

## Eventi Principali

### Azimut Global Network

- \* Milan
- \* Abu Dhabi
- \* Austin
- \* Cairo
- \* Chicago
- \* Dubai
- \* Dublin
- \* Hong Kong
- \* Estoril
- \* Istanbul
- \* Lugano
- \* Luxembourg
- \* Mexico City
- \* Miami
- \* Monaco
- \* New York
- \* Santiago
- \* São Paulo
- \* Shanghai
- \* Singapore
- \* St Louis
- \* Sydney
- \* Taipei



## CHI EMETTE E CHI INCASSA ASSEGNI, E L'IMPATTO DEGLI ETF A LEVA

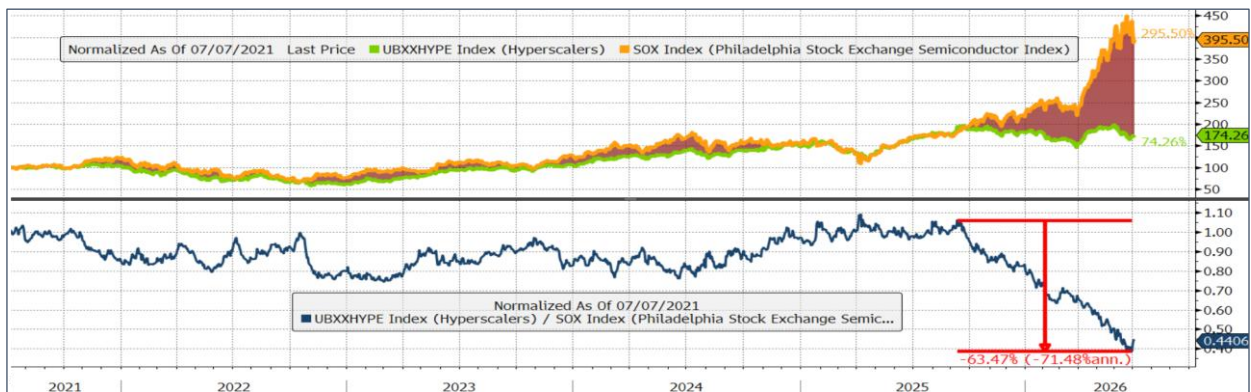
- Il recente rally azionario è stato fortemente concentrato sui semiconduttori, beneficiando dell'ingente allocazione di capex da parte degli hyperscaler e dei colli di bottiglia nell'offerta di memorie.
- Il boom nell'utilizzo di ETF a leva - la maggior parte dei quali focalizzati sui semiconduttori - ha ulteriormente alimentato il mercato rialzista, ma rappresenta anche la causa primaria della recente e accentuata volatilità sui medesimi titoli.
- Sebbene sia possibile che la recente volatilità si atteni grazie a una salutare rotazione settoriale, è di fondamentale importanza monitorare se gli hyperscaler confermeranno o meno i propri impegni di investimento nell'IA, poiché ciò potrebbe costituire una fonte di rinnovata volatilità.

Dopo alcuni mesi di guadagni frenetici, i mercati azionari sono entrati in una fase di consolidamento, prendendo una pausa dopo i consistenti rialzi registrati da un numero ristretto di titoli e sottosettori.

**Il rally del secondo trimestre è stato in effetti estremamente concentrato:** mentre l'indice MSCI All Country World è salito del 14,5% in dollari USA, il settore tecnologico ha registrato un rendimento del 38,9% - più del triplo rispetto al secondo settore per performance, gli industriali. Anche all'interno del comparto tecnologico, le performance sono state tutt'altro che uniformi. Il sotto-indice MSCI Semiconductor and Semiconductor Equipment ha chiuso il trimestre con un guadagno del 58,4%, distanziando ampiamente gli altri sottosettori. Sul mercato statunitense, il Philadelphia Semiconductor Index (SOX) ha archiviato il trimestre con un impressionante +87,7%. Nel resto del mondo, l'indice MSCI Korea ha registrato un rendimento simile (+85,6% in dollari USA) grazie alle performance di SK Hynix e Samsung, che ora pesano ciascuna per un terzo sull'indice.

