REDFISH
CAPITAL
PARTNERS

REDFISH CAPITAL PARTNERS

2025 – Economic current status – part. VIII

New regime, new opportunities, Macro and whole portfolio news

REDFISH RESEARCH TEAM

For Institutional/Wholesale/Professional clients and qualified investors only
Not for retail use or distribution

Deflazione dei Prezzi alla Produzione in Cina

Il crollo del PPI cinese si allinea a pattern storici di rallentamento dell'inflazione globale

Grafico 1

Fonte: Refinitv, BLS, China National Bureau of Statistics, as of May 2025. File #0544

Gli ultimi dati confermano una tendenza preoccupante: l'indice dei prezzi alla produzione (PPI) cinese è sceso del -3,3% su base annua, registrando una delle contrazioni più marcate dalla crisi pandemica. Come mostrato nel grafico, fasi simili di PPI fortemente negativo (2008, 2012, 2016, 2020 e ora 2025) hanno spesso preceduto significative fasi di disinflazione anche negli Stati Uniti. La correlazione visibile tra i picchi e i minimi del PPI cinese e i movimenti dell'IPC statunitense (ora al 2,4%) suggerisce che la dinamica attuale potrebbe non essere un'anomalia, ma parte di un ciclo ricorrente.

La Cina, come hub produttivo globale, esercita un'influenza profonda sulle catene di approvvigionamento e sui prezzi delle materie prime. Per questo, la deflazione industriale cinese non è solo un dato domestico, ma un potenziale leading indicator delle prossime tendenze inflazionistiche internazionali. Se il pattern storico si ripeterà, ci si potrebbe attendere un ulteriore raffreddamento dell'inflazione statunitense, con implicazioni rilevanti per le scelte della Federal Reserve in materia di tassi. In un contesto di rallentamento globale, monitorare il PPI cinese diventa essenziale per anticipare la direzione futura delle politiche monetarie e dei mercati.

Posizione Netta USA: Squilibrio da 26 Trilioni

Il mondo detiene molti più asset statunitensi di quanti gli USA possiedano all'estero

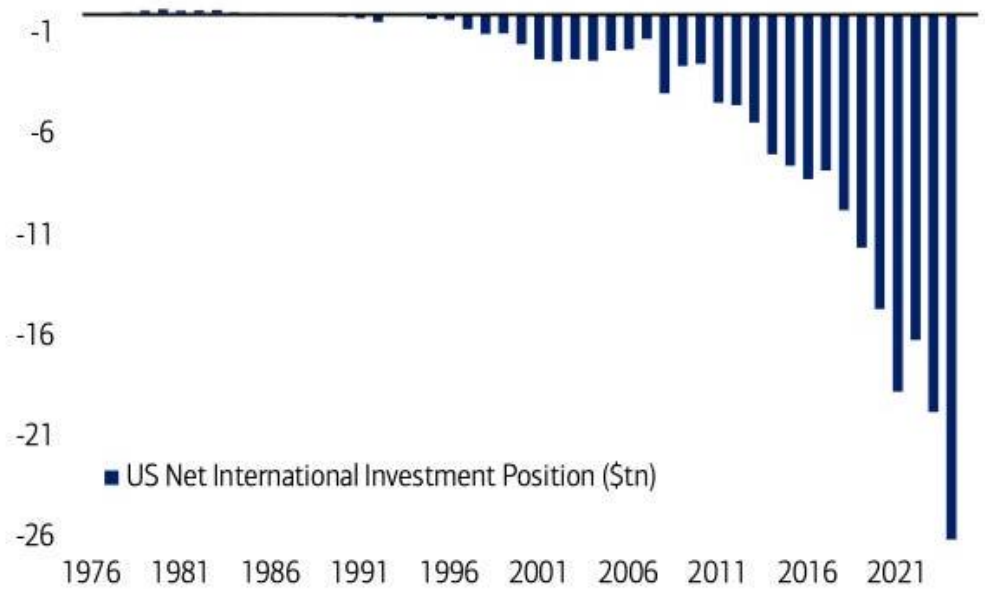


Grafico 2
Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

La posizione patrimoniale netta sull'estero degli Stati Uniti (Net International Investment Position, NIIP) ha raggiunto un livello record: il mondo possiede circa 26.000 miliardi di dollari in più di beni statunitensi rispetto a quelli detenuti dagli USA all'estero. Il grafico mostra una traiettoria in netto peggioramento dal 2008 in poi, con un'accelerazione marcata negli ultimi cinque anni, periodo in cui il deficit è raddoppiato.

Questo squilibrio riflette anni di disavanzi delle partite correnti, investimenti esteri in asset statunitensi e il ruolo centrale del dollaro nei mercati globali. Tuttavia, un tale deterioramento della NIIP solleva interrogativi sulla sostenibilità di lungo termine di questa dinamica. Se gli investitori globali dovessero iniziare a ridurre la loro esposizione agli asset USA, il riequilibrio potrebbe avere effetti rilevanti su tassi di cambio, mercati obbligazionari e costi di finanziamento esterni.

Secondo Bank of America, questa potenziale inversione è ancora largamente sottovalutata dal mercato. In un contesto di crescenti tensioni geopolitiche e frammentazione finanziaria, la posizione netta sull'estero degli Stati Uniti potrebbe diventare un fattore di rischio macro più rilevante di quanto finora considerato.

USA: Dominio Storico sui Mercati Azionari Globali

Gli Stati Uniti rappresentano ora il 70% della capitalizzazione del mondo sviluppato

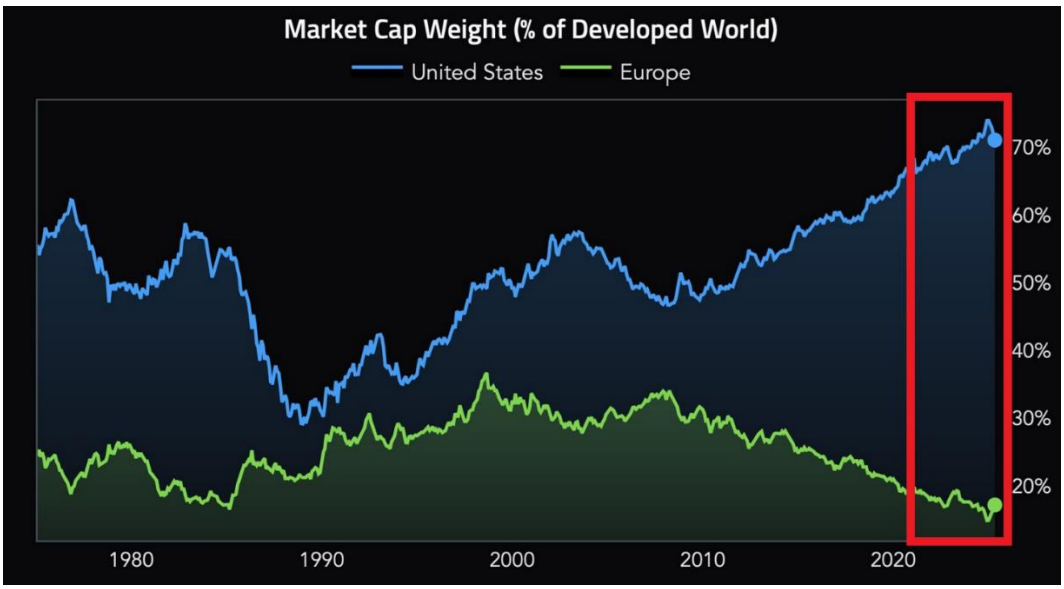


Grafico 3
Fonte: Bank of America

Il peso degli Stati Uniti nella capitalizzazione complessiva dei mercati sviluppati ha raggiunto un livello senza precedenti: circa il 70%, come evidenziato dal grafico. Si tratta di un picco storico che riflette il dominio crescente delle aziende statunitensi — in particolare del settore tecnologico — nell'universo investibile globale. Parallelamente, l'Europa ha visto ridursi il proprio peso relativo, scendendo sotto il 20%.

Questo squilibrio strutturale ha implicazioni importanti. Dal punto di vista degli investitori globali, significa una crescente esposizione implicita all'economia e alla politica monetaria statunitense. Inoltre, la concentrazione del capitale in un unico mercato solleva interrogativi su diversificazione, rischio sistemico e valutazioni relative.

Il grafico racconta una traiettoria di lungo termine: negli anni '80, la quota USA era inferiore al 50%, mentre l'Europa aveva un ruolo molto più significativo. Oggi, "quasi tutto il mondo è investito negli Stati Uniti" — come recita il messaggio in basso nella prima immagine. Questo dominio potrebbe continuare, ma lascia poco margine di errore nel caso in cui il sentiment verso gli USA cambiasse. Una rotazione settoriale o geografica, anche marginale, potrebbe avere impatti forti su portafogli globali e flussi di capitale.

Cina: Ribilanciamento delle Riserve FX

Crollano i Treasury USA, boom dell'oro nelle riserve valutarie cinesi

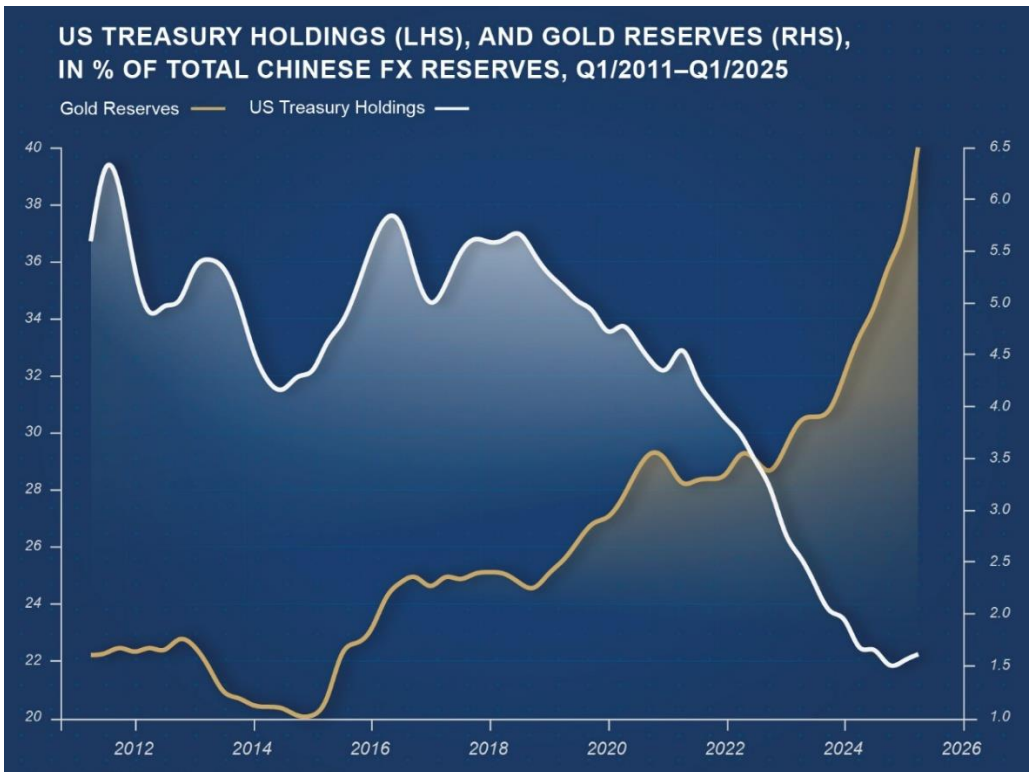


Grafico 4
Fonte: LSEG, MiningVisual, Incrementum AG

Dal 2015 a oggi, la Cina ha operato un cambiamento strategico nella composizione delle sue riserve valutarie (FX). Come mostra il grafico, la quota detenuta in titoli di Stato statunitensi è passata da circa il 44% al 30%, mentre le riserve auree sono salite dall'1% a oltre il 6,5% del totale. Questa tendenza, accelerata soprattutto dal 2022 in poi, evidenzia una strategia di progressivo disimpegno dal debito sovrano USA e una crescente preferenza per asset reali come l'oro.

Il movimento ha implicazioni geopolitiche e finanziarie. Sul fronte macro, riflette un tentativo di diversificare il rischio e ridurre la dipendenza dal dollaro. In chiave politica, può essere letto come una risposta alle tensioni con Washington e alla weaponizzazione della finanza internazionale (sanzioni, restrizioni SWIFT, ecc.).

L'incremento dell'oro come riserva strategica segnala una svolta: Pechino sembra prepararsi a un mondo multipolare in cui il dollaro potrebbe non mantenere il suo predominio assoluto. Se questa dinamica dovesse continuare o essere imitata da altri Paesi emergenti, le implicazioni per i mercati obbligazionari e le valute globali potrebbero essere profonde.

Germania: Rischio Competitività dai Prezzi Energetici

Spread energetico con la Francia ai massimi strutturali dal 2022

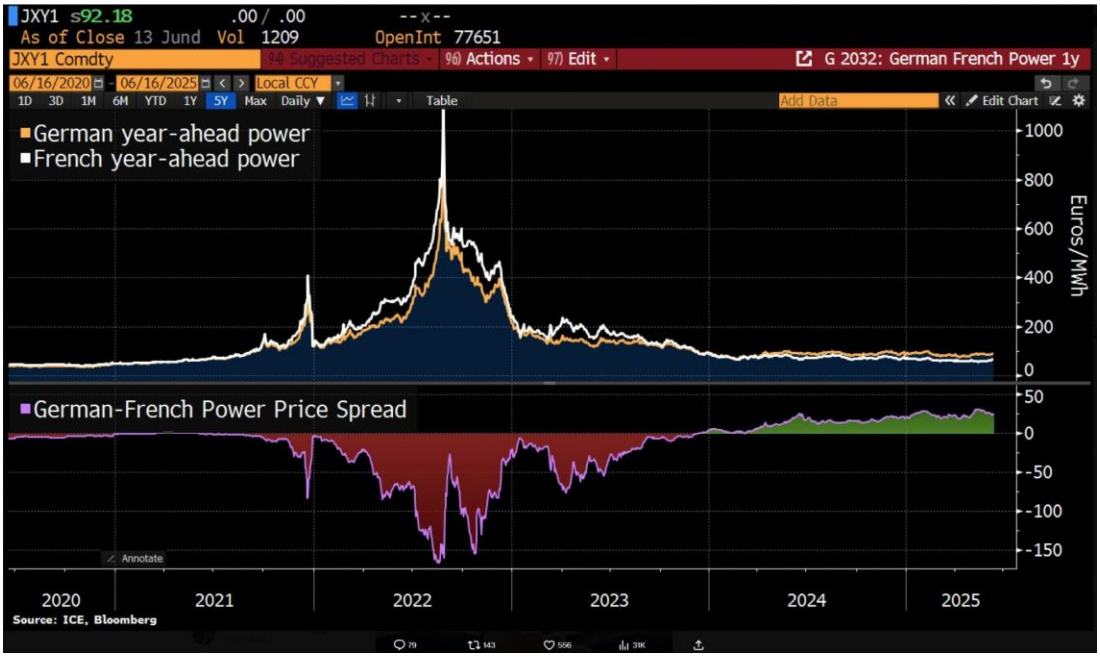


Grafico 5
Fonte: HolgerZ, Bloomberg

La Germania si trova ad affrontare una crescente penalizzazione competitiva sul fronte energetico. Dalla primavera 2024, non si è registrato un solo giorno in cui i prezzi dell'elettricità all'ingrosso siano stati inferiori in Germania rispetto alla Francia. Questo nuovo equilibrio negativo, ormai consolidato, ha reso i costi energetici tedeschi in media significativamente superiori a quelli dei principali partner europei.

Il grafico evidenzia chiaramente l'evoluzione dello spread tra il prezzo dell'elettricità a termine in Germania e quello in Francia: se prima del 2022 le differenze erano contenute e talvolta invertite, il contesto post-crisi energetica ha stabilizzato uno squilibrio permanente, con il prezzo tedesco sistematicamente più alto.

Alla base di questo divario vi sono scelte strategiche diverse: la Germania ha progressivamente dismesso il nucleare e si trova ora maggiormente esposta alla volatilità del gas e ad alti costi marginali di produzione, mentre la Francia beneficia ancora di un'ampia quota di energia nucleare a basso costo.

Per un'economia industriale ad alta intensità energetica come quella tedesca, questo scenario rappresenta una sfida strategica. I costi dell'elettricità più elevati comprimono i margini delle imprese, disincentivano nuovi investimenti produttivi e possono favorire rilocalizzazioni verso Paesi con condizioni più favorevoli. La competitività del sistema produttivo tedesco è ora sotto pressione strutturale, con ricadute potenzialmente significative sull'intera Eurozona.

Decoupling tra DXY e Treasury: Un Cambio di Regime?

La storica correlazione tra dollaro e tassi USA si è interrotta nel 2024

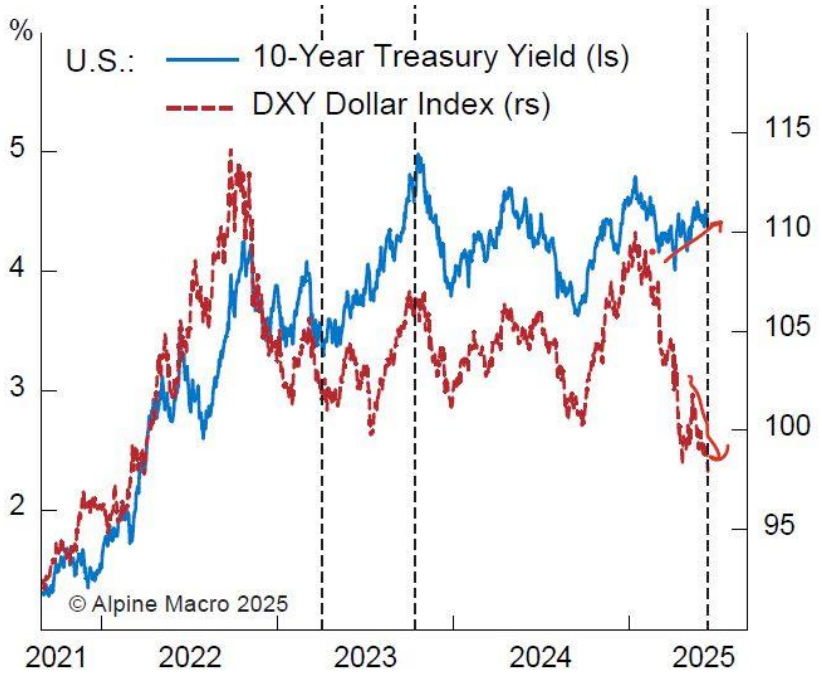


Grafico 5
Fonte: Alpine Macro

Dal 2021 al 2023, i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni e il DXY (Dollar Index) hanno mostrato una forte correlazione positiva: all'aumento dei rendimenti obbligazionari corrispondeva una salita del dollaro. Questo legame, coerente con il ruolo dei tassi reali nel sostenere la valuta, ha però iniziato a incrinarsi all'inizio del 2024.

Come evidenzia il grafico di Alpine Macro, i due indicatori si sono progressivamente disallineati: mentre i rendimenti hanno mantenuto una traiettoria laterale-alta, il DXY ha iniziato a scendere in modo deciso. Questa divergenza solleva interrogativi sulla sostenibilità dei rendimenti elevati in assenza di supporto valutario e su cosa il mercato stia prezzando a livello macroeconomico.

Due le possibili letture: o il DXY sta anticipando un'inversione dei tassi a lungo termine — forse per attese di rallentamento economico o tagli della Fed — oppure il mercato obbligazionario sottostima il rischio di ribasso e verrà presto riassorbito da un rally del dollaro. In entrambi i casi, il disaccoppiamento segnala una fase di transizione rilevante per chi opera su valute, tassi e duration. Una riallineamento forzato potrebbe comportare movimenti significativi sui mercati globali.

Arabia Saudita: Produzione in Aumento prima dell'Attacco a Teheran

Pressioni geopolitiche e logiche di cartello dietro la svolta petrolifera di Riyadh

Immagine 1
Fonte: Financial Times

Nel primo trimestre del 2025, l'Arabia Saudita ha sorpreso i mercati aumentando la produzione di petrolio nonostante il calo dei prezzi. Questa decisione, presa alla vigilia del raid israeliano su obiettivi iraniani, è stata interpretata da molti osservatori come un gesto politico più che economico. Secondo diverse fonti, la Casa Bianca avrebbe esercitato forti pressioni su Riyadh per incrementare l'offerta, nel tentativo di contenere l'impatto inflazionistico di un conflitto potenzialmente destabilizzante in Medio Oriente.

Il contesto ricorda strategie già viste durante la presidenza Trump: il petrolio viene utilizzato come leva geopolitica, per mitigare rischi di escalation o sanzioni. Analisti e trader osservano che l'OPEC+ sembra sempre meno compatto: Paesi come Kazakistan e Russia hanno prodotto più del previsto, creando attriti interni con l'Arabia Saudita, che da tempo cerca di contenere l'offerta.

La mossa di Riyadh potrebbe avere implicazioni rilevanti per l'equilibrio tra offerta e domanda nel breve periodo. Tuttavia, dopo aver toccato i minimi di produzione a fine 2024, l'Arabia Saudita potrebbe ora trovarsi costretta a normalizzare i livelli per mantenere la sua influenza all'interno del cartello OPEC+ e nel mercato globale. Per gli operatori, questa svolta potrebbe rappresentare l'inizio di una nuova fase di volatilità geopolitica sui mercati petroliferi.

