

Il presente documento (il "Documento") è stato preparato da Mediobanca Private Banking ("MBPB") a scopo puramente informativo ed è riservato a MBPB e ai suoi clienti. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca Private Banking; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta di MBPB. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, MBPB non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti, le correlazioni e i livelli di rischio passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti, correlazioni o livelli di rischio per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni di Mediobanca Private Banking aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca Private Banking e possono essere differenti da quelle di altri professionisti di Mediobanca e non le vincolano.



MEDIOBANCA  
PRIVATE BANKING