Due fattori principali spiegano questi risultati stellari, così come la concentrazione dei rendimenti.

(continua)



Fonte: Bloomberg

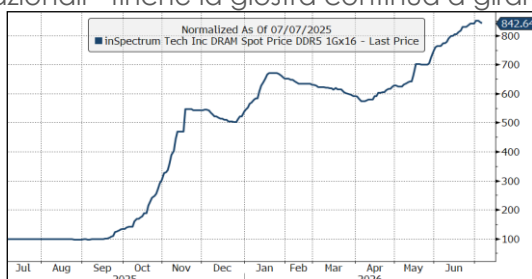
Il primo fattore non è certamente una novità. Negli ultimi anni è stato il tema più caldamente dibattuto sui mercati finanziari: **la crescita esponenziale degli investimenti richiesti per la corsa all'IA.**

Per anni il mercato ha considerato l'universo delle società coinvolte nello sviluppo dell'IA come un gruppo omogeneo, coniando l'acronimo "Mag-7" e acquistandole in blocco. E per molti anni le loro performance sono state, in effetti, strettamente allineate.

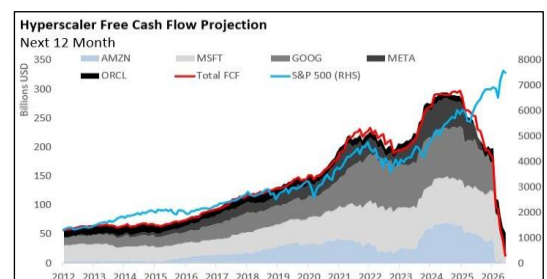
Tuttavia, il gruppo delle Mag-7 non è omogeneo, in quanto include società "emittenti di assegni" e società "incassatrici di assegni". Il primo gruppo comprende gli hyperscaler, mentre il secondo include i produttori di semiconduttori e memorie. Nel grafico sopra, confrontiamo la performance di questi due gruppi utilizzando, rispettivamente, l'UBS Hyperscalers Index (che comprende Microsoft, Amazon, Meta, Alphabet e Oracle) e il Philadelphia Semiconductor Index. Anche raggruppando le big tech in questo modo, si può chiaramente notare come il loro andamento sia stato virtualmente identico fino a settembre dello scorso anno. Da quel momento in poi, tuttavia, le performance dei due gruppi hanno registrato una drastica divergenza. L'underperformance degli hyperscaler rispetto ai semiconduttori ha superato il -60% nel periodo.

È stata proprio l'escalation della concorrenza tra gli hyperscaler - tutti in lotta per vincere la corsa all'intelligenza artificiale - a innescare questo scollegamento: gli impegni di capex sono diventati talmente ingenti che è emerso chiaramente un significativo collo di bottiglia a livello dei produttori di semiconduttori - in particolare dei produttori di memorie - con una domanda destinata a superare di gran lunga la loro capacità produttiva per gli anni a venire. Ciò ha permesso loro di sfruttare la propria posizione per aumentare i prezzi. I prezzi delle memorie, rimasti pressoché stabili fino a settembre dello scorso anno, hanno iniziato a crescere in modo esponenziale. Il grafico in basso a sinistra mostra il prezzo di un tipo di memoria, parametrato a 100 rispetto a un anno fa; altri tipi di memorie hanno seguito dinamiche analoghe.

L'incremento dei capex stimato quest'anno dagli hyperscaler è solo parzialmente riconducibile a una maggiore domanda (intesa come volumi) di chip e capacità di calcolo. La restante parte è il mero riflesso dei maggiori costi che gli hyperscaler dovranno (in ultima analisi) sostenere per pagare le memorie necessarie per i chip impiegati nei data center. In altri termini, la feroce concorrenza tra gli hyperscaler sta portando a una significativa trasformazione del loro modello di business: stanno passando da un modello capital-light a uno capital-intensive, il free cash flow storicamente generato si sta contraendo e i loro margini potrebbero finire sotto pressione. L'esatto contrario vale per i semiconduttori: il loro free cash flow e i loro margini stanno registrando un'impennata, raggiungendo livelli senza precedenti. Le tendenze divergenti osservate sui mercati finanziari tra hyperscaler e semiconduttori sono quindi perfettamente razionali - finché la giostra continua a girare.