Fonte: Charles Henry Monchau, Syz Group

Private Markets Sottoperformano l'S&P 500

Per la prima volta in oltre 20 anni, l'indice dei fondi privati cede su ogni scadenza

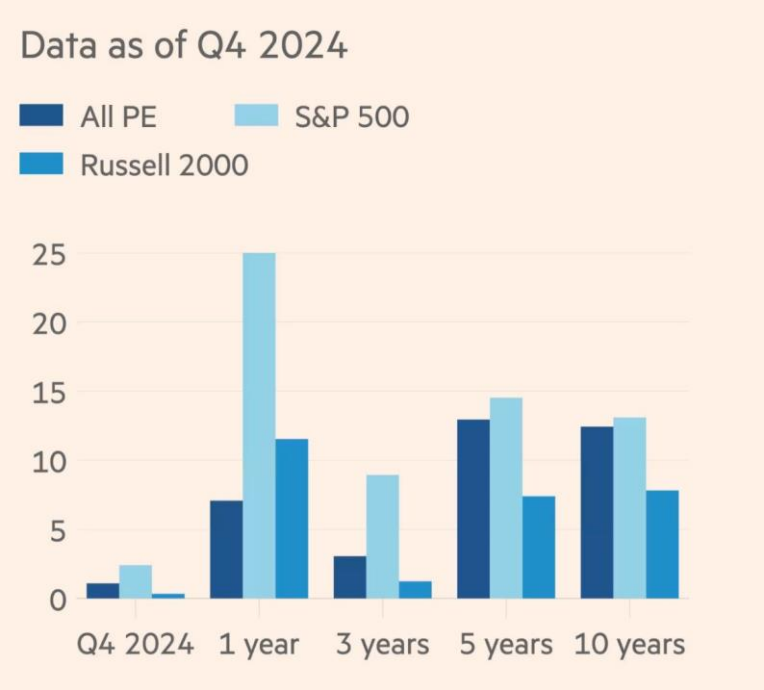


Grafico 6
Fonte: State Street Global Markets, DataStream

Nel quarto trimestre del 2024, l'S&P 500 ha sovraperformato i fondi di private market (inclusi private equity, venture capital e private debt) su tutti gli orizzonti temporali — dal trimestre singolo fino alla scala decennale — secondo l'indice di State Street. Si tratta della prima volta dal 2000 che ciò avviene, segnando una rottura rispetto al passato, dove il mercato privato era percepito come una fonte di rendimento superiore e meno volatile.

Questa inversione può essere attribuita a diversi fattori: la fine del ciclo di leva finanziaria favorevole, il rallentamento dei flussi di uscita, l'ampio divario tra le aspettative di prezzo tra acquirenti e venditori, nonché l'aumento dei tassi a partire dal 2022, che ha reso più oneroso il finanziamento delle operazioni.

Nel 2024, tra le strategie di private market, il private debt ha ottenuto la performance migliore (9,11%), seguito dal venture capital (7,05%) e dal buyout (6,81%). Tuttavia, nessuna di queste ha eguagliato il rendimento dell'S&P 500, che ha beneficiato della concentrazione su pochi titoli growth a elevata capitalizzazione.

Il private equity ha comunque mantenuto un vantaggio relativo rispetto al Russell 2000, penalizzato dalla bassa capitalizzazione media.

Questi risultati alimentano il dibattito sull'efficienza del private market nel contesto post-ZIRP (zero interest rate policy). La selezione dei gestori resta cruciale, ma il contesto macro attuale sembra penalizzare modelli

di business a lunga duration e leva elevata, rimettendo in discussione l'allocazione strategica al non quotato nei portafogli istituzionali.

Fonte: Alexandra Heal nel Financial Times.

Diamanti: Prezzi ai Minimi del Secolo

Il crollo del valore degli "asset più lucenti" mina la narrativa di investimento alternativo

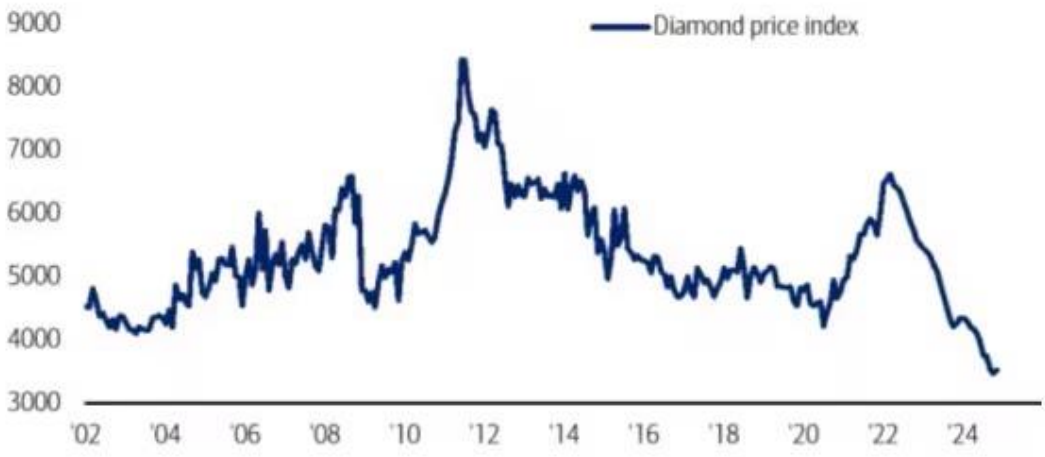


Grafico 7
Fonte: Bank of America, Barchart

Il mercato dei diamanti sta attraversando una fase di profonda debolezza. Come evidenzia il grafico di BofA, l'indice dei prezzi dei diamanti è sceso ai livelli più bassi dal 2000, segnando una rottura strutturale rispetto alla narrativa storica che li voleva beni rifugio resilienti. Dopo il picco registrato nel periodo 2011-2012 e un secondo slancio nel post-Covid, i prezzi hanno subito un declino costante, accelerato negli ultimi 18 mesi.

Diversi fattori concorrono a spiegare questo trend. Sul fronte della domanda, si registra un raffreddamento dei consumi di lusso in Cina e una contrazione globale delle spese discrezionali. Dal lato dell'offerta, la crescita della produzione di diamanti sintetici — visivamente indistinguibili ma a costi drasticamente inferiori — sta erodendo il valore percepito dei diamanti naturali.

Per gli investitori, questo crollo mette in discussione l'allocazione verso asset alternativi materiali come pietre preziose e gioielli. La scarsità da sola non sembra più sufficiente a sostenere i prezzi in assenza di domanda strutturale o speculativa. In un contesto macro di tassi elevati e rendimenti reali positivi, gli asset illiquidi e non produttivi — come l'oro e i diamanti — devono fronteggiare nuove sfide in termini di attrattività e ruolo in portafoglio.

Energia: Minimo Storico nel Peso sull'S&P 500

Il settore rappresenta solo il 3% dell'indice, ma la configurazione di lungo termine è rialzista

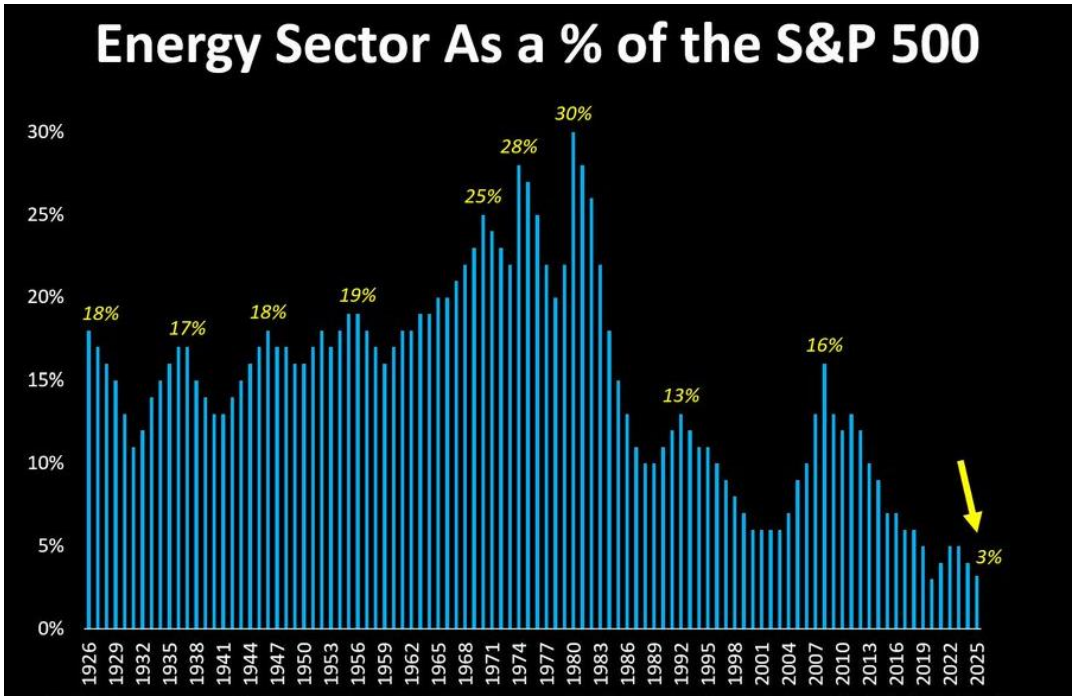


Grafico 7
Fonte: Bloomberg; Otavio Costa (Crescat Capital LLC)

Il grafico mostra un dato storico: la quota del settore energetico nell'S&P 500 è scesa a solo il 3%, un minimo assoluto rispetto al 30% toccato negli anni '80. A fronte di valutazioni estremamente basse, molti produttori petroliferi generano oggi flussi di cassa robusti e utili record, ma il mercato continua a scontare il comparto con una forte penalizzazione.

Il recente rialzo del prezzo del petrolio, spinto da fattori geopolitici, ha riacceso l'interesse su un'area del mercato rimasta per lungo tempo ai margini. Tuttavia, il vero punto chiave è strutturale: a volte i catalizzatori che innescano un rialzo sono poco visibili fino a quando il movimento non è già in atto. Questo potrebbe essere proprio il caso del settore energetico oggi.

Alcuni attribuiscono la sua debolezza a un cambiamento permanente nei modelli di consumo e all'avanzata dell'energia pulita, ma è probabile che si tratti di una combinazione di fattori ciclici e narrativi. In ogni caso, una sottorappresentazione di tale portata, unita a multipli contenuti e alta redditività, rende il comparto energetico particolarmente interessante sia per gli investitori macro che per quelli orientati al value investing.

In un mondo ancora dipendente dagli idrocarburi, ignorare questo settore potrebbe rivelarsi una scelta costosa.

US Equity Risk Premium su Minimi Ventennali

La remunerazione del rischio azionario rispetto ai bond è ai livelli più bassi dal 2002

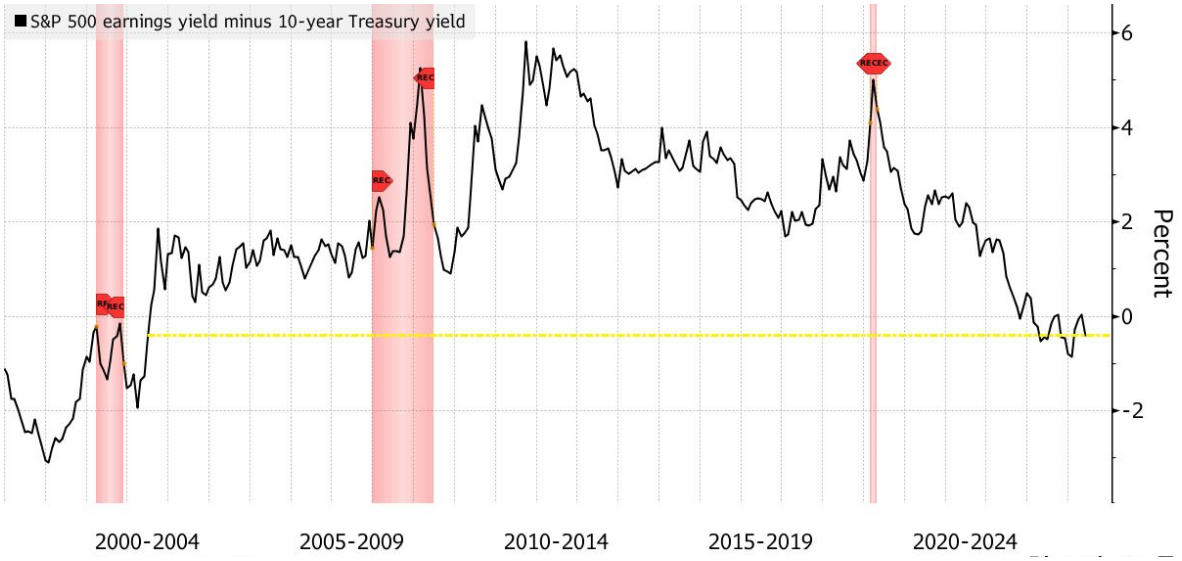


Grafico 8

Fonte: Jessica Menton, Bloomberg intelligence

Il grafico di Bloomberg Intelligence mostra che l'equity risk premium negli Stati Uniti — calcolato come differenza tra l'earning yield dell'S&P 500 e il rendimento dei Treasury a 10 anni — è oggi vicino ai minimi degli ultimi due decenni. In pratica, la remunerazione del rischio per detenere azioni anziché obbligazioni governative è estremamente bassa.

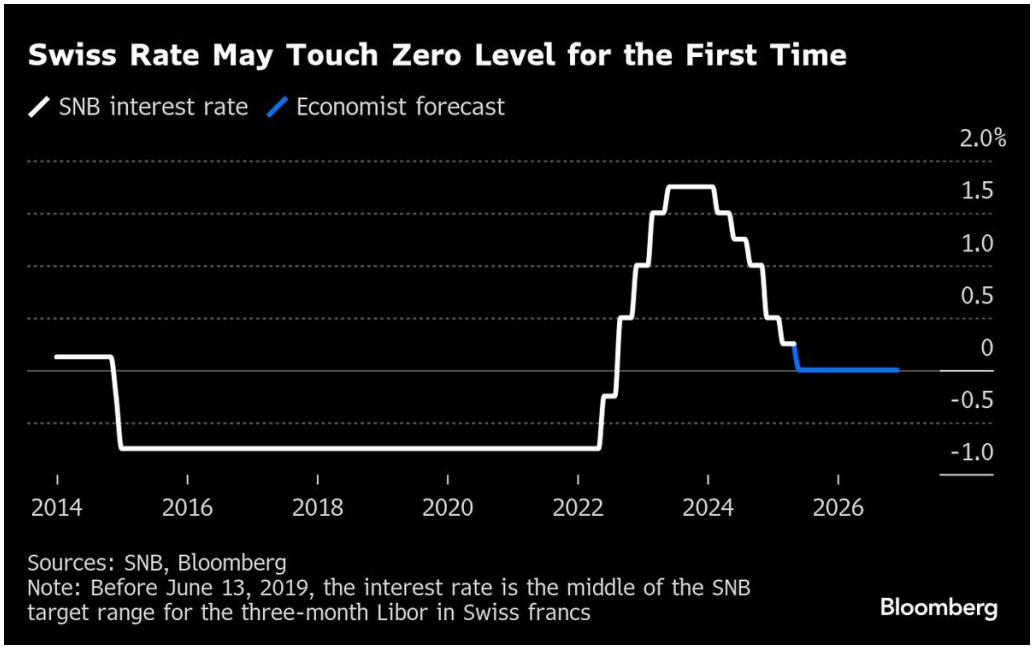
Questa compressione del premio al rischio riflette un contesto in cui i tassi di interesse reali sono rimasti elevati, mentre le valutazioni azionarie (soprattutto dei grandi titoli growth) si sono mantenute alte. Il risultato è una forbice molto ristretta tra il rendimento implicito dell'equity e quello dei bond, rendendo le azioni meno attraenti da un punto di vista rischio/rendimento.

Storicamente, livelli così compressi del risk premium si sono associati a fasi di correzione o di rendimento azionario sottotono nei periodi successivi (come evidenziato dalle aree rosse nel grafico). Sebbene non sia un segnale di timing perfetto, rappresenta un indicatore di allerta per gli investitori che operano su orizzonti di medio-lungo periodo.

In sintesi, il mercato azionario statunitense oggi richiede agli investitori una fiducia elevata nella crescita degli utili futuri per giustificare valutazioni che non sono più supportate da un forte "margine di sicurezza" rispetto ai titoli obbligazionari.

Tassi a Zero per la BNS: Nuovo Terreno d'Incertezza

Il taglio previsto apre scenari complessi per la redditività bancaria in Svizzera



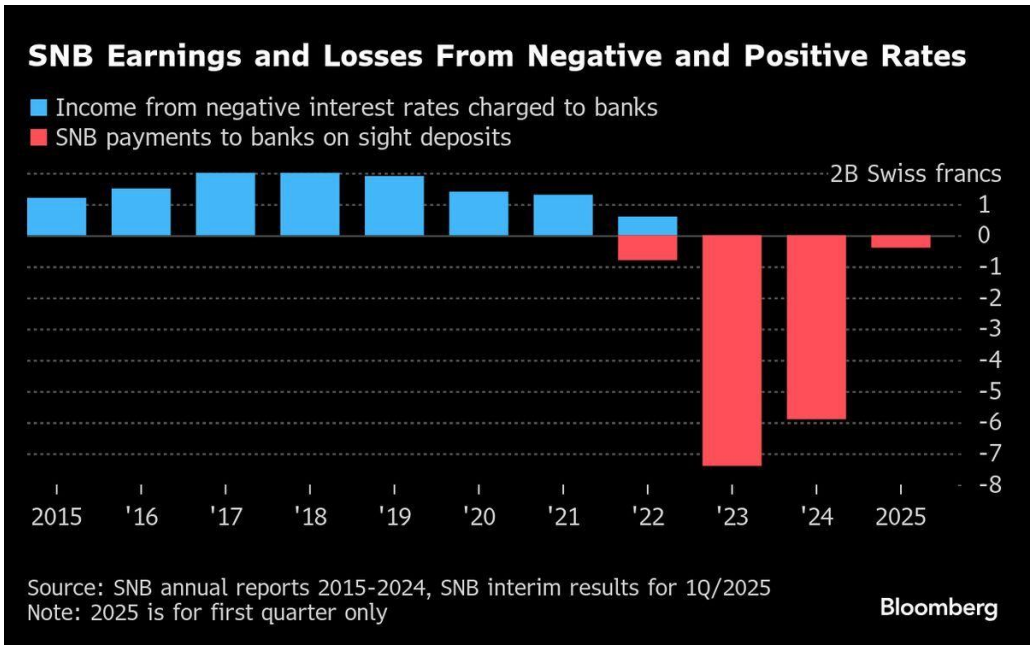


Grafico 9 e 10
Fonte: Bloomberg

Per la prima volta nella sua storia, la Banca Nazionale Svizzera (BNS) potrebbe portare i tassi d'interesse ufficiali a zero. Sebbene i tassi negativi siano stati una caratteristica distintiva della politica monetaria elvetica per oltre un decennio, il livello dello zero non era mai stato raggiunto come soglia terminale. Ora, con

l'inflazione sotto controllo (-0,1% su base annua) e un franco forte, la BNS sembra pronta a muoversi con un taglio da 25 punti base già questa settimana.

Il grafico mostra chiaramente la traiettoria dei tassi SNB e le implicazioni sui conti della banca centrale: dopo anni in cui la BNS incassava dai tassi negativi, la recente fase di tassi positivi ha comportato pesanti esborsi a favore delle banche per interessi su depositi, con perdite nette che hanno raggiunto i 7 miliardi di franchi nel 2023.

Il ritorno a tassi zero espone il sistema bancario a un paradosso operativo: i tassi negativi consentivano di trasferire i costi ai clienti; i tassi positivi creavano margine; ma lo zero si rivela una "terra di nessuno" scomoda, priva di vantaggi operativi. Le banche svizzere, fortemente dipendenti dai depositi e dai redditi da interesse, potrebbero vedere compromessa la redditività, a meno di un'ulteriore spinta verso modelli basati su commissioni o mutui.

Con le attese di mercato che prezzano tassi stabili a zero almeno fino al 2026, lo scenario base resta quello di una pressione continua sulle entrate bancarie. Il silenzio dello zero, in apparenza neutro, rischia dunque di diventare un'eco forte nel bilancio del sistema finanziario svizzero.

Allocazione Azionaria al Massimo Storico

Gli investitori sono "all-in" sull'equity: livelli superiori solo alla vigilia della bolla dot-com

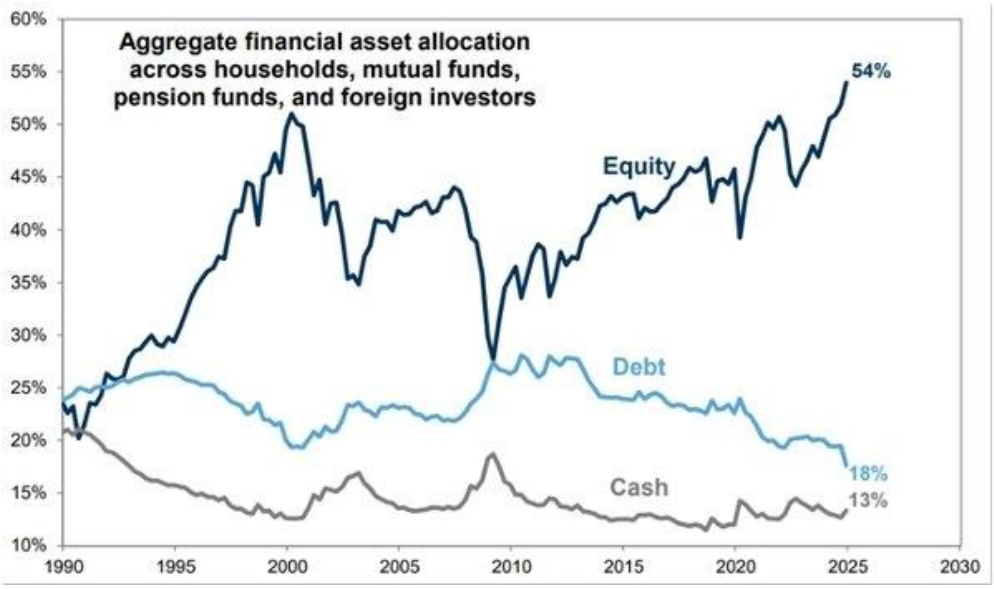


Grafico 11
Fonte: EPFR, Goldman Sachs Global Investment Research

Il grafico mostra che l'allocazione aggregata ad azioni — considerando famiglie, fondi comuni, fondi pensione e investitori esteri — ha raggiunto il 54%, il livello più alto mai registrato nella serie storica. Solo una volta in passato si è avuta un'esposizione maggiore: poco prima dello scoppio della bolla tecnologica nel 2000.

In parallelo, l'allocazione a obbligazioni è scesa al 18%, mentre quella a liquidità è confinata al 13%, livelli che segnalano un forte sbilanciamento del portafoglio medio globale verso asset rischiosi. Questo dato riflette la fiducia degli investitori nella resilienza del mercato azionario, alimentata da liquidità ancora abbondante, crescita dei profitti tech e narrative pro-ciclo.

Tuttavia, storicamente, livelli estremi di allocazione azionaria si sono rivelati segnali di rischio di medio termine. Quando gli investitori sono già completamente esposti all'equity, rimane poco margine per ulteriori flussi in grado di sostenere nuovi rialzi. Inoltre, con una equity risk premium vicina ai minimi (come evidenziato in altri indicatori di Bloomberg), il rischio-rendimento relativo rispetto ad altre asset class si è notevolmente ridotto.

In sintesi, l'attuale configurazione segnala un posizionamento ottimistico record, ma al tempo stesso potenzialmente vulnerabile a cambi di scenario macro, tassi o utili societari.

Retail e Istituzionali: Flussi in Direzioni Opposte

Vendite forti dagli investitori istituzionali, mentre i privati continuano ad accumulare equity

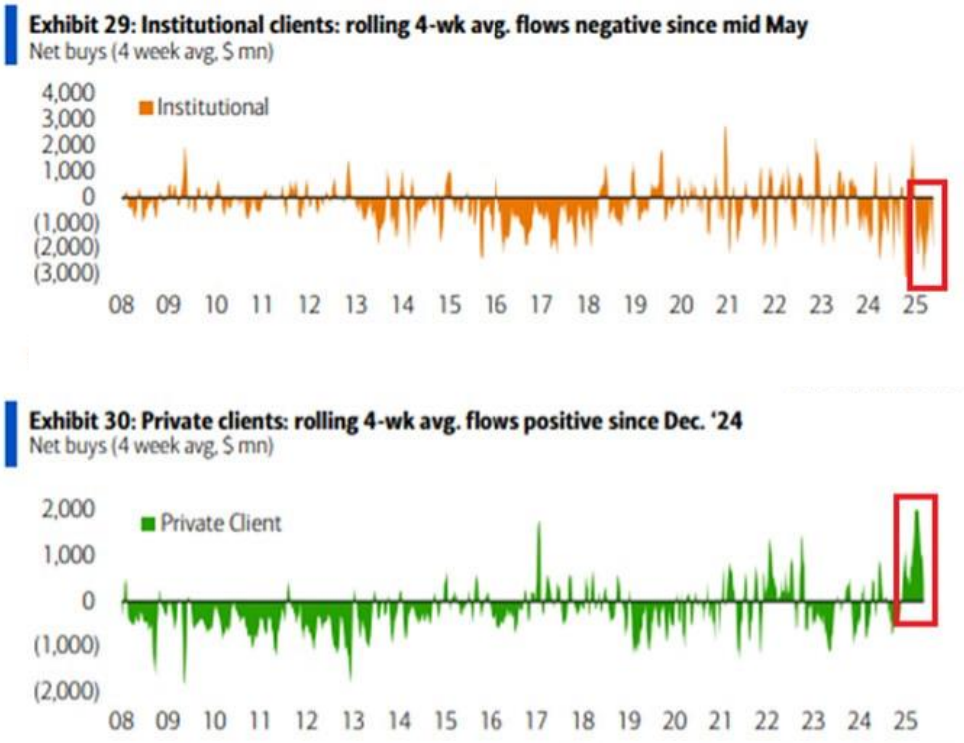


Grafico 12
Fonte: Bank of America

I dati più recenti di Bank of America mostrano una marcata divergenza nei flussi di capitale tra investitori istituzionali e retail. Dal grafico emerge chiaramente come, a partire da metà maggio 2025, gli istituzionali abbiano avviato deflussi consistenti (grafico in alto), con medie mobili a quattro settimane tornate

decisamente negative. Al contrario, i clienti privati continuano ad acquistare azioni da dicembre 2024, con un'accelerazione significativa negli ultimi mesi (grafico in basso).
Questa disconnessione potrebbe essere interpretata in diversi modi. Da un lato, le istituzioni potrebbero agire con cautela a fronte di valutazioni elevate, incertezze macroeconomiche o rischi geopolitici. Dall'altro, gli investitori privati sembrano guidati da un crescente ottimismo — o FOMO — legato al momentum di mercato e alle aspettative su tecnologie come l'intelligenza artificiale.
La storia suggerisce prudenza: periodi di forti afflussi retail accompagnati da vendite istituzionali hanno spesso anticipato fasi di volatilità. Infatti, secondo Bank of America, i picchi nei flussi privati tendono a verificarsi a fine ciclo, mentre le uscite istituzionali sono state storicamente indicatori di svolte di mercato.
La domanda ora è aperta: chi ha ragione questa volta? Le istituzioni che riducono il rischio o il retail che cavalca il rialzo? La risposta potrebbe determinare il prossimo movimento di mercato

Shock Petrolifero: CPI verso il 4% con Brent a 130 $

Un'escalation in Medio Oriente potrebbe riaccendere l'inflazione negli Stati Uniti

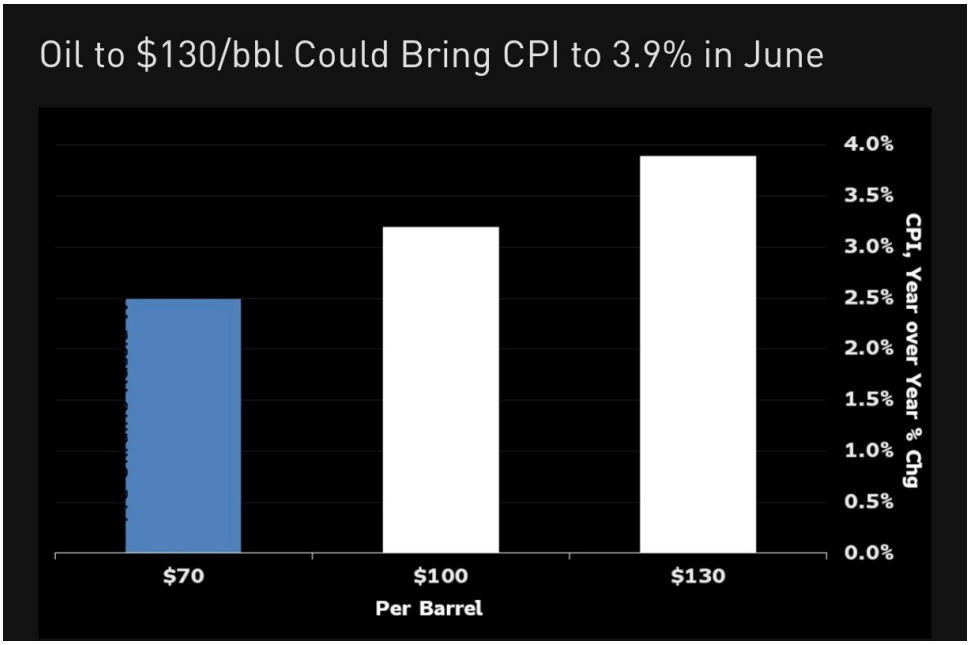


Grafico 13
Fonte: Bloomberg Economics

Secondo le stime di Bloomberg Economics, un rialzo improvviso del prezzo del petrolio a 130 dollari al barile spingerebbe l'indice dei prezzi al consumo (CPI) statunitense fino al 3,9% già nel mese di giugno. Lo scenario illustrato, che ipotizza un'escalation geopolitica tra Israele e Iran, evidenzia la sensibilità dell'inflazione americana ai prezzi energetici, in un contesto in cui la Fed resta in bilico sulle prossime mosse di politica monetaria.

Anche un incremento “moderato” del Brent a 100 dollari comporterebbe un aumento di 0,6 punti percentuali del CPI, portandolo al 3,2%. In uno scenario già caratterizzato da volatilità nei dati core e aspettative di taglio dei tassi posticipate, uno shock energetico potrebbe rafforzare la narrativa “higher for longer” sui tassi di interesse.

Per gli investitori, lo scenario rimette al centro l’importanza delle dinamiche sulle materie prime, in particolare quelle legate a eventi geopolitici. Un’impennata del greggio potrebbe non solo riaccendere i timori inflazionistici, ma anche pesare sui margini delle imprese, raffreddare la domanda e ridurre il potenziale di espansione dell’azionario nel breve termine.

Con i prezzi energetici che tornano ad agire da variabile macro-chiave, il rischio geopolitico resta un elemento da monitorare con attenzione nei portafogli globali.

Il Dollaro USA ai Minimi da Metà 2023

L’indice Bloomberg del dollaro perde oltre l’8% nel 2025, azzerando i guadagni del 2024

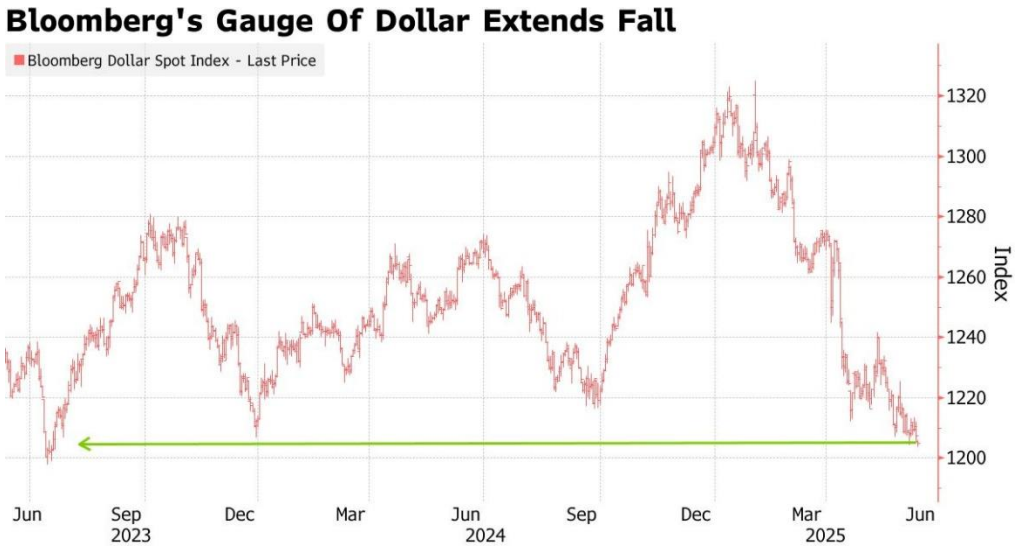


Grafico 14
Fonte: Bloomberg

L’indice Bloomberg del dollaro USA ha esteso il suo declino fino ai livelli più bassi dall’estate del 2023, segnando un ribasso di oltre l’8% da inizio anno. Il movimento ha di fatto cancellato i guadagni accumulati nel 2024, riportando il biglietto verde ai minimi di quasi due anni.

Il calo è avvenuto in un contesto di rientro dei capitali verso i mercati domestici da parte di investitori internazionali, e riflette dinamiche multiple: attese di un rallentamento dell’economia statunitense, maggiore appetito per il rischio nei mercati emergenti, e possibilità di un allentamento monetario da parte della Federal Reserve nel secondo semestre 2025.

Il deprezzamento del dollaro ha implicazioni rilevanti per i mercati globali. Sul piano macro, può contribuire ad allentare le condizioni finanziarie per le economie in via di sviluppo, migliorare la competitività delle

esportazioni statunitensi e sostenere il prezzo delle materie prime. Tuttavia, in ottica di asset allocation, segna una svolta rispetto al ciclo precedente dominato dal dollaro forte.

Per gli investitori, il trend attuale invita a ripensare l'esposizione valutaria nei portafogli e a considerare con maggiore attenzione asset denominati in valute alternative, inclusi i mercati emergenti e i metalli preziosi.

Bond e Oro: Due Mercati, un Solo Segnale di Tensione Sistemica

Crollo dei rendimenti reali, corsa all'oro e frattura nel rapporto tra dollaro e tassi a lungo termine

Grafico 15
Fonte: Financial Times, LSEG

I mercati obbligazionari globali stanno lanciando segnali di tensione sempre più evidenti. I rendimenti dei titoli di Stato a 30 anni sono saliti bruscamente nelle principali economie sviluppate, con movimenti particolarmente accentuati nel Regno Unito e negli Stati Uniti. L'aumento dei costi di finanziamento pubblici riflette sia pressioni inflazionistiche persistenti sia una domanda più selettiva e meno stabile di debito sovrano.

Contestualmente, si è interrotta una storica correlazione di mercato: quella tra il dollaro USA e i rendimenti decennali. Dopo oltre un decennio in cui il rafforzamento del biglietto verde coincideva con l'aumento dei tassi statunitensi, questa relazione si è incrinata nel 2025. Il cosiddetto "liberation day", indicato nel grafico, segna simbolicamente la rottura di una dinamica chiave dei mercati globali: oggi il dollaro può indebolirsi anche in presenza di tassi alti, segnalando forse un cambiamento nel posizionamento globale dei capitali o nella fiducia verso la sostenibilità del debito USA.

Oro e Rendimenti Reali

La Correlazione inversa tra il prezzo dell'oro e i rendimenti dei TIPS USA a 10 anni sembra interrompersi

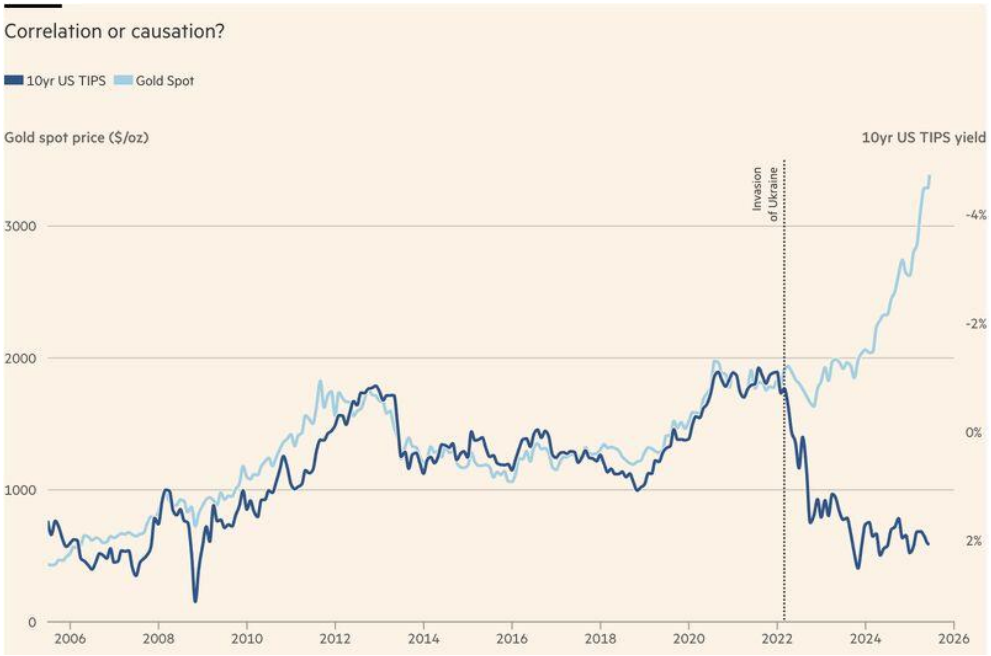


Grafico 16
Fonte: Financial Times, Bloomberg

A rendere ancora più rilevante questo quadro è il comportamento dell'oro. Storicamente, il metallo prezioso ha mostrato una correlazione inversa con i rendimenti reali: all'aumentare dei TIPS (titoli di Stato USA indicizzati all'inflazione), l'oro tendeva a perdere valore. Eppure, dal 2022 questa relazione si è progressivamente invertita. Nonostante il rendimento reale dei TIPS sia oggi salito ben oltre il 2,5%, l'oro continua a registrare nuovi massimi sopra i 2.300 dollari l'oncia.

Questa divergenza evidenzia un cambiamento profondo nel ruolo dell'oro nei portafogli globali. Le banche centrali dei Paesi emergenti, in particolare, hanno accelerato gli acquisti come forma di diversificazione strategica e protezione contro il rischio di sanzioni. La crescente diffidenza verso gli asset in dollari e verso il debito occidentale spinge verso l'accumulo di riserve in oro, asset che non comporta rischio controparte.

In questo contesto, l'oro non sale "nonostante" i tassi reali alti, ma "proprio perché" cresce la sfiducia verso la validità di quei tassi come misura reale del rischio sovrano. La dinamica obbligazionaria e quella dell'oro, pur sembrando distinte, raccontano insieme una storia coerente: stiamo attraversando un momento di transizione sistemica nella fiducia verso il debito pubblico e nella struttura stessa dei mercati globali.

Automazione e Occupazione: Una Relazione Inattesa

Più robot, meno disoccupazione? I dati sfidano i luoghi comuni sull'automazione.

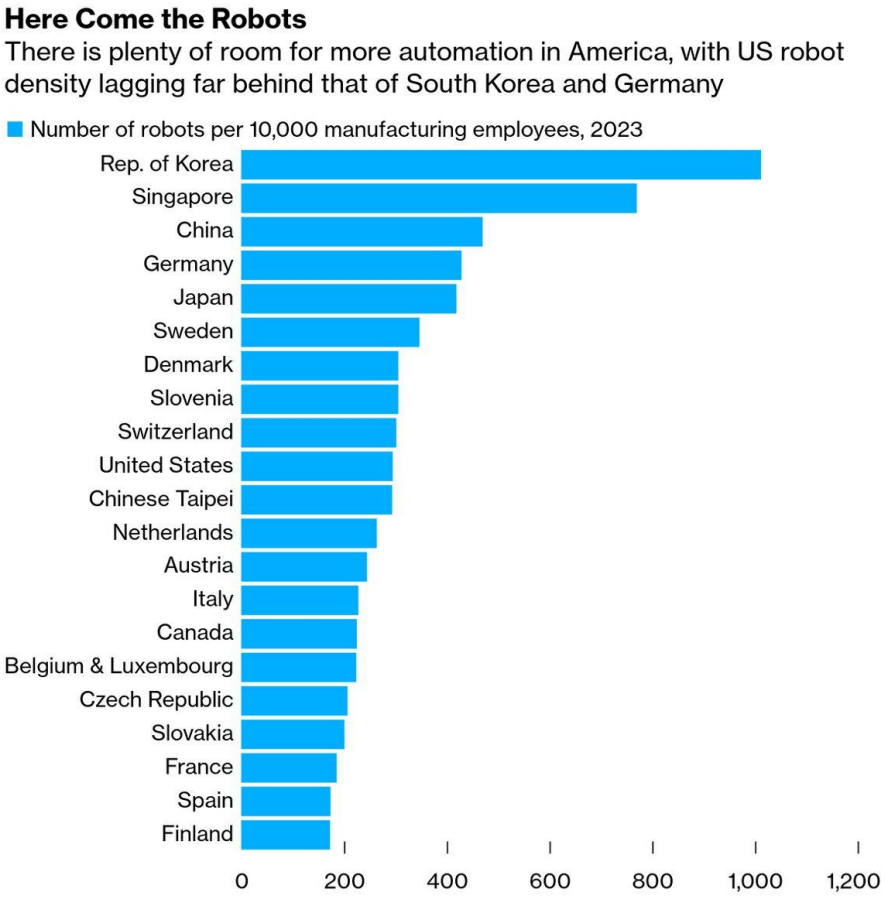


Grafico 17
Fonte: International Federation of Robotics, Bloomberg

Il grafico mostra il numero di robot industriali per 10.000 dipendenti manifatturieri nei principali Paesi del mondo, evidenziando un'elevata concentrazione in Corea del Sud, Singapore, Cina, Germania e Giappone. Si tratta delle economie con i più alti livelli di automazione, spesso percepite come minaccia per l'occupazione umana.

Tuttavia, un'analisi più attenta dei dati rivela un paradosso interessante: le nazioni con maggiore densità robotica mostrano, in media, un tasso di disoccupazione pari al 3,7%, contro il 7,5% delle economie con minore adozione. Questo suggerisce che la robotica non ha un impatto lineare e negativo sull'occupazione. Al contrario, può favorire competitività, reshoring produttivo e maggiore qualità del lavoro umano, spingendo la creazione di nuovi impieghi in settori a maggiore valore aggiunto.

Automazione non significa necessariamente sostituzione, ma piuttosto trasformazione del lavoro. I Paesi più avanzati nell'adozione dei robot sono anche quelli che investono in formazione tecnica, R&D e flessibilità industriale. L'Italia, ad esempio, si posiziona a metà classifica, segnalando margini di miglioramento nel percorso di transizione digitale del manifatturiero.

In sintesi, la relazione tra robot e occupazione è meno minacciosa di quanto sembri: la sfida non è evitare l'automazione, ma governarla con politiche industriali e di competenza adeguate.

Le tariffe non reindustrializzeranno l'America

Per rilanciare la manifattura occorre ispirarsi al modello industriale cinese

Immagine 2
Fonte: Dan Wang and Ben Reinhardt, Bloomberg

Per rilanciare in modo credibile e duraturo il settore manifatturiero, gli Stati Uniti dovrebbero guardare al modello cinese, più che cercare di proteggersi da esso. La Cina ha costruito il suo primato industriale non solo grazie al costo del lavoro o all'intervento statale, ma attraverso politiche coordinate di lungo periodo: attrazione di investimenti esteri, creazione di ecosistemi produttivi regionali integrati, forte investimento in infrastrutture, capitale umano tecnico e tecnologie applicate. Al contrario, negli Stati Uniti, la frammentazione geografica delle competenze, la debolezza della formazione tecnica e l'assenza di distretti manifatturieri coesi rendono difficile una reindustrializzazione vera. Come osservano Wang e Reinhardt, ciò che ha funzionato in Cina — e un tempo anche in America — è la capacità di concentrare risorse pubbliche e private in aree strategiche, promuovendo innovazione produttiva e continuità tecnologica. Puntare sull'adozione avanzata dell'intelligenza artificiale, su filiere integrate e su una nuova cultura dell'industria è molto più efficace che applicare barriere tariffarie che rischiano solo di aumentare i costi senza creare competitività strutturale.