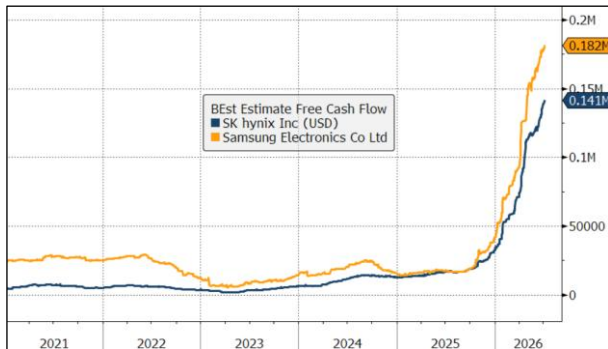


Fonte: Bloomberg

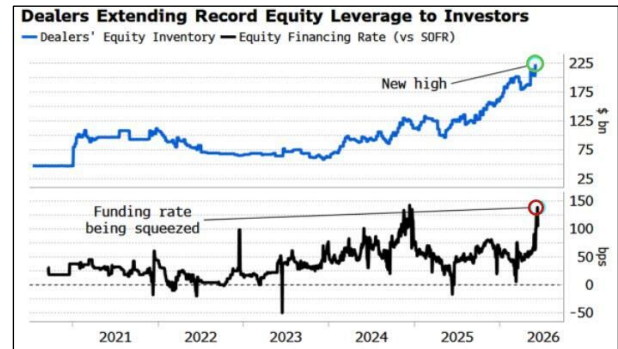


Fonte: Nomura

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Questa situazione, in cui i produttori di memorie incassano margini massicci, mentre gli hyperscaler assorbono i maggiori costi infrastrutturali, può effettivamente proseguire solo finché questi ultimi continueranno a stanziare quote sempre crescenti di capex per lo sviluppo dell'IA. I profitti attesi dall'imporsi come vincitore assoluto nella corsa all'IA sono talmente enormi che, finora, nessun hyperscaler ha minimamente preso in considerazione l'ipotesi di annunciare un rallentamento - per non parlare di un ridimensionamento - dei capex.

Tuttavia, a Wall Street, alcuni iniziano a chiedersi se l'attuale divergenza nelle performance - con alcuni hyperscaler che registrano persino cali in termini assoluti da inizio anno - possa rivelarsi un punto di svolta. Penalizzando i corsi azionari degli hyperscaler che allocano una quota sempre crescente del proprio free cash flow e dei propri utili all'intelligenza artificiale, **i mercati finanziari potrebbero prima o poi spingere alcuni CEO a ridiscutere i propri piani di spesa**, dato che la recente crescita delle spese in conto capitale non è stata altro che un trasferimento di liquidità e redditività a beneficio dei produttori di semiconduttori. E se uno degli hyperscaler dovesse effettivamente iniziare a frenare i propri capex, gli altri probabilmente ne seguiranno l'esempio.

Se ciò dovesse accadere - sebbene si stimi attualmente che i colli di bottiglia nella produzione di memorie persisteranno fino al 2027 - il settore dei semiconduttori potrebbe subire una battuta d'arresto, poiché il mercato inizierà verosimilmente a scontare la fine di questo periodo di bonanza, con i prezzi delle memorie che rientreranno su livelli normali. Tuttavia, in uno scenario simile, è altrettanto probabile che gli hyperscaler registrino un significativo rimbalzo, dato che i loro flussi di cassa e la loro redditività sono inversamente correlati a quelli dei semiconduttori. Di conseguenza, il mercato potrebbe semplicemente assistere a una rotazione settoriale, senza subire una correzione significativa. O, quantomeno, non per questa sola ragione.

L'altro fattore che ha influenzato materialmente la performance nell'ultimo trimestre, oltre a quello appena menzionato, è stato il crescente **approccio speculativo degli investitori**, in particolare dei retail. Il legame tra i due fattori deriva dal fatto che il focus degli investitori retail si è concentrato proprio sui titoli dei semiconduttori e delle memorie.