Guerre e Mercati: Cosa Accade Davvero dopo un Conflitto

Storicamente, l'S&P 500 ha reagito positivamente nei mesi successivi a invasioni e guerre

Grafico 18
Fonte: Austin Hilton on X

Nonostante l'istinto porti molti investitori a fuggire dal mercato durante crisi geopolitiche o guerre, la storia racconta una realtà sorprendentemente diversa. Come mostra l'analisi storica dei principali conflitti — dal Vietnam all'Ucraina — l'S&P 500 ha spesso registrato performance positive nei mesi successivi all'inizio delle ostilità. In molti casi, i minimi di mercato si sono verificati proprio in prossimità dell'evento bellico, generando punti d'ingresso interessanti per gli investitori più contraria.

Il grafico evidenzia come, a partire dalla data di inizio del conflitto, il mercato azionario abbia spesso invertito la rotta verso l'alto, premiando chi ha saputo mantenere la calma o addirittura acquistare nei momenti di maggiore incertezza. La frase ricorrente "Buy the invasion" sintetizza questa dinamica, diventata quasi una regola empirica nei decenni passati.

Naturalmente ogni crisi è diversa, e i fondamentali contano: ma questa evidenza storica suggerisce che i conflitti, per quanto drammatici sul piano umano e politico, non implicano necessariamente un crollo duraturo dei mercati.

Put/Call Ratio ai Minimi: Eccessiva Euforia sullo S&P 500?

Il sentiment degli investitori mostra livelli di ottimismo estremi, potenzialmente contraria

Grafico 19
Fonte: Barchart

Il rapporto Put/Call sull'S&P 500 è sceso ai livelli più bassi degli ultimi tre anni, evidenziando una forte prevalenza di opzioni call (scommesse rialziste) rispetto alle put (scommesse ribassiste). In genere, un basso Put/Call ratio è interpretato come indicatore di ottimismo elevato tra gli investitori, che tendono a proteggersi meno o a speculare su ulteriori rialzi. Tuttavia, letture così compresse spesso segnalano eccesso di compiacenza e possono precedere fasi di correzione o consolidamento, specie dopo rally prolungati come quello visto negli ultimi mesi.

Come mostrato nel grafico, lo SPY — l'ETF che replica l'S&P 500 — ha recentemente aggiornato i massimi, mentre il Put/Call ratio è scivolato sotto 0,6, segnalando una condizione psicologica del mercato sbilanciata su aspettative di ulteriori guadagni. Storicamente, questi livelli hanno coinciso con zone di attenzione per l'investitore disciplinato, non tanto come segnale di inversione immediata, quanto come invito alla prudenza.

In questo contesto, la gestione del rischio e l'analisi tecnica assumono un ruolo ancora più centrale: quando tutti scommettono nella stessa direzione, i movimenti contrari possono essere rapidi e violenti.

Il Dividend Yield dello S&P 500 vicino ai minimi storici

Con un rendimento all'1,26%, il mercato segnala valutazioni elevate e aspettative aggressive

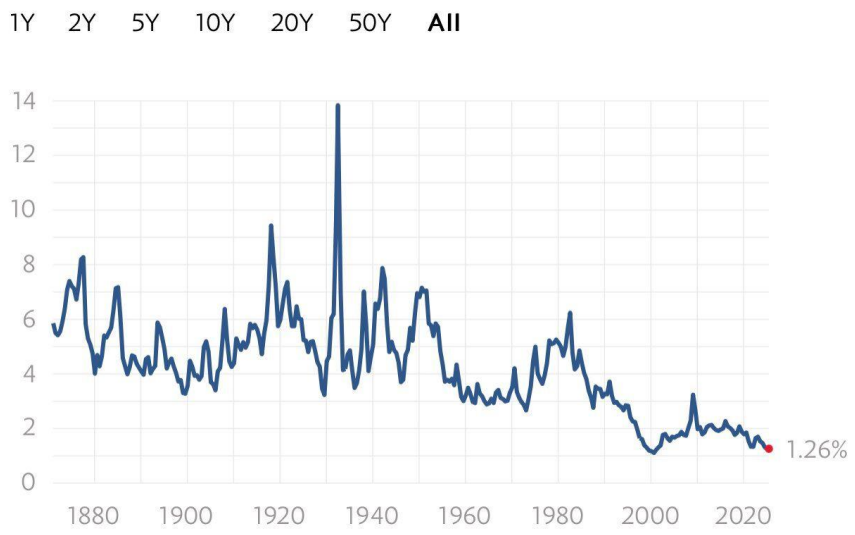


Grafico 20
Fonte: Alex Joosten, www.multpl.com

Il rendimento da dividendo dello S&P 500 è sceso all'1,26%, uno dei livelli più bassi mai registrati nella storia. Come mostra il grafico, dal 1870 ad oggi raramente si sono visti valori così compressi, tipici di fasi in cui le valutazioni azionarie sono molto elevate e il pricing del mercato riflette aspettative di crescita sostenute. Nei decenni passati, dividend yield così bassi sono stati associati a contesti di forte entusiasmo, ma anche a una ridotta protezione da parte del flusso cedolare in caso di correzioni.

A differenza di fasi storiche in cui i dividendi rappresentavano una componente chiave del rendimento totale per gli investitori azionari, oggi il profilo del mercato si è spostato più sul versante della crescita e del capitale. Questo può riflettere fiducia nella solidità degli utili futuri, ma rende l'investitore più esposto alla volatilità e al rischio duration.

Un rendimento così basso può essere interpretato come un campanello d'allarme per chi cerca stabilità o reddito passivo da portafoglio azionario: il premio per detenere equity rispetto ad altre asset class si è assottigliato. In un mondo con tassi reali nuovamente positivi, questa dinamica merita particolare attenzione.

Il premio per il rischio azionario si sta esaurendo

L'earnings yield spread è ai minimi storici: segnale di regime o semplice anomalia?

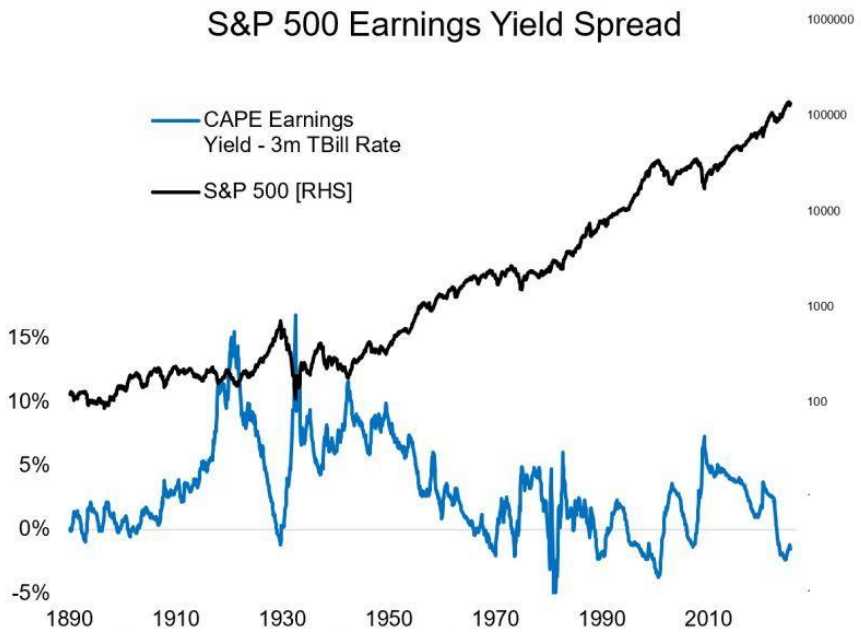


Grafico 21

Fonte: Topdown Charts, LSEG, Robert J. Shiller data

Il premio per il rischio azionario, ovvero il differenziale tra ciò che gli investitori ottengono in termini di rendimento dagli utili delle azioni (CAPE earnings yield) rispetto alla liquidità (rappresentata dai Treasury a 3 mesi), si sta rapidamente avvicinando allo zero. Storicamente, questo indicatore — noto anche come earnings yield spread — ha fornito segnali importanti in prossimità di fasi di svolta dei mercati. Il grafico mostra come gli attuali livelli siano comparabili solo a quelli osservati in tre momenti critici: il 1929, il 2000 e il 2021.

Nel 2025, con la liquidità che offre rendimenti quasi equivalenti a quelli dell'azionario — su base corretta per le valutazioni — e con i rischi macroeconomici in aumento (tra tensioni geopolitiche, debito, tassi reali positivi e rallentamento della crescita globale), il mercato potrebbe essere molto più fragile di quanto suggerisca l'apparente resilienza degli indici. La scarsa remunerazione per l'assunzione di rischio rende il posizionamento in equity meno interessante dal punto di vista rischio-rendimento, specie per investitori istituzionali o prudenti.

Questo non significa necessariamente che sia imminente un collasso, ma piuttosto che il mercato azionario si muove su un equilibrio più sottile, vulnerabile a sorprese negative. L'assenza di un margine di sicurezza — storicamente fornito da un solido premio per il rischio — impone maggiore disciplina nella selezione dei titoli e nella gestione dell'esposizione complessiva al rischio. Potrebbe trattarsi di una semplice anomalia temporanea, ma anche dell'inizio di un nuovo regime di mercato meno favorevole all'equity.

Ren Zhengfei (Huawei): Cina pronta a guidare

Il fondatore di Huawei guarda oltre il divario tecnologico

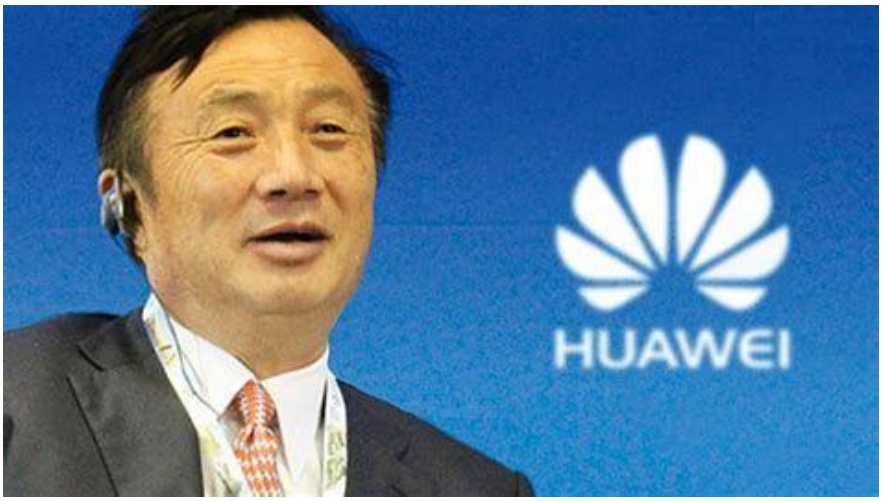


Immagine 3
Ren Zhengfei

In un'intervista pubblicata il 10 giugno sul *Quotidiano del Popolo*, Ren Zhengfei — fondatore di Huawei — ha offerto una riflessione strategica sulla traiettoria tecnologica della Cina. Pur riconoscendo che i chip Huawei siano una generazione indietro rispetto a quelli statunitensi, Ren afferma che lo svantaggio è superabile tramite chip stacking e cluster computing. Il vero obiettivo, secondo lui, è costruire un'autonomia fondata su ricerca di base, anche se i suoi frutti saranno visibili solo nel lungo periodo.

Ren individua nell'intelligenza artificiale una rivoluzione epocale, forse la più grande dell'umanità, da affiancare all'energia da fusione. Tuttavia, prevede che l'IA richiederà decenni o secoli per raggiungere piena maturità, e sottolinea che il suo sviluppo sarà possibile solo grazie a infrastrutture energetiche stabili e sicure.

Il messaggio è politico oltre che tecnologico. Pubblicata su una testata allineata al Partito, l'intervista presenta Ren come un imprenditore modello, in sintonia con la strategia di sviluppo cinese. Lungi dal temere i controlli statunitensi sui semiconduttori, Huawei sembra trarne slancio, accelerando l'innovazione domestica — in particolare nei chip AI. Secondo Ren, il quadro competitivo globale potrebbe essere irriconoscibile entro cinque anni.

Quando cita il saggio *"Ho visto il futuro. Non era in America"*, Ren suggerisce un cambiamento di paradigma: la fiducia strategica delle élite tecnologiche cinesi non è più difensiva, ma propositiva. Pur ammettendo che le imprese estere affrontano ancora distorsioni nel mercato cinese, egli sostiene che la crescente apertura del Paese sarà decisiva per il progresso.

In conclusione, Ren delinea una visione ambiziosa: un futuro in cui l'IA guida l'innovazione — forse fino al calcolo quantistico — e in cui la Cina, nonostante gli ostacoli, è pronta a fare da protagonista.

Oltre il rapporto debito/PIL

Il vero rischio è il costo del servizio del debito

Grafico 22
Fonte: Financial Times

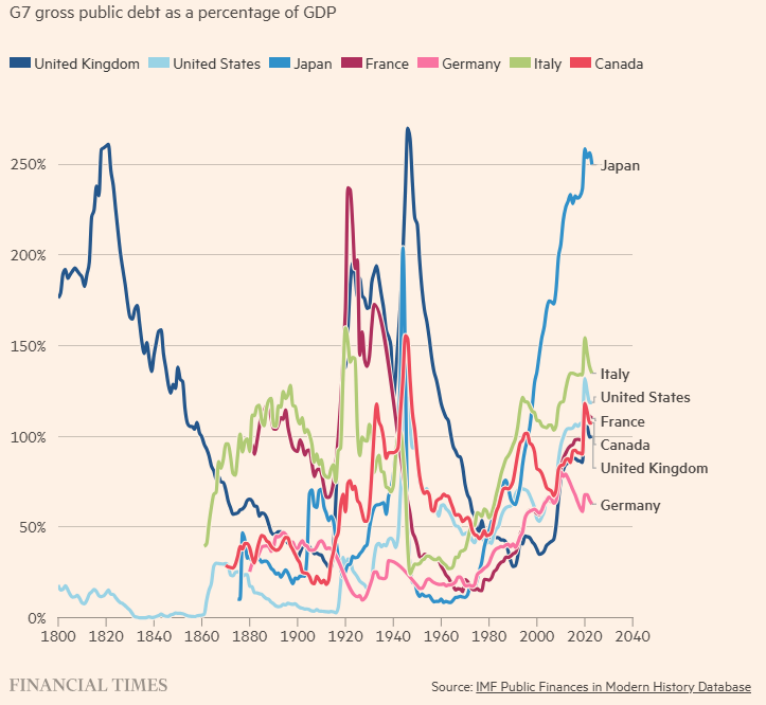


Grafico 23
Fonte: Financial Times, IMF

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

I due grafici proposti mostrano come il rapporto debito/PIL da solo sia un indicatore fuorviante per valutare la sostenibilità fiscale di un Paese. A livello storico, come illustrato dal secondo grafico, molti Paesi del G7 — in particolare il Giappone, l'Italia e gli Stati Uniti — hanno raggiunto livelli elevatissimi di debito pubblico. Tuttavia, è la capacità di servire quel debito, ovvero il peso degli interessi sul PIL, che determina il vero rischio per la stabilità finanziaria.

Nel primo grafico, il confronto tra il debito attuale e l'onere potenziale se tutto fosse rifinanziato ai tassi odierni evidenzia una criticità importante: il servizio del debito aumenterebbe in modo sostanziale. Gli Stati Uniti, per esempio, mostrano una delle peggiori combinazioni tra livello del debito e onere degli interessi. Al contrario, Paesi come il Giappone, nonostante un rapporto debito/PIL molto alto, mantengono costi di servizio contenuti grazie ai bassi tassi interni.

La lezione è chiara: il debito elevato può essere gestibile se i costi di finanziamento restano contenuti. Ma in un contesto in cui i tassi d'interesse sono più alti e le scadenze si accorciano, l'onere per lo Stato può rapidamente diventare insostenibile. In sintesi, monitorare il solo rapporto debito/PIL è sempre meno utile: ciò che conta davvero è la capacità di pagare gli interessi.

Oltre il rapporto debito/PIL

Il vero rischio è il costo del servizio del debito

Grafico 24
Fonte: iShares

Negli ultimi anni, l'importanza della Cina sul piano economico e politico è cresciuta costantemente. Tuttavia, questo avanzamento non trova corrispondenza nello sviluppo del suo mercato azionario. L'iShares MSCI China ETF (MCHI), che replica le principali società cinesi quotate, ha mostrato nel tempo forti oscillazioni, ma in termini reali è rimasto praticamente invariato rispetto a 14 anni fa, misurato in dollari statunitensi. Un dato ancora più sorprendente se si considera che, nello stesso arco temporale, il mercato azionario globale ha più che triplicato il proprio valore.

Questa divergenza solleva interrogativi strategici. Nonostante la Cina sia ormai un protagonista centrale dell'economia mondiale e disponga di un ampio bacino industriale, il suo mercato finanziario rimane stagnante. Le cause possono essere molteplici: restrizioni normative, bassa fiducia degli investitori stranieri, inefficienze strutturali e mancanza di trasparenza. Il grafico mostra un range di prezzo stabile, nonostante i cicli economici e i progressi macroeconomici del Paese.

In sintesi, mentre la Cina avanza nel mondo reale, resta sorprendentemente immobile nel mondo dei mercati. Questo paradosso rappresenta tanto una sfida quanto una potenziale opportunità per gli investitori globali.

Per metterlo questo dato in prospettiva, il mercato azionario globale ha più che triplicato il suo prezzo nello stesso periodo.

Spread compressi? Colpa dei debiti pubblici

Il debito delle imprese è ai minimi storici, quello statale ai massimi

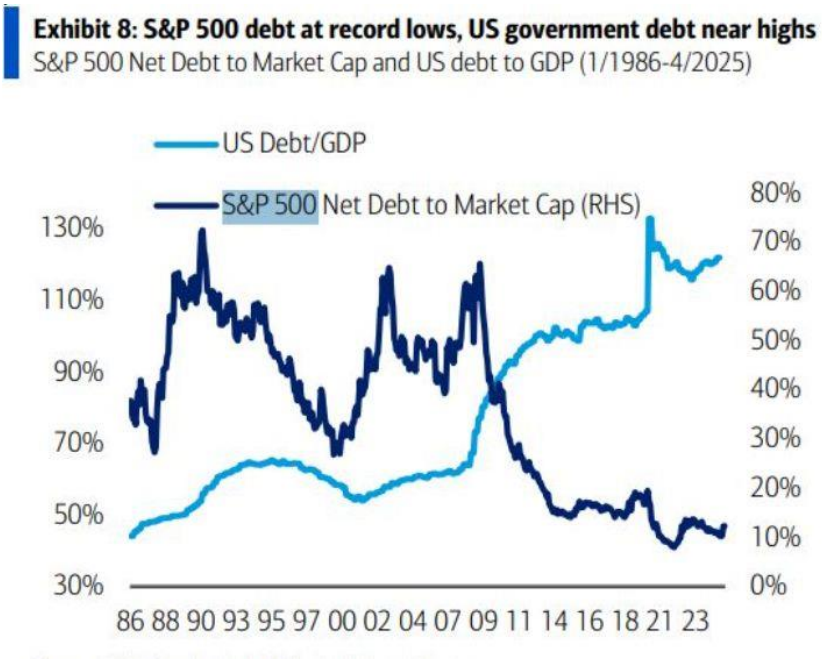


Grafico 25
Fonte: FRED, FactSet, BofA, US Equity & QuantStrategy

Il grafico di BofA mostra un cambiamento strutturale: mentre il debito pubblico USA (in rapporto al PIL) ha continuato a salire, raggiungendo nuovi massimi storici, il debito netto delle aziende dell'S&P 500 rispetto alla capitalizzazione di mercato è crollato ai minimi pluridecennali.

Rispetto al 2008, quando il rischio sistemico era concentrato soprattutto nel settore privato e corporate, oggi le imprese americane risultano molto meno indebitate in termini relativi. Merito dei tassi a zero degli anni passati, che hanno consentito un efficiente rifinanziamento, e della crescita dei mercati azionari che ha aumentato il denominatore (market cap).

Ciò che colpisce è che, nonostante questa divergenza crescente nei fondamentali tra Stati e imprese, gli spread di credito non si sono ampliati. Anzi, rimangono compressi rispetto alla storia. Il merito di credito delle aziende è migliorato rispetto a quello sovrano, ma il mercato sembra non prezzarlo pienamente.

Una compressione che potrebbe essere giustificata in parte da questi fondamentali, ma che resta comunque un'anomalia da monitorare, soprattutto se il ciclo dei tassi dovesse invertirsi.

Fonte: Lorenzo Ippoliti

L'oro conquista le riserve globali

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital

Dal 2017 ha triplicato il suo peso come asset di riserva

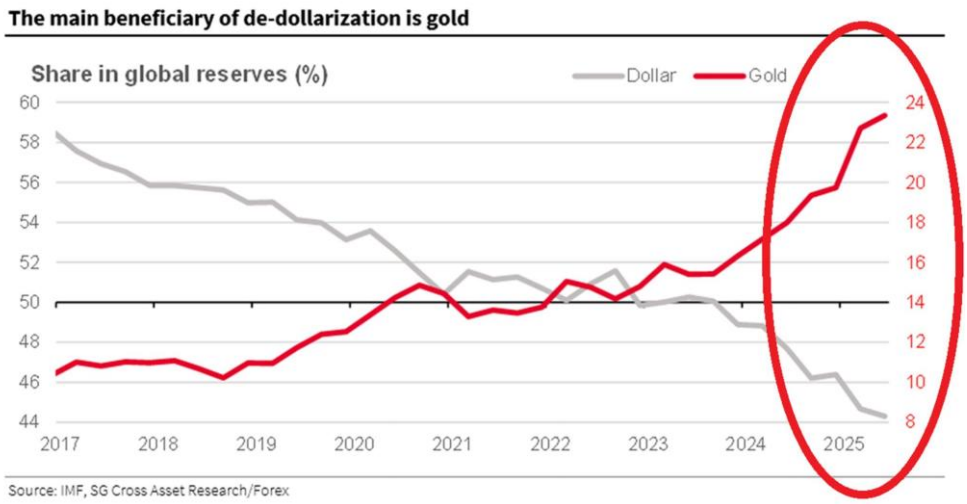


Grafico 26
Fonte: IMF, SG Cross Asset Research/Forex

Il processo di de-dollarizzazione delle riserve globali è in corso da anni, ma oggi risulta evidente come non mai. Il grafico mostra in modo chiaro e inequivocabile l'evoluzione della composizione delle riserve valutarie mondiali dal 2017 al 2025: in questo periodo, la quota di dollaro USA è progressivamente scesa dal 59% a poco meno del 50%, mentre quella detenuta in oro è aumentata in modo impressionante, triplicando fino a superare il 24%. Un mutamento strutturale, che segna un possibile punto di svolta nel sistema monetario globale.

A differenza dei movimenti ciclici dei mercati, questa trasformazione riflette un nuovo paradigma di lungo periodo. Non si tratta di una semplice diversificazione valutaria: è un riassetto strategico delle riserve globali, che si fonda su motivazioni ben precise. In primo luogo, la crescente instabilità geopolitica e l'uso delle sanzioni finanziarie come leva politica da parte di alcune grandi potenze hanno spinto molti Paesi – specialmente quelli emergenti o non allineati – a riconsiderare la propria esposizione al dollaro. La richiesta di neutralità e di sicurezza da parte delle banche centrali ha riportato al centro dell'attenzione l'oro, un bene reale, apolide e privo di rischio controparte.

In parallelo, cresce anche lo scetticismo nei confronti della sostenibilità fiscale degli Stati Uniti. L'enorme crescita del debito pubblico, unita alla persistente inflazione e all'uso sistematico di politiche fiscali espansive, ha alimentato dubbi sulla solidità di lungo periodo del dollaro come valuta di riserva principale. In questo contesto, l'oro appare sempre più come una scelta razionale per preservare valore

USA: divergenza tra hard e soft data sempre più marcata

Indicatori concreti ancora solidi, ma il sentiment si deteriora

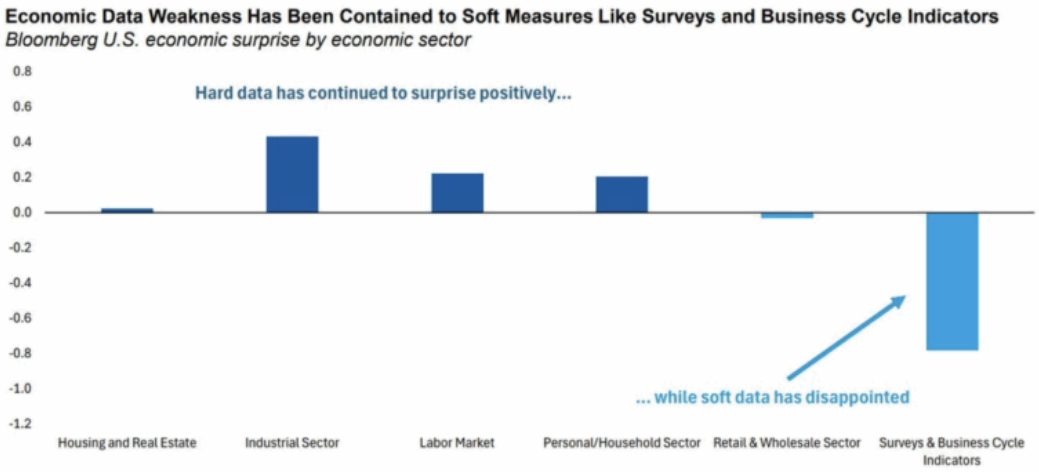


Grafico 27
Fonte: Bloomberg

Nel 2025, il Bloomberg U.S. Economic Surprise Index sta mettendo in luce una dinamica piuttosto insolita: un divario crescente tra i dati concreti ("hard data") e le misurazioni più soggettive ("soft data") dell'economia statunitense. I primi — che includono produzione industriale, forza del mercato del lavoro, spesa personale e altri indicatori "oggettivi" — continuano a sorprendere al rialzo. I secondi — basati su sondaggi, aspettative e indicatori del ciclo economico — stanno invece registrando segnali di forte indebolimento.

Questa divergenza solleva interrogativi importanti sulla direzione dell'economia nei mesi a venire. È possibile che i dati concreti stiano ritardando rispetto a una svolta del ciclo già in atto e visibile nel sentiment degli operatori? Oppure il deterioramento degli indicatori soft è una reazione emotiva alle tensioni geopolitiche, alle incertezze politiche interne o ai timori legati all'inflazione e ai tassi di interesse, mentre l'economia reale continua a reggere grazie a fondamentali solidi?

È utile ricordare che, storicamente, fasi di disaccoppiamento simili non tendono a durare a lungo. Alla fine, o la realtà raggiunge la percezione — con un rallentamento dell'attività economica — oppure il sentiment migliora, riconoscendo una resilienza sottovalutata del sistema. In entrambi i casi, il gap tra percezione e performance è destinato a ridursi.

Per gli investitori, questo scenario impone cautela ma anche flessibilità. Monitorare attentamente sia l'evoluzione dei dati hard (produzione, occupazione, consumi) sia i segnali più qualitativi (fiducia, propensione all'investimento) sarà essenziale per anticipare quale direzione prenderà l'economia americana.

Fonte: Rayan Lemand, PhD

Dollaro debole, rendimenti forti: qualcosa non torna

La divergenza tra DXY e Treasury segnala un cambiamento di regime

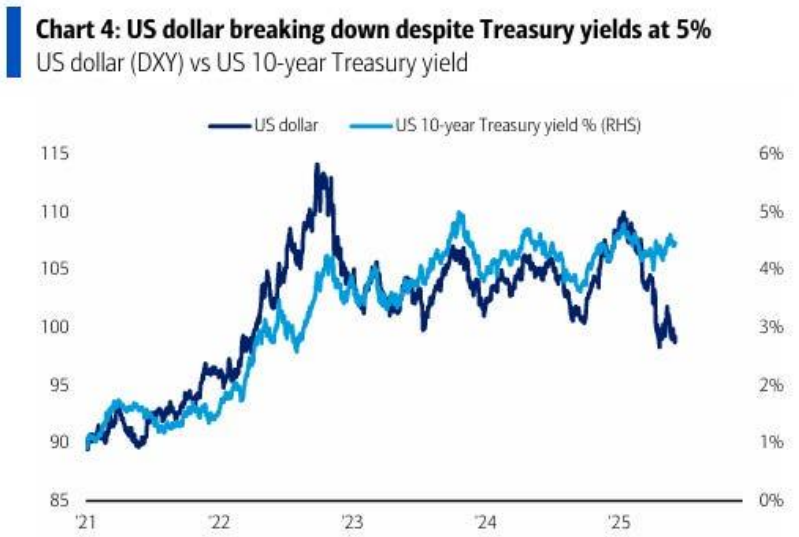


Grafico 28
Fonte: BofA, Bloomberg

Il recente andamento del dollaro USA sta sorprendendo i mercati. Nonostante i rendimenti dei Treasury a 10 anni restino intorno al 5% — un livello storicamente in grado di attrarre flussi di capitale e rafforzare il biglietto verde — l'indice DXY è in caduta libera. Come mostra chiaramente questo grafico di BofA, la divergenza tra i due indicatori si è ampliata nel 2025 in modo anomalo. È un segnale che va oltre la volatilità tecnica: potrebbe indicare l'emergere di nuove fragilità strutturali nel ruolo globale del dollaro.

Tradizionalmente, rendimenti elevati sui titoli di Stato USA agiscono da magnete per gli investitori globali. Tuttavia, oggi questo meccanismo sembra essersi inceppato. Dietro la debolezza del dollaro potrebbero esserci almeno quattro forze: crescenti timori per la sostenibilità fiscale americana; un lento ma costante processo di diversificazione delle riserve da parte delle banche centrali estere; l'uscita di molti investitori da posizioni long sul dollaro dopo anni di sovraperformance; e, infine, una possibile erosione della fiducia nella credibilità finanziaria a lungo termine degli Stati Uniti.

Non basta più offrire i tassi più alti: se il contesto macro cambia — in termini di debito, inflazione, tensioni geopolitiche o leadership globale — il premio al rischio si ridefinisce. Quando il dollaro smette di rispondere ai tassi, il mercato sta dicendo qualcosa. Ed è qualcosa che merita attenzione.

Debito sovrano: l'emergenza è finita, l'espansione continua

L'emissione globale di titoli di Stato resta ai massimi storici anche dopo la crisi

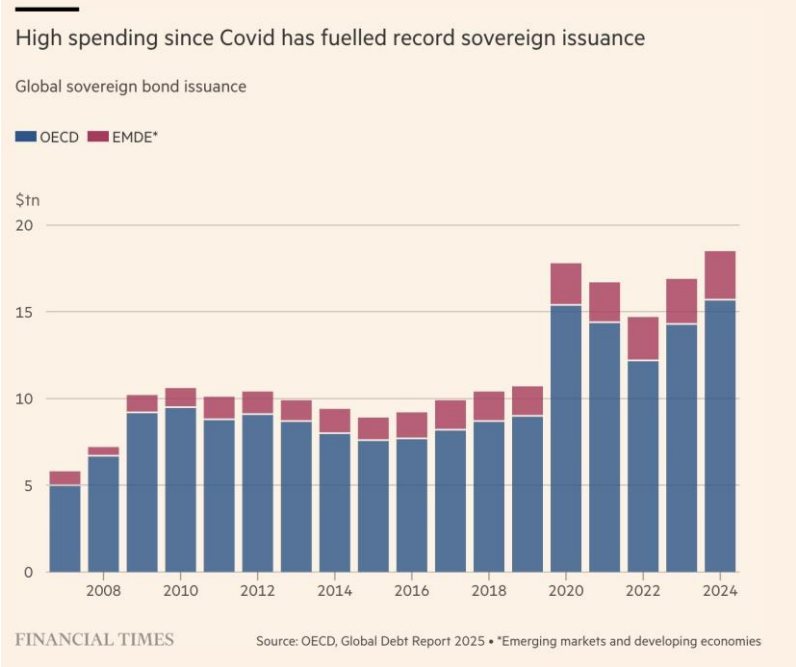


Grafico 29
Fonte: OECD, Global Debt Report 2025

L'emissione di obbligazioni sovrane ha raggiunto un nuovo record nel 2024, superando i 18 trilioni di dollari, quasi il doppio rispetto ai livelli medi pre-Covid. E se nel 2020 questo aumento era giustificato da una crisi sanitaria senza precedenti e da una paralisi delle economie mondiali, oggi quella giustificazione non regge più.

L'economia globale, in particolare quella dei paesi OCSE, è tornata a pieno regime. Tuttavia, la spesa pubblica continua ad aumentare, sostenuta da politiche fiscali espansive divenute permanenti, nonostante la fine dell'emergenza e un contesto di inflazione e tassi elevati. Parallelamente, anche i mercati emergenti hanno intensificato le loro emissioni di debito, ma a condizioni decisamente meno favorevoli, esponendosi a costi di rifinanziamento più alti.

Questa situazione sta creando un paradosso: mentre l'economia si surriscalda e il peso degli interessi cresce, i governi continuano ad accumulare debito come se fossimo ancora in una fase straordinaria. Il debito sovrano, nato per affrontare shock temporanei, si sta trasformando in uno strumento ordinario di gestione politica e di consenso.

Il rischio sistemico che ne deriva è duplice. Da un lato, il persistente aumento dello stock di debito rende più vulnerabili le finanze pubbliche di fronte a eventuali nuovi shock. Dall'altro, l'eccessiva dipendenza dai mercati obbligazionari pone un freno alle manovre future, proprio quando potrebbe servire margine fiscale.

Difensivi al minimo

Segnale di compiacenza nei mercati

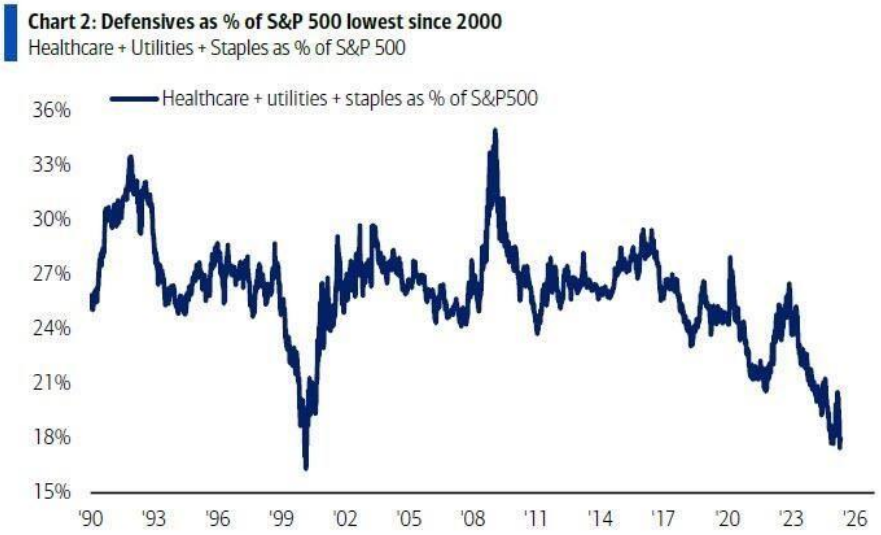


Grafico 30
Fonte: BofA, Bloomberg

Il grafico elaborato da BofA Global Research mostra un dato apparentemente tecnico ma estremamente rilevante: la percentuale di settori difensivi nello S&P 500 – ovvero sanità, utility e beni di consumo di base – è oggi ai minimi da oltre vent'anni. Questa combinazione di segmenti tradizionalmente resilienti rappresenta oggi meno del 17% della capitalizzazione dell'indice, contro punte superiori al 30% registrate in passato nei momenti di tensione.

Storicamente, queste fasi di drastica sotto ponderazione difensiva non sono state foriere di tranquillità. Al contrario, sono spesso coincise con fasi di eccesso di ottimismo, precedendo momenti di forte instabilità nei mercati. È stato così prima della crisi stagflazionistica degli anni '70, prima dello scoppio della bolla dot-com e in avvicinamento alla crisi finanziaria del 2008.

Il dato è quindi tutt'altro che neutrale. Quando gli investitori riducono drasticamente la loro esposizione ai difensivi, implicitamente scontano uno scenario macroeconomico privo di scosse e volatilità. Ma la storia insegna che queste aspettative sono spesso disattese.

Oggi questo segnale è particolarmente rilevante in un contesto di squilibri strutturali. Il dollaro sta perdendo forza, i flussi di capitale si stanno ridistribuendo, e l'intero mercato azionario appare eccessivamente concentrato su pochi colossi tecnologici. L'assenza di coperture difensive in portafoglio riflette quindi un elevato grado di compiacenza: un atteggiamento pericoloso, soprattutto in vista di potenziali shock esogeni, cambi di regime monetario o rotazioni settoriali.

Valutazioni azionarie al limite

Segnale di compiacenza nei mercati

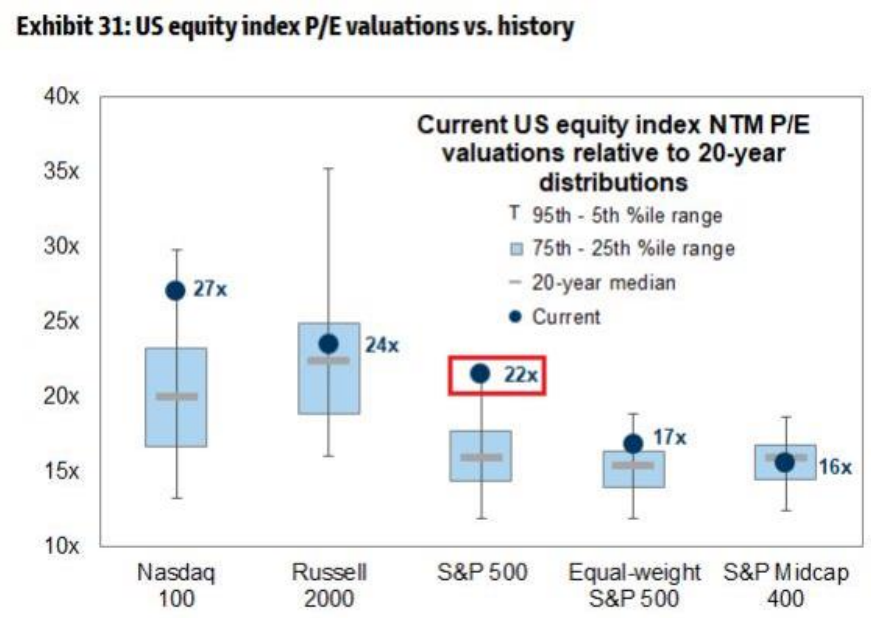


Grafico 31

Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research

Il recente rally dell'azionario statunitense ha riportato l'attenzione sulle valutazioni. Secondo Goldman Sachs, il P/E forward dell'S&P 500 ha toccato quota 22x, superando il 95° percentile della sua distribuzione degli ultimi 20 anni. Un dato che, pur segnalando la forza del momentum, solleva interrogativi sulla sostenibilità dei rendimenti attesi.

In cima alla lista troviamo il Nasdaq 100, ora a 27x, spinto dall'entusiasmo per l'intelligenza artificiale e dalla concentrazione in pochi titoli mega-cap. Anche il Russell 2000 — indice delle small cap — si attesta su livelli elevati, con un multiplo di 24x e una distribuzione molto ampia, segno di forte dispersione tra i titoli.

Più contenute invece le valutazioni dell'S&P 500 equal-weight (17x) e dell'S&P Midcap 400 (16x), che mostrano come sotto la superficie dell'indice principale vi siano ancora aree più equilibrate.

Il quadro generale, tuttavia, suggerisce cautela. A questi livelli di prezzo, i margini di sicurezza si riducono e il profilo rischio/rendimento tende a peggiorare, soprattutto in un contesto ancora incerto dal punto di vista macroeconomico e monetario. Le valutazioni, come sempre, non offrono timing di mercato, ma sono una bussola importante per calibrare aspettative e rischio.

Fonte: Goldman Sachs

Il rapporto oro/argento si comprime

Dopo anni di sottovalutazione, il metallo “povero” inizia a colmare il divario

Grafico 32
Fonte: Otavio Costa (Crescat Capital LLC)

Il rapporto oro/argento (gold-to-silver ratio), uno degli indicatori storici più osservati nei mercati delle materie prime, sta finalmente rompendo verso il basso. Dopo anni in cui l’argento è rimasto persistentemente sottovalutato rispetto all’oro — con il rapporto che ha toccato anche livelli superiori a 90 — il trend mostra segnali concreti di inversione.

Come evidenziato nel grafico di Tavi Costa (Crescat Capital), quando il rapporto supera la soglia di 80–90, l’argento tende storicamente a recuperare terreno. Questo fenomeno si è già verificato in diversi cicli del passato, in corrispondenza di fasi di espansione economica, crescita dell’inflazione o riscoperta del valore industriale e monetario dell’argento.

Oggi, nel 2025, la compressione del rapporto avviene in un contesto particolarmente interessante. L’oro ha già segnato nuovi massimi storici, ma è l’argento a mostrare un’accelerazione relativa, grazie al rinnovato interesse per i metalli “tangibili” in un’epoca di debiti pubblici record, pressioni geopolitiche e crescente attenzione alla transizione energetica (che richiede grandi quantità di argento per applicazioni solari e industriali).

La rottura al ribasso del gold-to-silver ratio non è solo un segnale tecnico, ma può anche riflettere una nuova fase strutturale del mercato, in cui gli investitori cercano diversificazione nei metalli preziosi al di fuori dell’oro.

Se il trend continuerà, l’argento potrebbe essere uno degli asset più dinamici dei prossimi anni. Storicamente, quando il rapporto si comprime dopo livelli estremi, il rally dell’argento è spesso violento e rapido.

Cina: la deflazione non molla la presa

Prezzi in calo per consumi e produzione, mentre gli stimoli di Pechino faticano

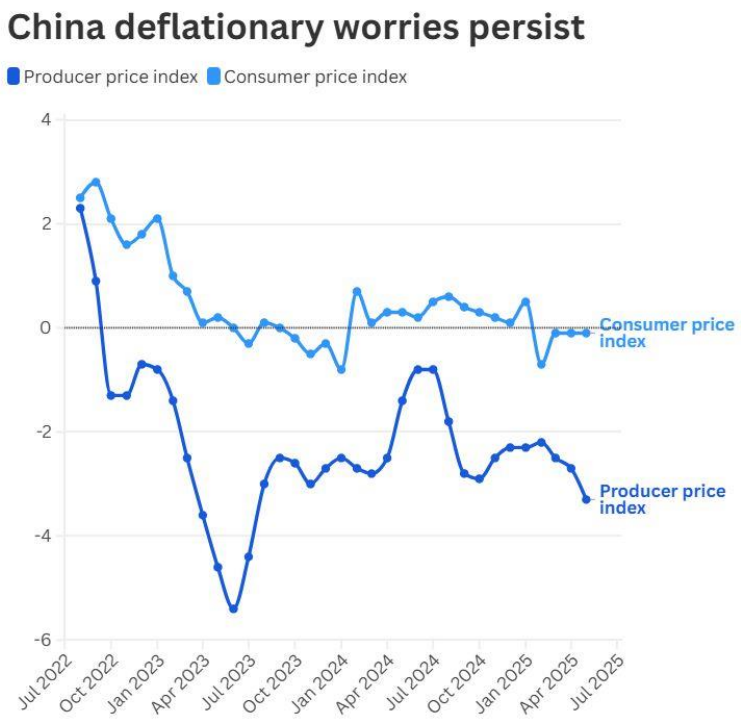


Grafico 33

Fonte: National Bureau of Statistics, LSEG

L'economia cinese continua a lanciare segnali preoccupanti sul fronte dei prezzi. A maggio 2025, l'indice dei prezzi al consumo (CPI) ha registrato il quarto mese consecutivo di flessione su base annua, mentre i prezzi alla produzione (PPI) rimangono saldamente in territorio negativo.