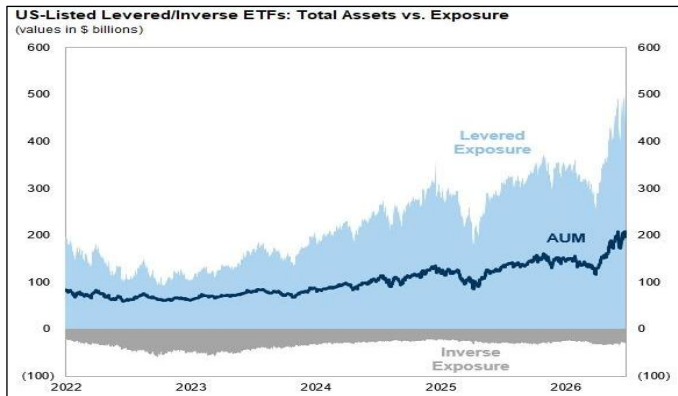
A questo proposito, si sono osservati recentemente due trend principali.

Il primo è l'aumento della leva finanziaria concessa dai dealer agli investitori per l'acquisto di azioni tramite contratti futures e total-return swap, che ha raggiunto il massimo storico di oltre 200 miliardi di dollari.

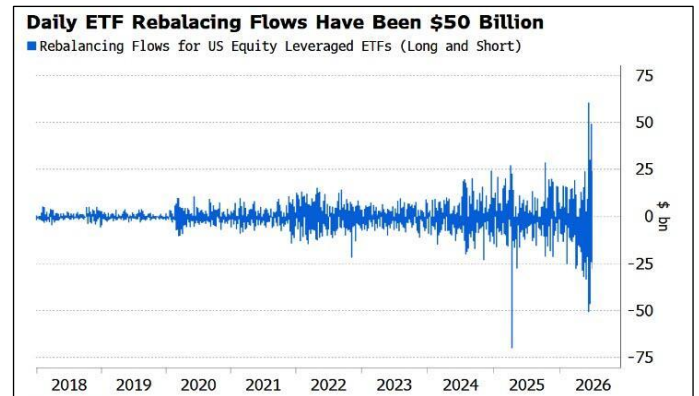
Il secondo fattore è il **boom nell'utilizzo di ETF a leva**. Di recente, l'emissione di nuovi ETF con leva 2x o 3x è cresciuta in modo esponenziale. Una quota significativa di questi è costituita da ETF single-name (come il Direxion Daily Micron Bull 2X ETF, con un AuM di 6 miliardi di dollari, o il CSOP SK Hynix Daily 2x Leveraged Product, con un AuM attuale di 10 miliardi di dollari dopo aver toccato un picco di 17 miliardi), piuttosto che da strumenti focalizzati su sotto-settori (come il Direxion Daily Semiconductor Bull 3X ETF, con un AuM di 24 miliardi di dollari, o il Roundhill Memory ETF, con un AuM di 25 miliardi di dollari e lanciato meno di tre mesi fa) o sui paesi più caldi del momento (come il Direxion Daily MSCI South Korea Bull 3X ETF, con un AuM di 2 miliardi di dollari).

Il totale degli assets under management (AuM) di questi ETF a leva ha recentemente superato i 200 miliardi di dollari, ma essi controllano un'esposizione effettiva (per via della leva incorporata) superiore a mezzo trilione di dollari. Secondo i calcoli di Citadel, circa il 30% dell'onere complessivo (AuM) degli ETF a leva è riconducibile a ETF sui semiconduttori, mentre un altro 37% fa capo a ETF tecnologici non focalizzati (esclusivamente) sui semiconduttori.