Il grafico elaborato dal National Bureau of Statistics evidenzia chiaramente la doppia dinamica deflattiva: da un lato, la debolezza della domanda interna tiene bassi i prezzi al consumo, dall'altro l'eccesso di capacità produttiva e la competizione sui prezzi – in particolare nel settore automobilistico – continuano a comprimere i margini industriali.

Questa situazione mette in luce i limiti dell'attuale risposta politica di Pechino. Gli sforzi finora messi in campo, dagli stimoli fiscali ai tagli sui tassi, sembrano avere impatto marginale sui comportamenti di spesa delle famiglie, ancora frenate da un mercato immobiliare in difficoltà e da aspettative di reddito incerte.

A complicare il quadro, si aggiunge l'intensificarsi della concorrenza tra produttori per mantenere quote di mercato, che sta innescando una spirale discendente dei prezzi in alcuni settori chiave, come l'elettronica e l'auto.

Se da un lato i prezzi bassi sostengono il potere d'acquisto, dall'altro una deflazione persistente può alimentare aspettative di stagnazione, frenare investimenti e produrre effetti negativi su occupazione e crescita nominale.

Il nuovo colosso energetico globale? I data center

i consumi elettrici dei data center stanno superando quelli di interi paesi

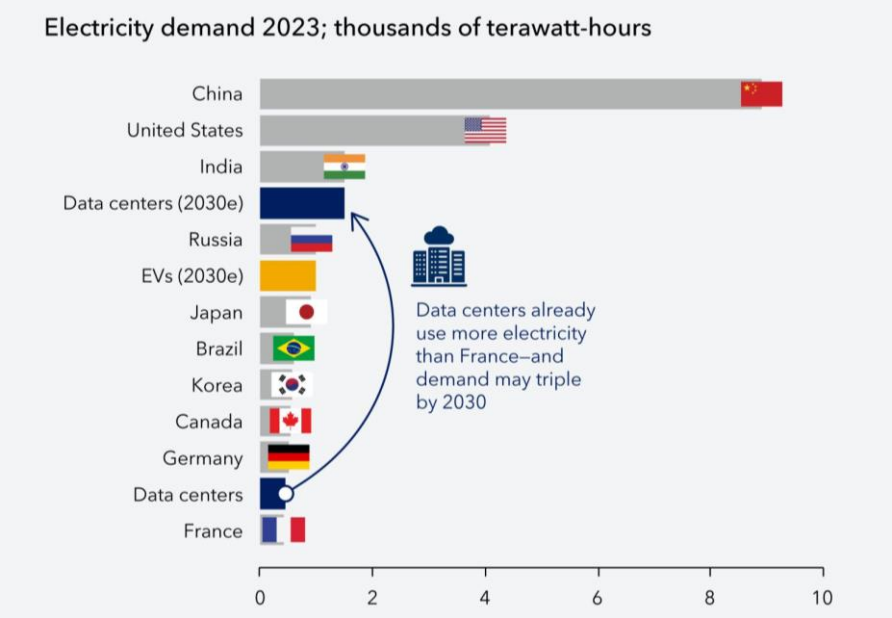


Grafico 34
Fonte: International Energy Agency; Organization of the Petroleum Exporting Countries; IMF

Il grafico pubblicato dal Fondo Monetario Internazionale racconta una trasformazione epocale: nel 2023, il consumo elettrico complessivo dei data center globali ha superato quello della Francia e si è avvicinato a quello della Germania. Ma la traiettoria non si ferma qui: secondo le stime, entro il 2030 la domanda potrebbe triplicare, portando i data center al quarto posto tra i maggiori consumatori mondiali di elettricità, dietro solo a Cina, Stati Uniti e India.

È l'effetto combinato dell'esplosione della domanda di calcolo legata all'intelligenza artificiale, all'adozione diffusa del cloud computing e alla necessità di archiviare e processare volumi sempre crescenti di dati. Un'infrastruttura invisibile ma sempre più centrale, che richiede enormi quantità di energia per alimentare server, sistemi di raffreddamento e operazioni 24/7.

Per dare un'idea della scala del fenomeno, nel 2030 i data center consumeranno circa 1,5 volte l'elettricità prevista per l'intero parco di veicoli elettrici mondiale. Un confronto che evidenzia quanto rapidamente stia mutando il panorama della domanda energetica globale, con il digitale che si configura ormai come uno dei principali driver strutturali.

Questa corsa all'energia pone nuove sfide ai governi e ai regolatori: dall'approvvigionamento sostenibile alla gestione delle reti, fino al rischio di concorrenza tra settori in momenti di stress. In parallelo, si rafforza il legame tra tecnologia e infrastrutture: chi controllerà la capacità di calcolo e l'accesso all'energia, controllerà anche una buona parte dell'economia del futuro.

Euro-dollaro e Nasdaq: segnali divergenti da non ignorare

Il mercato dei cambi e quello azionario si stanno scollegando dai fondamentali

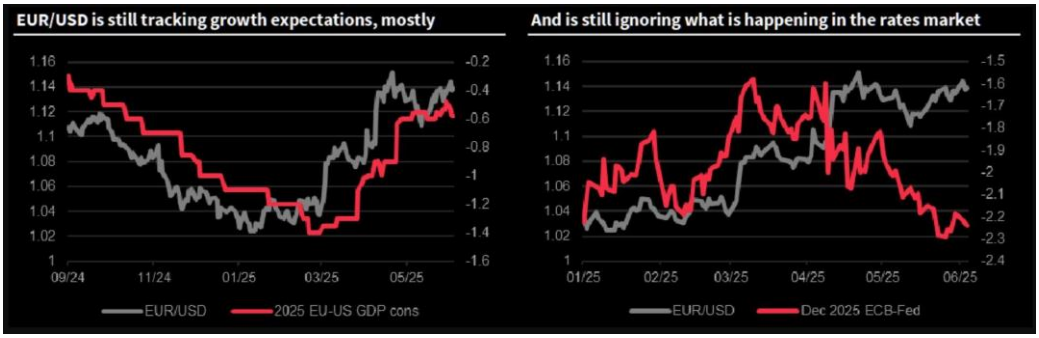


Grafico 35
Fonte: Bloomberg

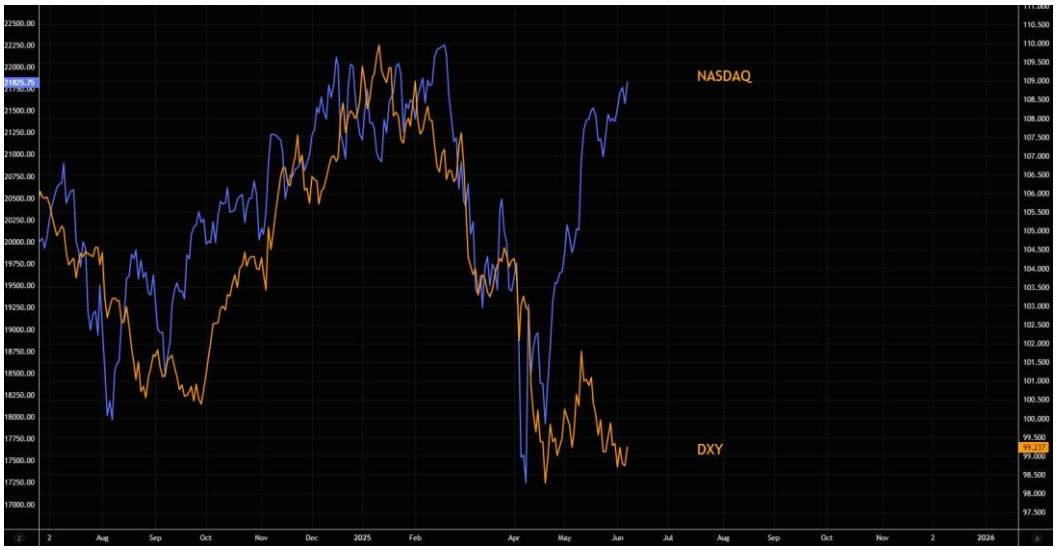


Grafico 36
Fonte: Bloomberg

I grafici suggeriscono un'inquietante divergenza tra fondamentali macroeconomici e comportamento di mercato. Il cambio euro/dollaro (EUR/USD) sta ancora seguendo il differenziale di crescita tra Europa e Stati Uniti, ignorando però il differenziale di tassi tra BCE e Fed. Storicamente, il cambio tende a riflettere entrambi questi driver, ma negli ultimi mesi ha completamente scollegato la sua traiettoria dai tassi attesi, che indicano un vantaggio crescente per il dollaro.

Il primo pannello evidenzia come la moneta unica stia mantenendo una correlazione con le aspettative di crescita relative tra le due aree economiche, mentre il secondo mostra che il differenziale di tassi previsto –

attualmente in espansione a favore del dollaro – viene ignorato. Questa discrepanza potrebbe essere temporanea, ma segnala potenziali rischi di ricalibrazione improvvisa, soprattutto se il mercato tornasse a concentrarsi su ciò che avviene nei rendimenti obbligazionari.

Il secondo grafico rafforza il quadro di disconnessione: l'indice Nasdaq (in arancione) è cresciuto con forza mentre il DXY, l'indice del dollaro statunitense (in blu), ha perso terreno. Storicamente, le due curve tendono a muoversi in direzione simile nei periodi di maggiore risk-on globale, mentre oggi mostrano uno spread crescente. Questo apre due scenari: o il rally tecnologico è eccessivamente ottimista e destinato a correggere, oppure il dollaro è troppo debole rispetto alla resilienza dell'economia americana e ai suoi tassi.

In entrambi i casi, la divergenza tra asset rischiosi e dinamiche valutarie non può durare all'infinito. Il mercato dovrà scegliere quale dei due segnali è quello corretto.

Immigrazione in caduta libera: la vera sfida per l'economia USA

Il calo degli ingressi minaccia crescita, salari e stabilità del dollaro

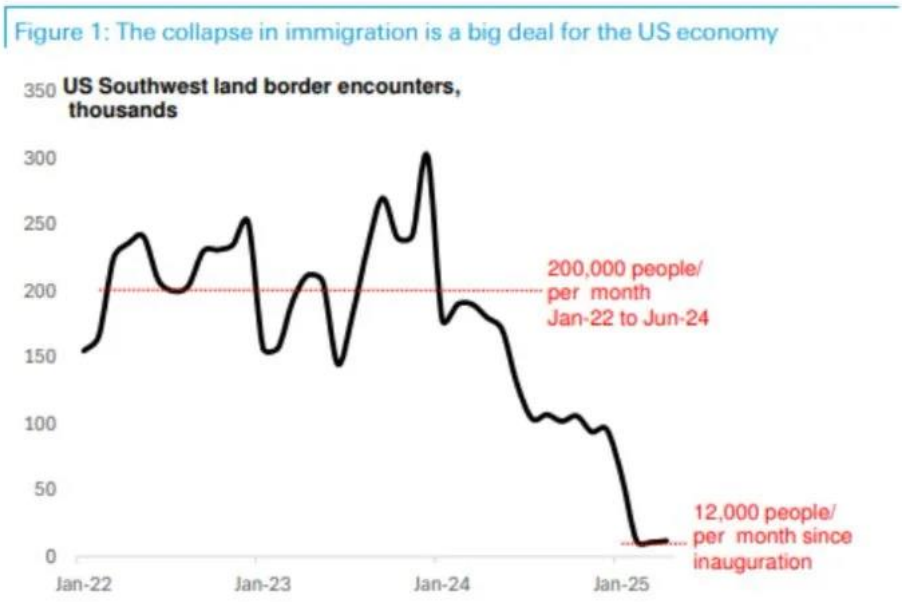


Grafico 37
Fonte: Deutsche Bank, US Customs and Border Patrol

Il grafico mostra un crollo drammatico degli ingressi via terra negli Stati Uniti dal confine sud-occidentale: dai 200.000 arrivi mensili tra il gennaio 2022 e giugno 2024, si è passati a soli 12.000 al mese nel 2025, una contrazione superiore al 90%. Questa non è solo una notizia di cronaca migratoria, ma un vero e proprio shock per l'economia americana. Secondo George Saravelos (Deutsche Bank), mentre l'attenzione mediatica si concentra sui dazi e sulle guerre commerciali, il blocco dell'immigrazione è un evento strutturale potenzialmente molto più destabilizzante.

L'immigrazione è stata una delle principali forze propulsive per l'espansione dell'offerta di lavoro negli Stati Uniti, contribuendo a contenere i salari e mantenere la crescita occupazionale sostenibile. Con oltre 2 milioni di lavoratori in meno all'orizzonte, si rischia ora un'inversione di rotta: da un mix virtuoso di crescita e inflazione moderata, potremmo passare a un contesto di rallentamento dell'offerta con pressioni salariali al rialzo.

Le conseguenze non si fermano al mercato del lavoro. Un'America meno attraente per la manodopera straniera potrebbe subire un colpo alla propria competitività e ai suoi fondamentali macroeconomici. Questo, a sua volta, potrebbe tradursi in pressione ribassista per il dollaro, che storicamente ha beneficiato della capacità del Paese di attrarre lavoratori, capitali e innovazione. Se non si interviene sul fronte dell'offerta, questo tema migratorio rischia di diventare un serio freno strutturale alla crescita statunitense.

Small Cap ai minimi storici contro l'S&P 500

Il rapporto Russell 2000 vs. S&P 500 torna sui livelli della bolla dot-com

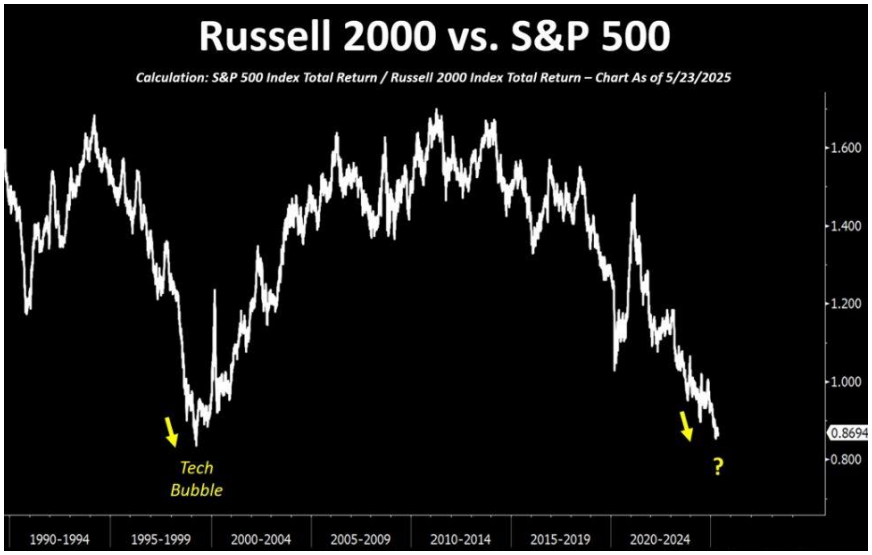


Grafico 38
Fonte: Bloomberg, Otavio Costa (Crescat Capital LLC)

Il grafico mostra la performance relativa dell'indice Russell 2000 rispetto all'S&P 500 aggiornata a fine maggio 2025, e il messaggio è chiaro: i titoli a piccola capitalizzazione sono in forte difficoltà. Il rapporto tra i due indici ha toccato un nuovo minimo, portandosi su livelli che non si vedevano dalla fine degli anni '90, nel pieno della bolla tecnologica. Nonostante il recente rimbalzo generalizzato dei mercati azionari, il segmento small cap sembra restare escluso dal rally, sottoperformando in modo strutturale le large cap statunitensi.

Questa dinamica solleva più di una riflessione. Storicamente, le small cap tendono a sovraperformare nelle fasi iniziali dei cicli economici, quando la crescita accelera e le condizioni finanziarie si allentano. Tuttavia, il contesto attuale – dominato da alti tassi di interesse, inflazione incerta e condizioni di credito più restrittive – penalizza fortemente le imprese più piccole e indebitate, più esposte alla volatilità economica e con minore accesso al capitale.

A ciò si aggiunge un fattore di composizione: l'S&P 500 è oggi trainato da poche mega-cap tecnologiche che continuano a macinare performance, mentre il Russell 2000 è più rappresentativo dell'economia domestica e ciclica americana. Il risultato è un divario crescente nella performance, che ha riportato il rapporto tra gli indici a livelli che, storicamente, hanno coinciso con periodi di rotazione di mercato o cambiamento nel ciclo economico.

La domanda per gli investitori ora è se questo segnale rappresenti un'opportunità contrarian – con le small cap ormai ipervendute – oppure se indichi ancora una persistente fragilità dell'economia sottostante.

Germania ferma

Tra le grandi economie occidentali, è l'unica a non essere cresciuta dopo il COVID

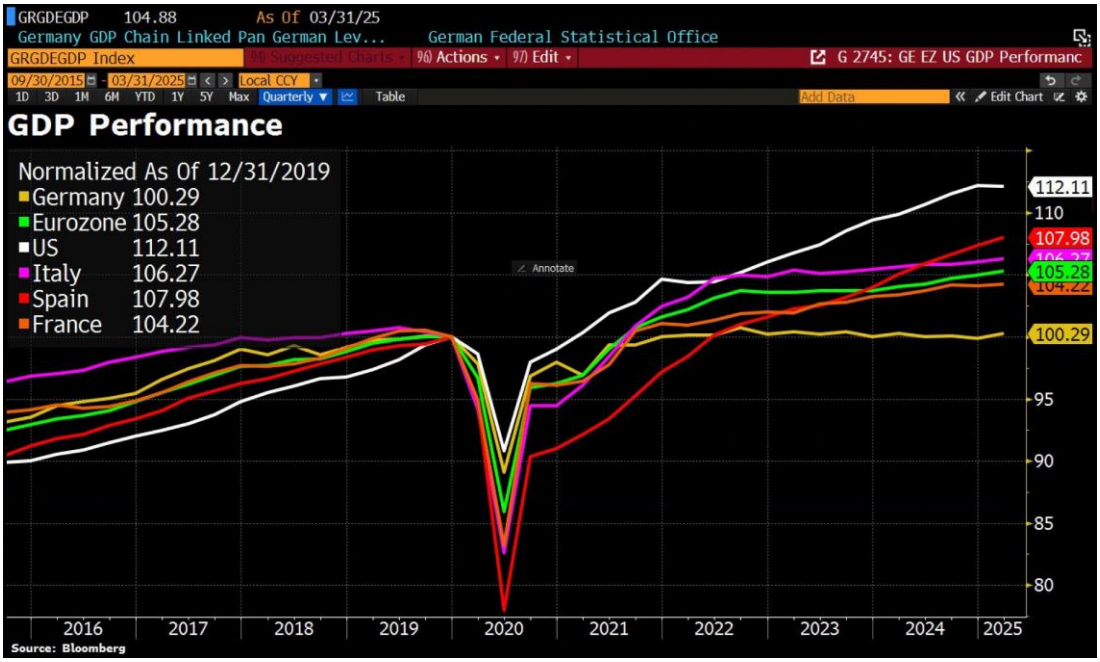


Grafico 39
Fonte: Bloomberg

Il grafico elaborato da Bloomberg mostra chiaramente un'anomalia nel panorama economico occidentale: tra le principali economie mondiali, la Germania è l'unica che, al primo trimestre del 2025, non ha registrato alcuna crescita rispetto ai livelli pre-COVID. Normalizzando il PIL al 100 al 31 dicembre 2019, si osserva che gli Stati Uniti hanno registrato una crescita del 12%, la Spagna dell'8%, l'Italia del 6% e la Francia del 4%. La Germania, invece, è ferma a quota 100,29, praticamente invariata rispetto a cinque anni fa.

Questo dato è tanto sorprendente quanto allarmante. Parliamo della prima potenza manifatturiera d'Europa, un'economia storicamente trainante per l'intero continente, oggi alle prese con una stagnazione prolungata. Le cause sono molteplici: debolezza della domanda esterna, costi energetici più alti post-crisi ucraina, ritardi negli investimenti infrastrutturali, freni normativi e tensioni geopolitiche che hanno penalizzato il modello export-led tedesco.

Mentre le altre economie europee — pur con tutte le loro fragilità — sono riuscite a riprendersi, Berlino sembra bloccata in un ciclo di stagnazione. Questo immobilismo rischia di pesare non solo sulla Germania stessa, ma sull'intera area euro, che da essa dipende in parte per crescita, investimenti e stabilità fiscale.

Ci sono segnali di speranza: riforme in corso, misure industriali e il tentativo di accelerare la transizione digitale e verde. Tuttavia, la Germania è ufficialmente la grande economia che ha tratto meno beneficio dalla ripartenza post-pandemia.

Il commercio globale si contrae di nuovo

Ordini manifatturieri in calo in USA e Cina, ai minimi dal 2020

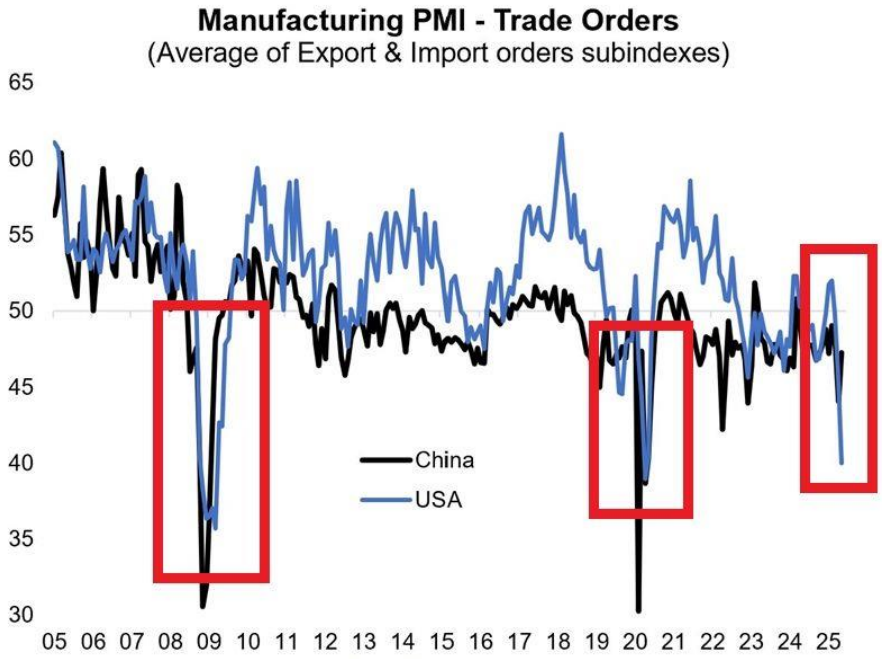


Grafico 40
Fonte: Topdown Charts, LSEG, NBS, ISM

Il commercio globale sta vivendo una nuova fase di debolezza, e i segnali arrivano chiari dai due principali attori dell'economia mondiale: Stati Uniti e Cina. Il grafico mostra l'andamento del PMI manifatturiero legato al commercio — ossia la media tra ordini di esportazione e importazione — e il quadro che emerge è preoccupante. Entrambe le curve, quella nera per la Cina e quella blu per gli Stati Uniti, sono scese sotto la soglia dei 50 punti, indicando una contrazione dell'attività commerciale. Non è la prima volta che assistiamo a una simile caduta: gli altri due precedenti evidenziati nel grafico, il 2008 e il 2020, coincidono con momenti di crisi globale profonda.

Nel 2024-2025 stiamo osservando un terzo episodio, che non può essere liquidato come semplice volatilità ciclica. Piuttosto, riflette l'effetto combinato di diversi fattori: il rallentamento della domanda globale, l'impatto ritardato delle politiche monetarie restrittive, la normalizzazione delle scorte dopo i picchi post-COVID, e un contesto geopolitico più frammentato, segnato da tensioni commerciali e crescente protezionismo.

I produttori internazionali sembrano aver cambiato mentalità: invece di posizionarsi per un'espansione della domanda, stanno ridimensionando aspettative e capacità. Questo atteggiamento si riflette nei nuovi ordini in calo, che trascinano l'intero comparto manifatturiero. In un mondo sempre più multipolare e meno integrato dal punto di vista commerciale, la frenata della globalizzazione inizia a lasciare segni tangibili nei dati.

La questione non è più se vi sarà un rallentamento, ma quanto a lungo potrà durare e quale sarà il nuovo equilibrio del commercio internazionale. Se la domanda non rimbalza, la manifattura globale rischia una stagnazione prolungata.

Il vero rischio fiscale globale? Gli Stati Uniti

Nel 2025 pagherà più interessi sul debito, in rapporto al PIL, di quasi tutti i paesi OCSE

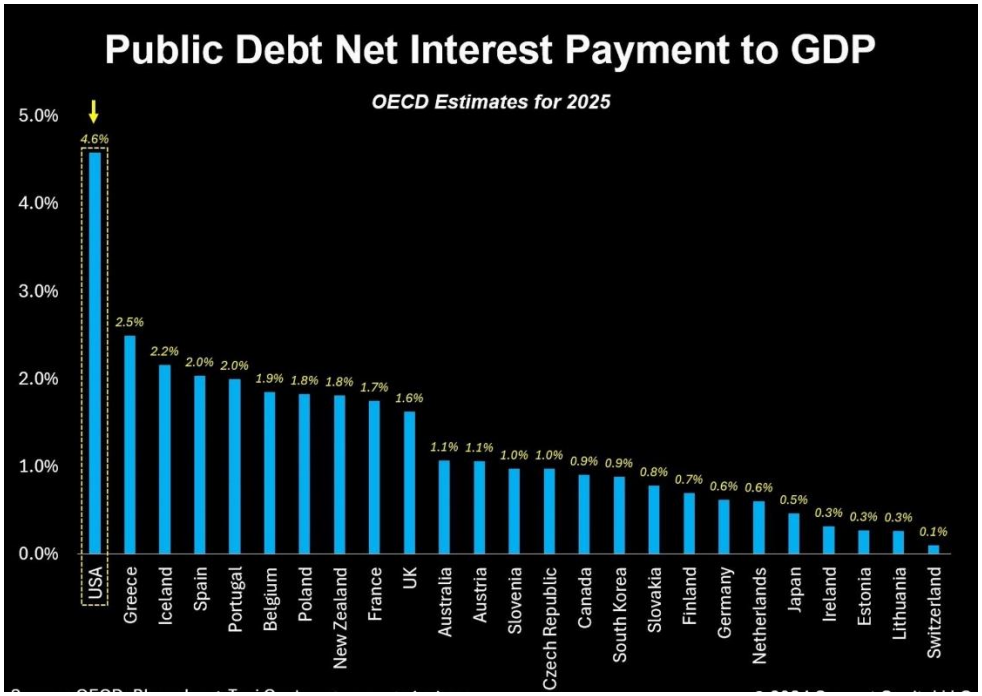


Grafico 41
Fonte: Bloomberg, Otavio Costa (Crescat Capital LLC)

Un indicatore spesso sottovalutato della sostenibilità fiscale è il costo netto degli interessi sul debito pubblico in rapporto al PIL. Secondo le stime OCSE per il 2025, gli Stati Uniti si collocano in cima alla classifica, con una quota pari al 4,6% del prodotto interno lordo. Questo livello è superiore non solo a quello dei principali paesi avanzati, ma anche a quello di molte economie considerate strutturalmente più fragili. Grecia, Islanda e Spagna — spesso evocate come simboli di vulnerabilità fiscale — spendono meno per interessi in percentuale del proprio PIL rispetto a Washington.

La ragione è duplice. Da un lato, l'elevato livello assoluto di debito pubblico americano, che ha continuato ad aumentare anche dopo il termine delle misure emergenziali legate al COVID. Dall'altro, un regime di tassi d'interesse più alto e persistente, che sta rapidamente trasformando il carico di interessi in una voce di bilancio insostenibile. La politica fiscale espansiva degli Stati Uniti si è mantenuta aggressiva anche in un contesto di piena occupazione, aggravando ulteriormente la dinamica del debito.

In questo scenario, le preoccupazioni sul rischio fiscale americano non sono più un tema da analisti "pessimisti", ma un dato oggettivo. Se fino a pochi anni fa il costo del debito era una voce marginale, oggi sta diventando centrale nel dibattito macroeconomico. L'instabilità politica interna, la polarizzazione fiscale e il ricorso strutturale al deficit stanno minando quella che un tempo era considerata la "safe haven economy" per eccellenza.

Hedge fund al limite: leva ai massimi storici

Lo squilibrio tra leva lorda e leva netta aumenta il rischio di forti movimenti nei mercati

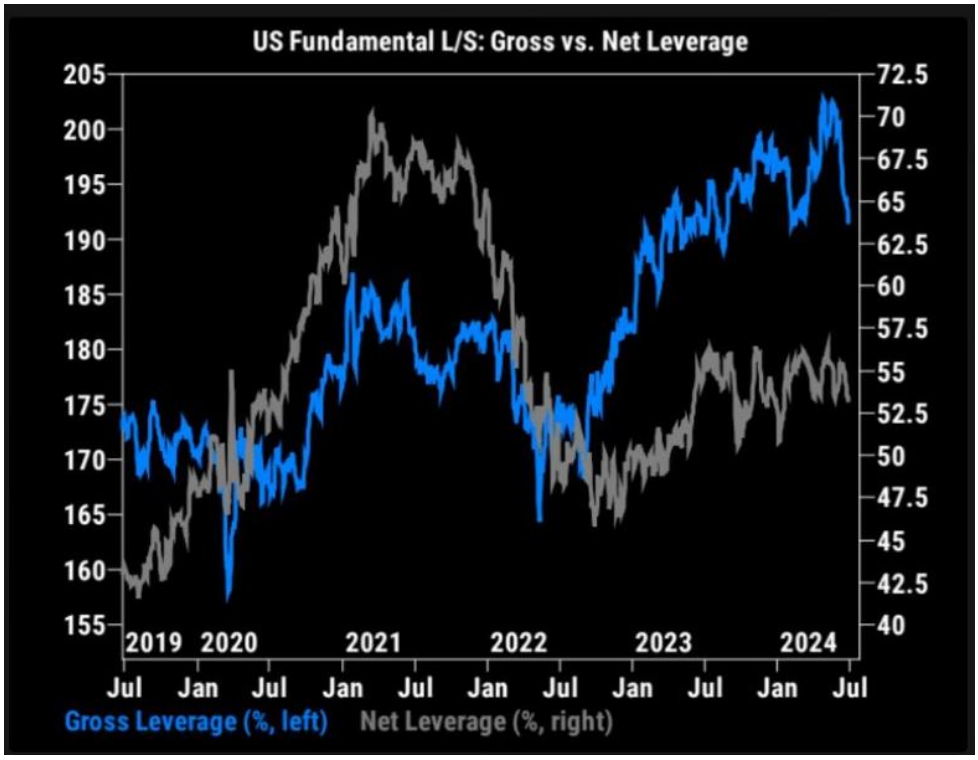


Grafico 42
Fonte: Goldman Sachs

La leva finanziaria è uno strumento potente, ma in contesti di tensione può trasformarsi in una minaccia per la stabilità dei mercati. Il grafico mostra un segnale rilevante: la leva lorda degli hedge fund statunitensi (linea blu) ha raggiunto livelli record, vicini al 99° percentile storico. Ciò indica una forte esposizione ai mercati, ma in modo neutrale: la leva netta (linea grigia), che rappresenta la componente direzionale, è infatti rimasta bassa e recentemente è crollata.

Questo scollamento suggerisce che i fondi siano molto esposti su entrambi i lati del mercato, ma senza una visione chiara. Un comportamento del genere, spesso legato a strategie di arbitraggio o copertura, può aumentare la fragilità del sistema: se il mercato si muove bruscamente, i fondi potrebbero dover ridurre l'esposizione in fretta, generando turbolenze.

Una dinamica simile si è già vista in passato, spesso in prossimità di forti rotazioni o stress di mercato. La leva lorda elevata segnala un uso massiccio del credito, ma senza direzione. Se la leva netta dovesse improvvisamente risalire, i flussi risultanti potrebbero amplificare i movimenti dei prezzi, in entrambe le direzioni. In un contesto di incertezza macroeconomica, uno squilibrio come questo aumenta il rischio sistemico. La leva funziona finché resta sotto controllo. Quando riflette posizionamenti forzati, può diventare una fonte di instabilità per tutto il mercato.

Tagli oggi, austerità domani

La manovra fiscale americana anticipa sconti fiscali, ma lascia al futuro i costi

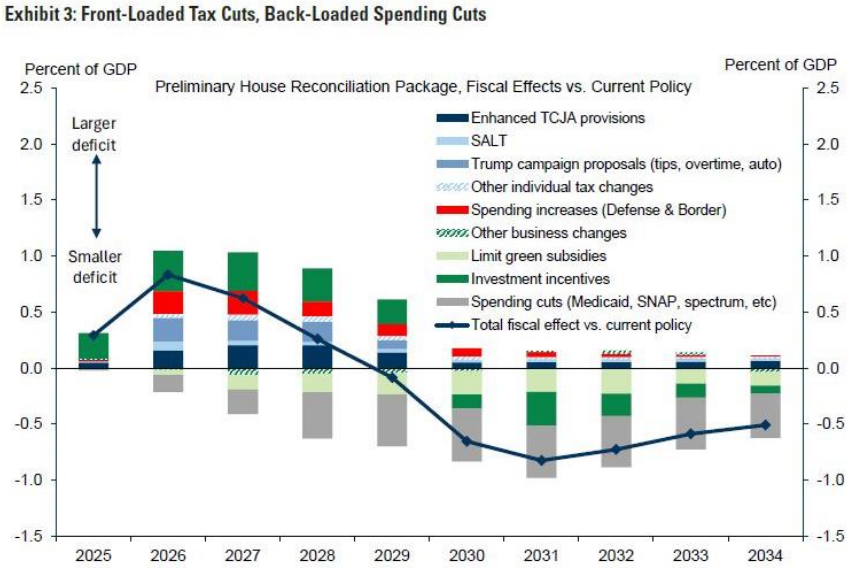


Grafico 43

Fonte: Goldman Sachs Investment Research, Congressional Budget Office, Joint Committee on Taxation

Il grafico, elaborato da Goldman Sachs con dati del Congressional Budget Office, illustra una dinamica fiscale classica ma potenzialmente rischiosa: benefici immediati sotto forma di tagli fiscali, con costi rimandati nel tempo attraverso tagli alla spesa pubblica. Il risultato è una fase iniziale di ampliamento del deficit, seguita da un forte freno fiscale negli anni successivi, proprio quando una nuova amministrazione sarà in carica.

Dal 2025 al 2029, il "Big Beautiful Bill" prevede un allargamento del disavanzo fino a oltre l'1% del PIL, guidato dalla proroga del TCJA, dalla deduzione SALT e da ulteriori misure fiscali proposte. A ciò si sommano spese aggiuntive per difesa e infrastrutture. Ma dal 2030, i tagli alla spesa sociale e agli investimenti pubblici dominano la scena, invertendo la direzione della politica fiscale.

Il problema non è solo nel contenuto delle misure, ma nella loro tempistica: si stimola l'economia quando è già in fase espansiva, e si frena quando potrebbe aver bisogno di sostegno. Così, chi sarà alla Casa Bianca dopo il 2029 erediterà un vincolo fiscale stringente in un contesto già fragile.

Con un debito elevato e tassi reali restrittivi, il fiscal drag post-2029 rischia di frenare la crescita. L'equilibrio tra espansione e disciplina potrebbe rivelarsi più difficile da gestire di quanto sembri oggi.

Squilibrio storico nel mercato immobiliare USA

I venditori superano nettamente gli acquirenti per la prima volta dal post-pandemia

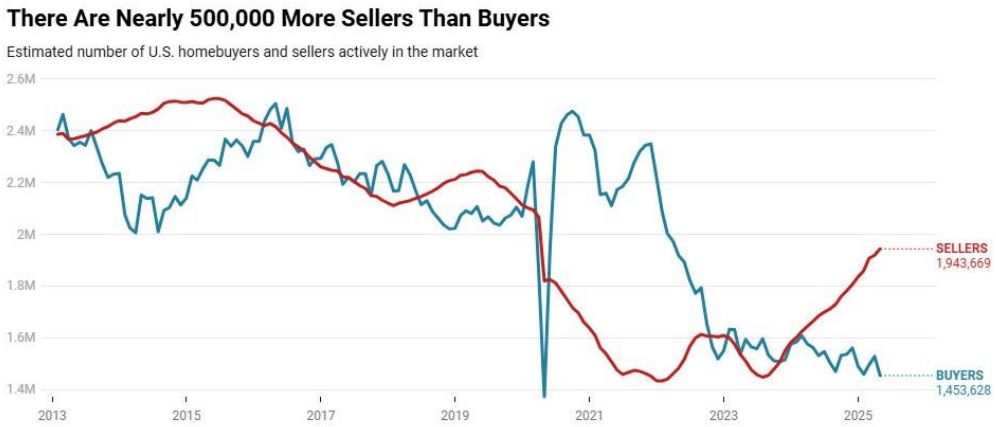


Grafico 44
Fonte: Redfin

Il mercato immobiliare statunitense si trova in una fase inedita: per la prima volta dal 2021, il numero di venditori attivi ha superato quello degli acquirenti di oltre 490.000 unità. Come mostra il grafico, questa divergenza si è ampliata negli ultimi mesi, segnando una netta inversione di tendenza rispetto agli anni della pandemia, quando l'eccesso di domanda e i tassi bassissimi avevano spinto i prezzi e le transazioni a livelli record.

Il boom dell'era pandemica era alimentato da condizioni straordinarie: mutui a tasso vicino allo zero, incentivi fiscali, desiderio di spazi più ampi. Ora, però, con l'aumento dei tassi e l'inflazione che erode il potere d'acquisto, molti potenziali compratori si sono ritirati dal mercato. Di contro, l'offerta di case in vendita è cresciuta, complici l'esigenza di liquidità e il cambio delle priorità familiari o lavorative.

Questo squilibrio non è solo numerico, ma psicologico: il sentiment degli acquirenti è ai minimi, mentre i venditori fanno fatica ad adattare le aspettative di prezzo a una domanda in calo. Se questa dinamica persisterà, potremmo assistere a un riaggiustamento dei prezzi o a un raffreddamento prolungato dell'attività, con implicazioni per il settore edilizio e per la ricchezza delle famiglie americane.

Il Tesoro USA interviene in forze sul mercato

Riacquistati 10 miliardi di debito: è il massimo registrato da inizio programma

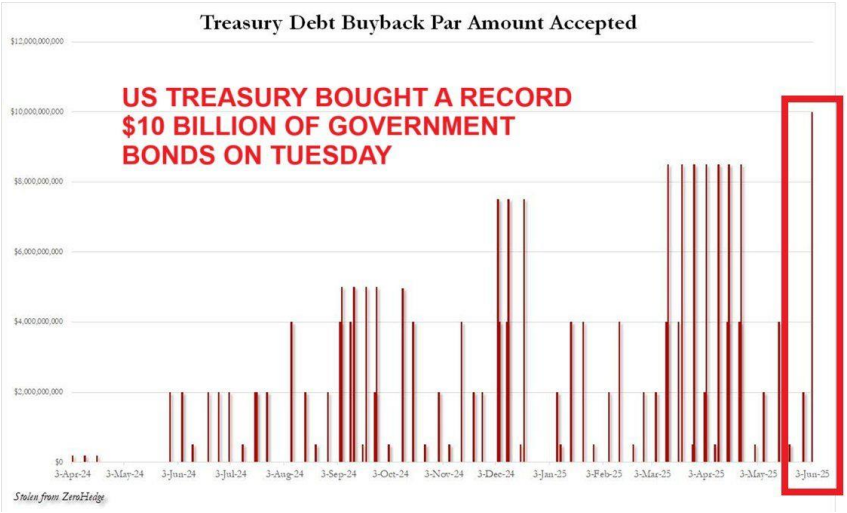


Grafico 45
Fonte: Global Market Investor, ZeroHedge

Il Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti ha segnato un nuovo record nel suo programma di riacquisto di titoli di Stato, acquistando in una sola giornata 10 miliardi di dollari di debito. È il livello più alto mai registrato da quando queste operazioni sono riprese nel 2024, e rappresenta un segnale evidente dell'attivismo crescente da parte del Tesoro nel cercare di stabilizzare il mercato obbligazionario.

Come mostra il grafico di ZeroHedge, i volumi di buyback sono aumentati costantemente negli ultimi mesi. Queste operazioni sembrano mirare a contenere la volatilità dei rendimenti, in un contesto segnato da deficit elevati e pressione sui conti pubblici.

L'intervento non è solo tecnico: segnala una risposta implicita a un mercato sotto tensione. I Treasury hanno mostrato forti oscillazioni, complici l'incertezza sulla politica monetaria e la crescente attenzione alla sostenibilità fiscale.

Anche il trend di riacquisti da parte delle aziende è in crescita, ma la strategia solleva dubbi sulla sua efficacia di lungo periodo.

In sintesi, il Tesoro è ormai un attore diretto nel mercato. Riduce l'offerta netta di titoli e supporta la domanda, ma resta da vedere se riuscirà a contenere davvero le pressioni sui rendimenti o se si tratta solo di un sollievo temporaneo.

La corsa all'oro delle banche centrali si fa silenziosa

Secondo Bloomberg, gran parte degli acquisti di oro non viene dichiarata

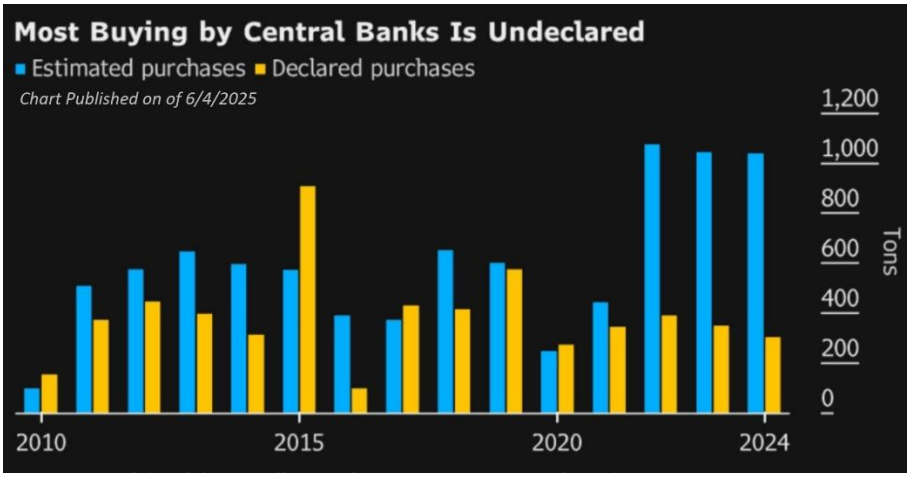


Grafico 46
Fonte: World Gold Council, Metals Focus, IMF, IFS, Bloomberg

Un'ondata silenziosa sta attraversando i mercati globali: le banche centrali stanno acquistando oro in quantità molto superiori a quanto ufficialmente dichiarato. Come mostra il grafico pubblicato da Bloomberg, nel 2024 gli acquisti stimati hanno superato di quasi quattro volte quelli resi pubblici. Una dinamica che si è intensificata negli ultimi anni, segnando una rottura rispetto alle prassi storiche di trasparenza.

Dietro questi acquisti non dichiarati si cela una profonda trasformazione geopolitica e finanziaria. L'oro viene sempre più visto come un bene rifugio contro l'instabilità monetaria, le tensioni tra blocchi economici e il crescente utilizzo del dollaro come leva di politica estera. Non sorprende che tra i maggiori acquirenti figurino economie emergenti e Paesi che cercano di ridurre la propria esposizione al sistema finanziario occidentale.