(continua)



Fonte: Goldman Sachs



Fonte: Bloomberg

A causa delle loro dimensioni gigantesche, questi ETF a leva stanno causando un'estrema volatilità sui titoli e sugli indici sottostanti. Un ETF a leva, proprio per via della sua natura amplificata, è costretto a ribilanciare la propria esposizione ogni giorno in base ai movimenti giornalieri del mercato: se il mercato sale, l'ETF a leva deve incrementare l'esposizione long alla chiusura del mercato per evitare di trovarsi sotto-leveraggiato il giorno successivo (rispetto al target di leva prestabilito). Se il mercato scende, l'ETF a leva deve vendere (aumentare le posizioni short) alla chiusura del mercato per evitare di trovarsi sovra-leveraggiato il giorno dopo. Questo meccanismo amplifica la volatilità del titolo o dell'indice sottostante. Inoltre, poiché gli altri operatori di mercato sono pienamente consapevoli di questi flussi di ribilanciamento obbligatori di fine giornata, quando il mercato inizia a muoversi significativamente in una direzione, gli speculatori effettuano il front-running sui flussi di ribilanciamento attesi dagli ETF a leva. Anche questo contribuisce ad accentuare la volatilità.

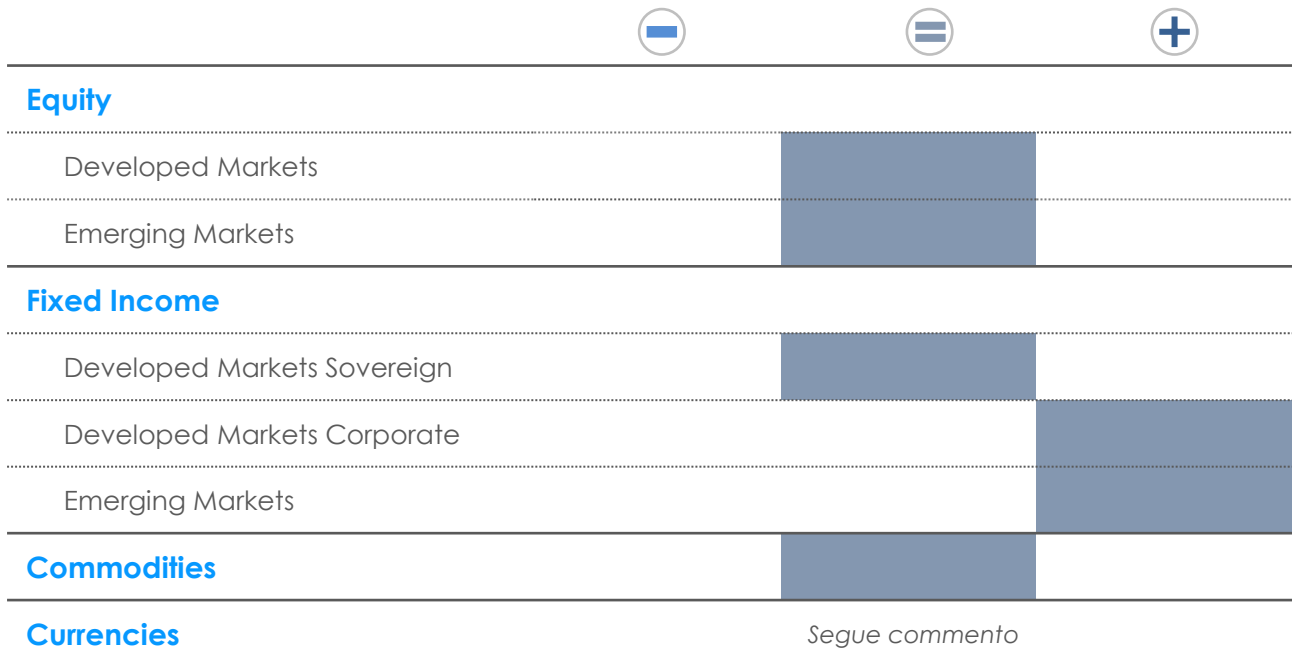
Non sorprende che, nell'ultimo mese, si siano verificati diversi **episodi di estrema volatilità nel settore dei semiconduttori e in Corea**, dato il peso significativo (65%) che Samsung e SK Hynix esercitano sull'indice coreano. Oscillazioni di prezzo giornaliera superiori al 5% sono ormai all'ordine del giorno. Come conseguenza di queste fluttuazioni estreme, gli ETF a leva hanno generato flussi di ribilanciamento fino a 50 miliardi di dollari al giorno - un ammontare eccezionalmente elevato se confrontato con i volumi di trading giornalieri degli asset sottostanti.

Finora, i forti ribassi di una seduta sono stati seguiti da netti rialzi in quella successiva, limitando così le perdite per gli investitori. Tuttavia, se i semiconduttori dovessero subire una serie prolungata di cali significativi, il rischio di vendite dettate dal panico e di liquidazioni forzate da parte degli ETF a leva potrebbe innescare una spirale ribassistica su questi titoli. Dato l'elevato peso che i semiconduttori esercitano attualmente sui principali indici e i consistenti flussi di ribilanciamento attesi dagli ETF a leva, quello che finora è rimasto un rischio idiosincratico ha il potenziale di propagarsi al resto del mercato, trasformandosi in un rischio sistemico.

In conclusione, le dinamiche analizzate in questo report suggeriscono di **monitorare attentamente l'evoluzione dei mercati finanziari nelle prossime settimane**. Vi è la possibilità che gli eccessi recenti del mercato vengano riassorbiti senza scossoni grazie a una salutare rotazione settoriale tra i titoli che hanno sovraperformato e quelli rimasti indietro nei mesi scorsi. L'imminente stagione delle trimestrali, che dovrebbe confermarsi solida, potrebbe favorire questa transizione ordinata.

Ciononostante, **permane la possibilità di movimenti di mercato disordinati**. Questi potrebbero essere innescati da un ulteriore aumento della volatilità giornaliera dei titoli dei semiconduttori, sebbene tale scenario rimanga piuttosto improbabile. Un catalizzatore più concreto sarà rappresentato dalle guidance degli hyperscaler durante l'imminente stagione delle trimestrali, poiché qualsiasi variazione materiale nei loro impegni di capex potrebbe avere effetti significativi sulla stabilità del mercato, a causa dell'impatto diretto sul settore dei semiconduttori.

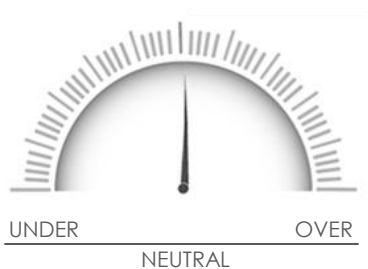
# Asset Allocation View



⊖ UNDER      ⊞ NEUTRAL      ⊕ OVER

## Equity

### Developed Markets



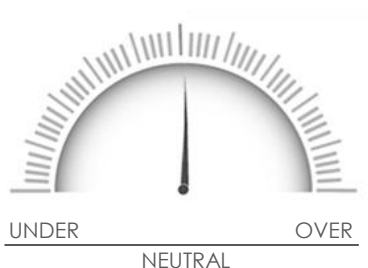
View mantenuta **neutrale**. L'ingente concentrazione del rally su un numero limitato di titoli, le valutazioni elevate e l'accentuata volatilità che colpisce i titoli preferiti dai retail rappresentano attualmente le principali fonti di vulnerabilità, come analizzato nell'introduzione di questo report. Nondimeno, si prevede che l'imminente stagione delle trimestrali si confermerà favorevole, così come le ultime rilevazioni positive sull'inflazione, che dovrebbero allontanare i timori di una politica monetaria più restrittiva da parte delle banche centrali.

US ⊞

Europe ⊞

Japan ⊞

### Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Il crescente peso della tecnologia (45%) nell'indice dei mercati emergenti - e in particolare dei tre maggiori produttori di semiconduttori (Taiwan Semiconductor, Samsung e SK Hynix, che complessivamente pesano per il 30%) - sta alterando le caratteristiche storicamente associate a questo indice, un tempo più orientato al value e strettamente legato agli sviluppi economici interni dei singoli paesi. Il crescente utilizzo di strumenti a leva, come gli ETF, sta causando un'estrema volatilità su alcuni mercati, il che impone cautela. L'outlook a lungo termine rimane positivo, ma si consiglia di attendere una normalizzazione della volatilità, quantomeno per quanto riguarda gli investimenti incrementali.