Il caso della Cina è emblematico: nel 2015 dichiarò ufficialmente l'acquisto di oltre 600 tonnellate di oro, accumulate però nei sei anni precedenti in totale riservatezza. È probabile che strategie simili siano in atto anche oggi.

Questa corsa all'oro sottotraccia suggerisce un sistema finanziario che si sta lentamente riallineando. L'oro, un tempo relegato a ruolo marginale nei portafogli delle banche centrali, torna protagonista in un contesto dove la fiducia nelle valute fiat è sotto pressione.

In sintesi, i dati ufficiali raccontano solo una parte della storia. La vera corsa all'oro si sta svolgendo lontano dai riflettori.

Private Equity: l'assicurazione come leva di crescita

Apollo e KKR allungano i bilanci con modelli assicurativi

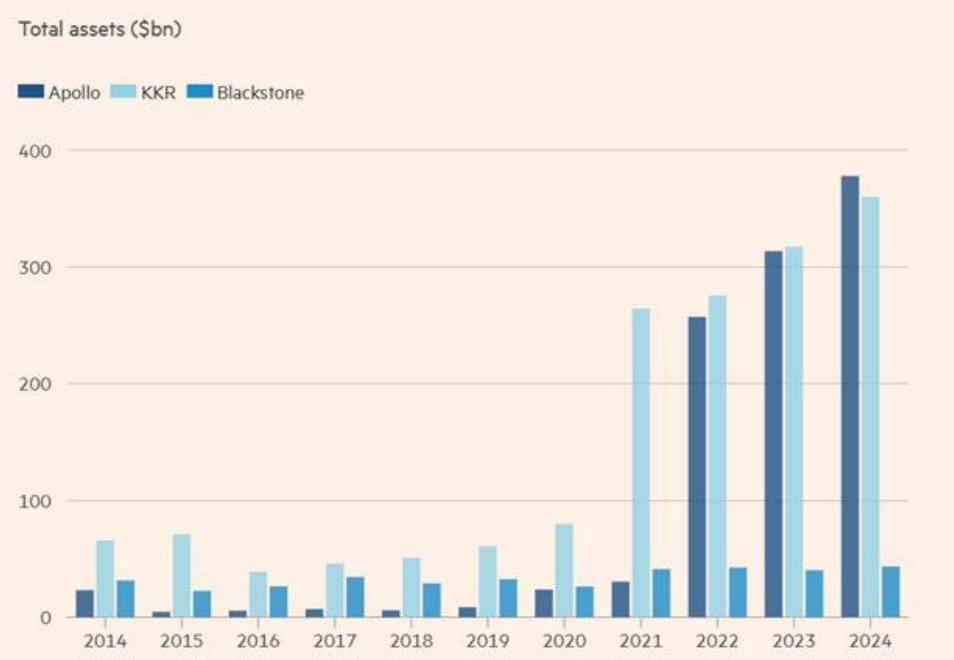


Grafico 47
Fonte: Financial Times, Source S&P Capital IQ

Il panorama del private equity sta vivendo una trasformazione silenziosa ma profonda. Mentre Blackstone, leader del settore, mantiene un modello basato su commissioni di gestione tradizionali, i rivali Apollo e KKR hanno intrapreso una strada diversa, ampliando i propri bilanci attraverso attività assicurative.

Come mostra il grafico del *Financial Times*, il patrimonio totale di Apollo e KKR è aumentato vertiginosamente dopo l'ingresso nel settore assicurativo. A partire dal 2021, l'integrazione di queste attività ha trasformato i loro modelli operativi: più leva finanziaria, esposizione diretta a flussi assicurativi e capitali più stabili, ma anche rischi più strutturali. Apollo ha fatto da apripista, adottando un approccio che ricorda quello di una banca: redditività costante grazie ai premi assicurativi, ma con una struttura più complessa e regolamentata.

KKR ha seguito con una logica simile, ispirandosi al modello di Berkshire Hathaway: detenere assicurazioni per finanziare investimenti di lungo periodo. In entrambi i casi, l'obiettivo è sopperire alla crescente scarsità di opportunità ad alto rendimento nel mercato, massimizzando la redditività su ogni asset posseduto.

Blackstone, al contrario, ha scelto la via della leggerezza patrimoniale, puntando sulla distribuzione e sulla gestione fee-based. L'azienda ha evitato il settore assicurativo, ritenendolo poco trasparente e rischioso in caso di crisi di mercato. Secondo il management, un business fondato su commissioni garantisce valutazioni più elevate e minori complicazioni regolatorie.

Il prezzo dei pannelli solari è ai minimi storici

L'energia pulita non è più solo sostenibile: è anche la più economica

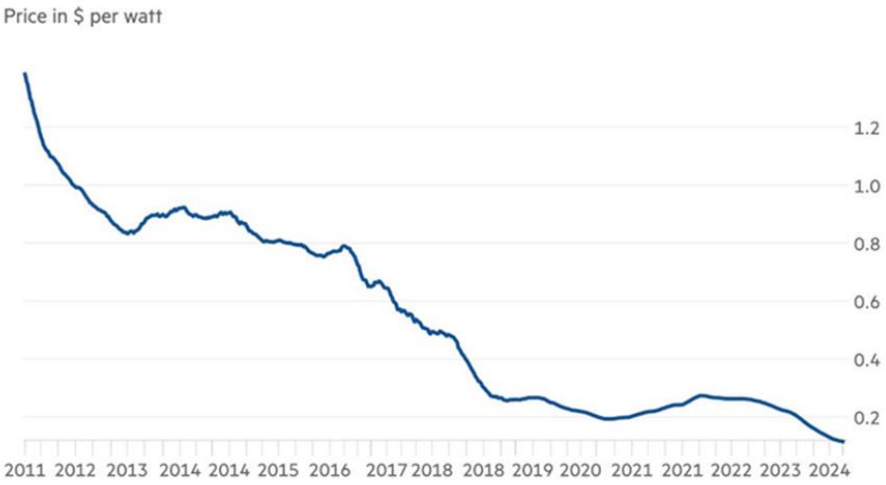


Grafico 48
Fonte: Financial Times, BloombergNEF

Il crollo del costo dei pannelli solari rappresenta una delle trasformazioni più profonde nell'economia dell'energia dell'ultimo decennio. Come mostra il grafico, il prezzo per watt dei moduli in silicio monocristallino è passato da oltre 1,20 dollari nel 2011 a meno di 0,15 dollari nel 2024, un calo che segna un minimo storico e ridefinisce completamente la competitività delle rinnovabili.

Questa discesa impressionante è stata resa possibile da una combinazione di fattori strutturali: la massiccia produzione su scala globale, guidata in particolare dalla Cina; i continui progressi tecnologici che hanno migliorato l'efficienza e la durata dei moduli; la riduzione dei costi dei materiali e delle catene di fornitura; e un quadro politico internazionale sempre più orientato alla decarbonizzazione.

Oggi, questo non è solo un tema di prezzo. È un punto di svolta per l'intero settore energetico globale. La cosiddetta grid parity – il momento in cui le rinnovabili sono competitive con le fonti fossili senza sussidi – è stata raggiunta in molti mercati. I paesi emergenti, grazie al basso costo d'ingresso, possono ora adottare direttamente soluzioni pulite e distribuite, saltando le fasi intermedie del passato. E gli investimenti nella transizione energetica, anche in ambito infrastrutturale, stanno accelerando.

In sintesi, l'energia solare non è più una scommessa verde per il futuro, ma una realtà concreta, guidata da logiche di efficienza e vantaggio economico. Con prezzi a questi livelli, la domanda non potrà che crescere.

I fondi sistematici stanno tornando a comprare

Con la volatilità in calo, le strategie quantitative aumentano l'esposizione

Grafico 49
Fonte: ZeroHedge

Il grafico mostra un'interessante relazione tra la volatilità realizzata dell'S&P 500 e il posizionamento dei fondi sistematici (quant). Queste strategie, spesso automatizzate, regolano la loro esposizione al mercato in funzione della volatilità: quando quest'ultima diminuisce, aumentano il rischio e comprano; quando invece cresce, riducono l'esposizione e vendono. La correlazione tra questi due indicatori è fortemente negativa (circa -77%), come evidenziato nel grafico.

Attualmente, la volatilità realizzata a un mese sull'S&P 500 è in fase discendente, e i fondi sistematici hanno ripristinato livelli di esposizione quasi neutrali, cioè in linea con il loro standard di lungo periodo. Questo comportamento non è casuale: è proprio la bassa volatilità che consente alle strategie quantitativamente guidate di aumentare il rischio senza eccedere nei parametri di rischio imposti dai loro modelli. Il rientro verso livelli medi di posizionamento indica che, nel breve termine, questi fondi stanno sostenendo il mercato.

Questa dinamica può contribuire a spiegare la resilienza dell'azionario in presenza di altri segnali macro incerti. Tuttavia, è bene ricordare che si tratta di flussi tecnici e reattivi: in caso di un ritorno improvviso della volatilità, l'effetto potrebbe invertirsi rapidamente. I fondi quant non ragionano sullo scenario macro, ma seguono meccanicamente le condizioni di mercato. Per ora, però, il messaggio è chiaro: finché la volatilità resta contenuta, il sostegno dei sistematici resta attivo.

Lo spread CDS a 5 anni USA sale ai livelli di Italia e Grecia

Cresce il costo dell'assicurazione sul debito sovrano americano

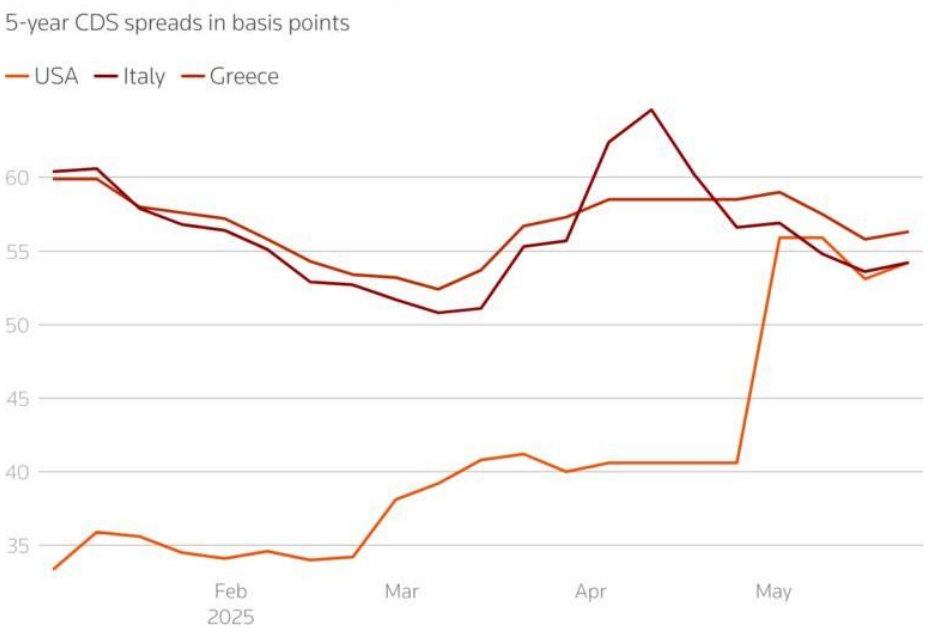


Grafico 50
Fonte: Panmure Liberum estimates, Bloomberg

Il costo per assicurarsi contro un possibile default del Tesoro statunitense è salito a circa 50 punti base annui, un livello sorprendentemente vicino a quello registrato da economie percepite come più fragili, come l'Italia e la Grecia. Lo mostra il grafico dei CDS a 5 anni, uno degli strumenti principali usati dal mercato per misurare il rischio di credito sovrano.

Sebbene gli Stati Uniti restino formalmente l'emittente più sicuro al mondo, la recente impennata del CDS riflette una crescente preoccupazione per la sostenibilità fiscale del Paese. Il peggioramento della posizione debitoria, i deficit persistenti e le tensioni politiche legate ai limiti del debito contribuiscono a erodere la fiducia degli investitori internazionali.

Il confronto con Italia e Grecia è particolarmente eloquente: mentre quei Paesi sono da tempo considerati ad alto rischio e quindi soggetti a premi elevati per il rischio di default, è inusuale che il costo per assicurarsi contro il default statunitense si muova nella stessa fascia. Non è ancora una crisi conclamata, ma è un chiaro segnale di disagio.

Il mercato sta iniziando a prezzare lo scenario in cui la politica fiscale americana, se non corretta, possa compromettere la reputazione storica degli Stati Uniti come rifugio sicuro. Non è la Grecia, certo. Ma quando il rischio percepito si avvicina a quello di Paesi con precedenti turbolenti sul debito, è un campanello d'allarme da non ignorare.

Perdite latenti da record nelle banche USA

Oltre 500 miliardi di dollari in rosso pesano ancora sul sistema finanziario

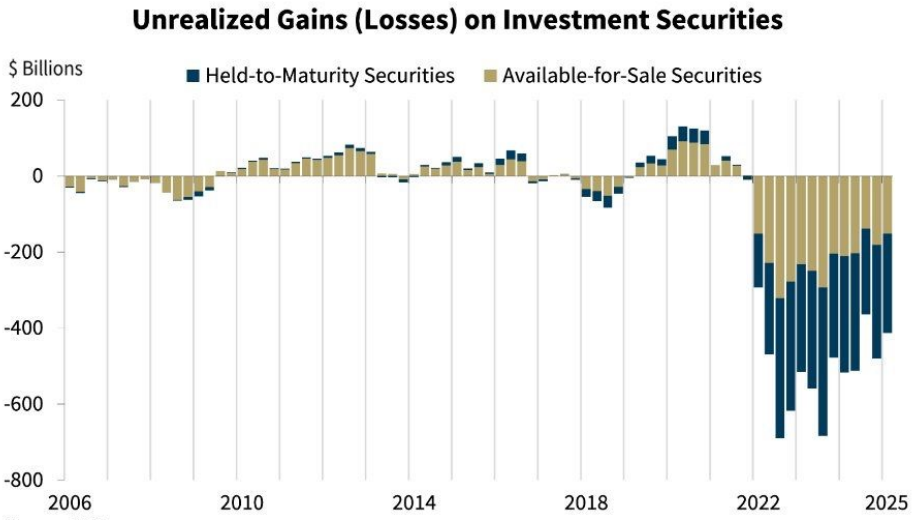


Grafico 51
Fonte: FDIC

Le banche americane stanno affrontando una crisi silenziosa ma significativa: più di 500 miliardi di dollari di perdite non realizzate su titoli detenuti a bilancio, in particolare su obbligazioni classificate come "held-to-maturity" (HTM) e "available-for-sale" (AFS). Il grafico della FDIC mostra come questa tensione latente, iniziata con l'impennata dei tassi d'interesse a partire dal 2022, non si sia ancora risolta.

Le perdite non realizzate riflettono la differenza tra il valore di mercato e il valore contabile dei titoli in portafoglio. Questo fenomeno si è accentuato negli ultimi anni a causa del rapido aumento dei rendimenti obbligazionari, che ha ridotto sensibilmente i prezzi delle obbligazioni a lunga scadenza già presenti nei bilanci bancari.

Sebbene queste perdite non abbiano un impatto immediato sugli utili, rappresentano un serio problema di bilancio, soprattutto in caso di necessità di liquidità o pressioni sul capitale. Il fallimento di alcune banche regionali nel 2023 ha già dimostrato come il disallineamento tra duration degli attivi e dei passivi possa portare a situazioni di stress sistemico.

Il sistema bancario statunitense rimane quindi esposto a un rischio strutturale: finché i tassi resteranno elevati e i titoli continueranno a essere contabilizzati a costi storici, il peso di queste perdite continuerà a limitare la capacità di prestito e di manovra delle banche. Un'eventuale normalizzazione dei tassi potrebbe alleviare la pressione, ma il processo sarà graduale.

Spesa per interessi USA

Sempre più entrate fiscali assorbite dal costo del debito

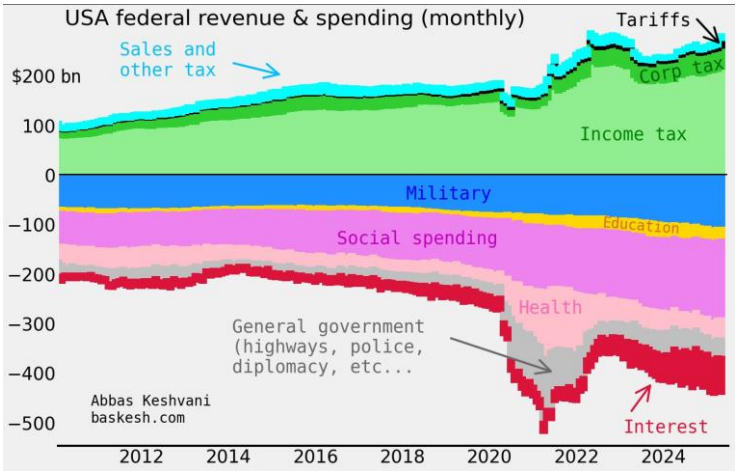


Grafico 52
Entrate e spese del governo degli Stati Uniti

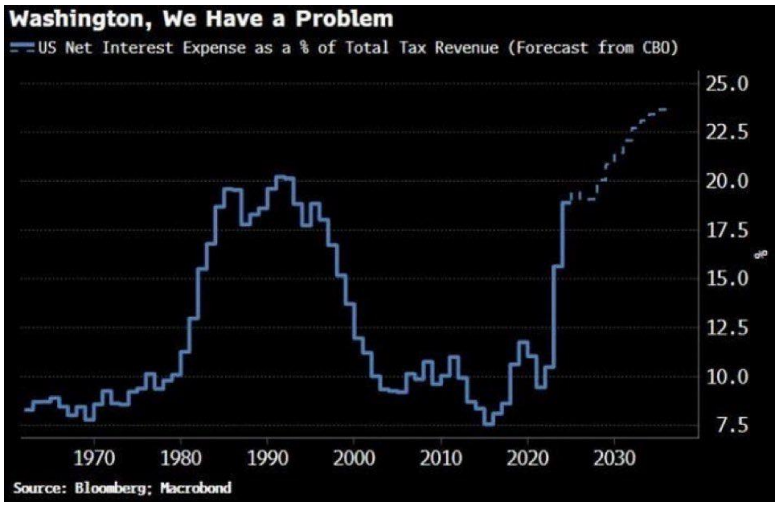


Grafico 53
Fonte: Bloomberg

Gli Stati Uniti stanno affrontando un deterioramento strutturale del bilancio pubblico. I due grafici presentati raccontano una storia preoccupante: da un lato, la crescita esplosiva della spesa pubblica – in particolare per sanità, sussidi sociali e interessi – sta allargando il divario tra entrate e uscite; dall'altro, il Congressional Budget Office (CBO) prevede che il peso degli interessi sul debito supererà il 22% delle entrate fiscali nei prossimi anni.

Questo livello di pressione fiscale non si vedeva dagli anni '80, quando i tassi d'interesse erano a doppia cifra. Oggi, invece, la dinamica è guidata principalmente dall'accumulo di debito e da un costo medio del rifinanziamento che resta elevato, anche se i tassi non sono più ai massimi. Il problema non è solo

congiunturale: si tratta di una traiettoria che, in assenza di interventi, appare destinata a peggiorare nel prossimo decennio.

La composizione della spesa federale mostra quanto lo spazio di manovra si sia ristretto. Le componenti più flessibili – investimenti pubblici, difesa, istruzione – occupano quote sempre più marginali, mentre sanità, previdenza sociale e interessi rappresentano costi strutturali difficilmente comprimibili.

Il rischio? Una "crowding-out" delle politiche pubbliche e della capacità di risposta agli shock futuri. Se una quota crescente delle entrate viene utilizzata per pagare il passato (interessi), ne resta sempre meno per finanziare il futuro.

Paolo Pescetto
Founder & Presidente

Professore di Strategia d'Impresa al MIP (Milan Polytechnic School of Management) e all'Università di Genova e lecture of finance alla Bocconi. Vanta più di 10 anni di esperienza nel M&A con Arkios Italy S.p.A. ed oltre 15 anni di esperienza nella Consulenza Strategica con The Boston Consulting Group e con Value Partners.

Andrea Rossotti
Founder & CEO

Laureato in Ingegneria Gestionale presso l'Università di Genova, ha conseguito una specializzazione in M&A e Project Financing presso la LUISS Guido Carli di Roma. Vanta oltre 15 anni di esperienza in M&A con la boutique di advisory Arkios Italy di cui è fondatore. Ha ricoperto diversi ruoli direzionali operativi in multinazionali italiane.

Thomas Avolio
Principal

Laureato in Economia e Commercio presso l'Università di Genova, ha conseguito una specializzazione in Finanza e Mercati presso la l'Università Carlo Cattaneo di Castellanza. Vanta diversi anni di esperienza nei mercati in CACEIS Bank e nel Private Equity con Redfish, dove ricopre ruoli direzionali nei Board delle Partecipate.

Dichiarazione generale:

Questo materiale è fornito esclusivamente a scopo informativo e non costituisce consulenza in materia di investimenti, una raccomandazione o un'offerta o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli a qualsiasi persona in qualsiasi giurisdizione in cui un'offerta, una sollecitazione, un acquisto o una vendita sarebbero illegali secondo le leggi sui titoli di tale giurisdizione. Questo materiale può contenere stime e dichiarazioni previsionali, che possono includere previsioni e non rappresentano una garanzia di performance futura. Queste informazioni non sono intese come complete o esaustive e non si rilasciano dichiarazioni o garanzie, esplicite o implicite, circa l'accuratezza o la completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le opinioni espresse sono aggiornate ad agosto 2023 e sono soggette a modifiche senza preavviso. Fare affidamento sulle informazioni contenute in questo materiale è a esclusiva discrezione del lettore. Investire comporta rischi.

RedFish Capital Partners

investor.relations@redfish.capital

www.redfish.capital