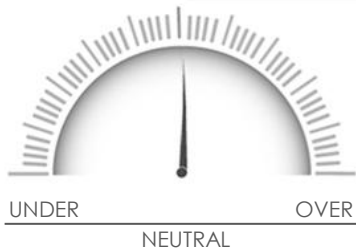
Asia ex-Japan ⊞

EEMEA ⊞

LATAM ⊞

## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Il calo del prezzo del petrolio e delle altre commodity in seguito alla riapertura dello Stretto di Hormuz dovrebbe consentire una flessione dell'inflazione nelle prossime rilevazioni, permettendo così alle banche centrali di abbandonare l'orientamento restrittivo adottato dopo l'inizio del conflitto in Iran. Tra le principali curve dei rendimenti, quelle europee potrebbero beneficiare maggiormente di questa dinamica, dato che l'inflazione core è già tornata al 2,4% e l'economia domestica mostra crescenti segnali di debolezza.

EU Core



EU Periphery



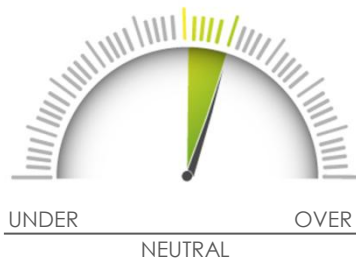
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. La caccia al rendimento continua, alimentata da un'ampia liquidità, con gli spread in prossimità dei minimi storici. Se la crescita globale continuerà a tenere relativamente bene, non vi sono ragioni per essere eccessivamente cauti e uscire prematuramente dal mercato. All'interno del comparto credit, continuiamo a preferire le obbligazioni investment-grade rispetto all'high-yield.

IG Europe



IG US



HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Le ragioni sono le medesime appena delineate per i corporate bond dei paesi sviluppati.

Local Currency



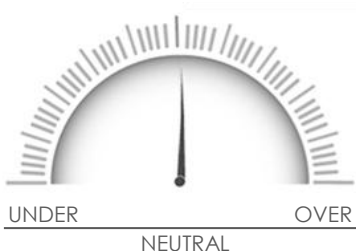
Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View mantenuta **neutrale**. Manteniamo una posizione cauta sui metalli preziosi, considerati i venti contrari derivanti dalle vendite delle banche centrali e dal contesto di rendimenti più elevati. Nel medio-lungo termine, tuttavia, la nostra view rimane positiva. Sui metalli industriali siamo più rialzisti, guidati dalla crescente concorrenza per le materie prime essenziali.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro US:** view mantenuta in **leggero sovrappeso** alla luce dell'orientamento più restrittivo adottato dalla Fed sotto la presidenza Warsh, del rafforzamento dell'economia e del fatto che il biglietto verde continua a fungere da copertura di portafoglio nelle fasi di tensione sui mercati.

**Euro:** view portata a **neutrale** con **orientamento ribassista**, per la debolezza relativa dell'economia e della possibilità che la BCE escluda presto ulteriori rialzi dei tassi.

**Renminbi Cinese:** view mantenuta **neutrale, ma non più con un orientamento rialzista**.

**Valute emergenti:** view mantenuta **neutrale** con **orientamento rialzista**, con una preferenza per le valute di paesi che sono esportatori netti di materie prime.

Euro		USD		CNY		Other EM	
------	---	-----	---	-----	---	----------	---

Il presente documento è stato redatto da Azimut Investments S.A., società facente parte del Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità a scopo informativo. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso. E' necessario che l'investitore concluda un'operazione solo dopo averne compreso la natura e il grado di esposizione ai rischi che esso comporta tramite un'attenta lettura della documentazione di offerta alla quale si rimanda. Per valutare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze personali, si consiglia di rivolgersi al proprio consulente finanziario. Azimut Investments S.A. non assume alcuna responsabilità in merito all'effettiva correttezza dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento, pertanto, nessuna responsabilità può essere imputata ad Azimut Investments S.A. per omissioni, imprecisioni, errori eventualmente riscontrabili. I dati e le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut Investments S.A. è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Dette informazioni sono dunque fornite senza alcuna garanzia, di qualsiasi tipo, nonostante Azimut Investments S.A. abbia adottato ogni ragionevole attenzione affinché le stesse rispondano a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. Azimut Investments S.A. ha la facoltà di modificare, in qualsiasi momento ed a propria discrezione, il contenuto del documento, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.