

# HONOUR

Team Global View

# Cambiamenti epocali



## FED: segnali di indipendenza istituzionale

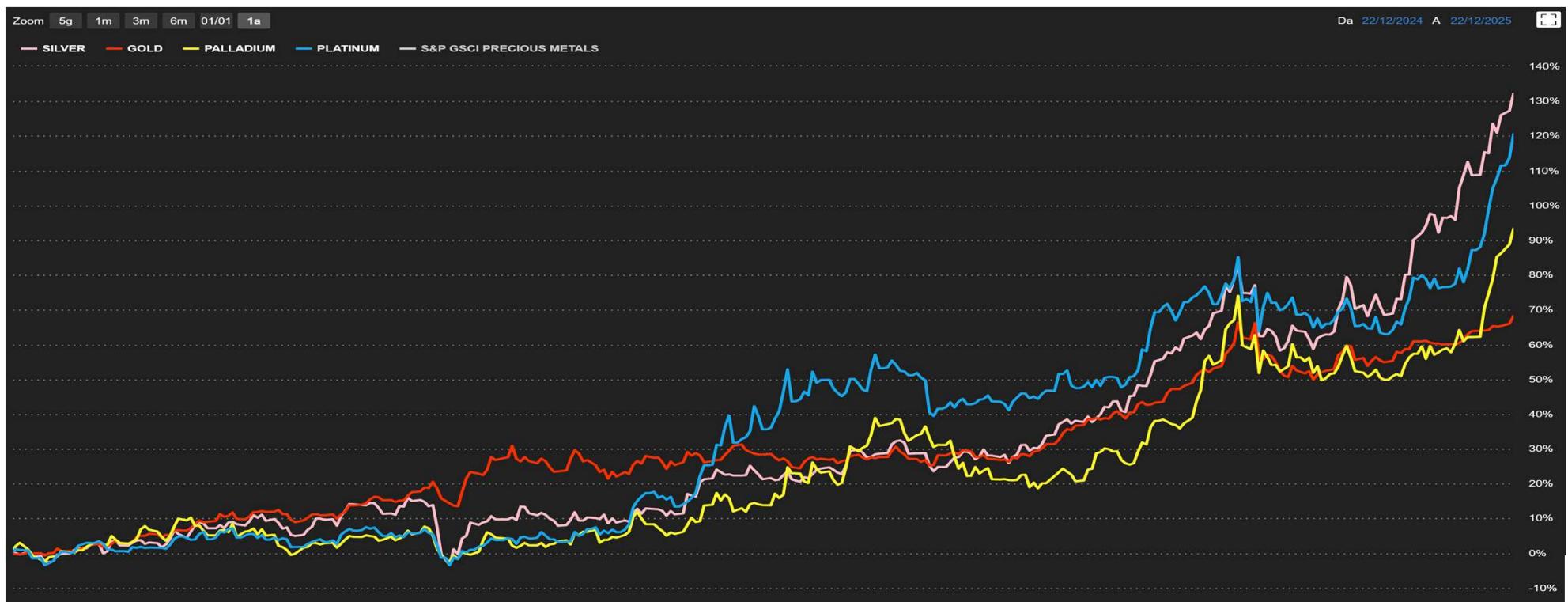
Nell'ultima riunione della FED, Powell ha tagliato i tassi, ma ha deliberatamente mantenuto un tono prudente e non accomodante nella comunicazione. Il messaggio è stato chiaro: l'allentamento monetario non è automatico né garantito e resta subordinato all'evoluzione di inflazione e mercato del lavoro. Questa scelta è stata letta dai mercati come un segnale di continuità e credibilità. Il taglio dei tassi è probabilmente stato gradito da Trump; molto meno lo è stata l'assenza di una narrativa esplicitamente favorevole a ulteriori e rapidi tagli. Questo messaggio di autonomia è stato rafforzato dal comunicato ufficiale della FED dell'11 dicembre 2025, con cui è stata annunciata la riconferma unanime dei presidenti e dei vice presidenti delle 12 Banche Federali di Riserva per un nuovo mandato di cinque anni a partire dal 1° marzo 2026.

Dal punto di vista operativo, questa decisione ha un impatto rilevante: la riaffermazione dei presidenti regionali "blinda" di fatto 11 membri su 12 del FOMC per i prossimi anni, riducendo in modo significativo il rischio di interferenze politiche nella fase cruciale che porterà al cambio di presidenza della Fed nel 2026. In altre parole, anche se Trump punta chiaramente a sostituire Powell e a nominare governatori più allineati alle proprie priorità politiche, la struttura del FOMC rimarrà in larga parte stabile e istituzionalmente protetta. Questo limita la possibilità di una svolta improvvisa verso una politica monetaria eccessivamente espansiva, nonostante le pressioni per tagli dei tassi più aggressivi.



## Il ritorno dell'ORO come riserva strategica primaria

Nella revisione del 12 Settembre ci eravamo posti il quesito se fossimo alle porte di un nuovo paradigma monetario che avrebbe visto le valute FIAT perdere terreno rispetto ad ORO, ARGENTO e altri metalli preziosi come palladio e platino. Dopo una fase correttiva di carattere tecnico avvenuta fra la fine del mese di Ottobre ed i primi giorni di Novembre, sia l'ORO che i metalli preziosi sono ripartiti con un trend crescente molto deciso, che sembra all'apparenza guardare molto lontano in termini di obiettivi. Per cui si, riteniamo che tali asset abbiano imboccato un nuovo paradigma epocale di cui è difficile immaginarne la fine. Più di ogni commento riteniamo renda perfettamente l'idea l'andamento grafico che segue.



## Venti di guerra

**L'EUROPA** è reduce da una serie di eventi che hanno significativamente inciso sullo stato dell'economia dell'Unione, quali:

- » l'adozione di un «Green Deal» verticale che ha devastato la storica filiera dell'automotive fondata sulla tecnologia di motori termici, in particolare diesel che per decenni hanno costituito l'asse portante delle esportazioni tedesche, italiane e francesi.
- » la rinuncia alle fonti energetiche a basso costo (gas russo) conseguenti alla scelta di schierarsi contro la Russia nel conflitto con l'Ucraina
- » l'adozione di sanzioni contro la Russia che hanno avuto un effetto negativo di ritorno per tutti gli stati dell'Unione
- » una immigrazione incontrollata iniziata già in epoca Merkel

A questo punto i leader europei come Macron, Merz e oltre manica Starmer, stanno manifestando apertamente di ambire a un conflitto diretto con la Russia, paventando per contrario, che tale intenzione sia non la loro, bensì della Russia stessa nei confronti dell'Europa.

Viene a questo punto a memoria il fatto che quando l'antica Roma viveva una crisi economica, trovava nel muovere guerra a qualche stato la naturale soluzione al problema.

**CINA e Taiwan** Anche sul fronte asiatico registriamo continue affermazioni da parte della Cina sulle propri ambizioni riguardo l'antica isola di Formosa. Taiwan rimane sia sotto il profilo industriale che geopolitico un'asset strategico irrinunciabile per USA e Giappone che infatti, con diversi gradi di intensità hanno intimato alla Cina di evitare qualsiasi azione inconsulta nei confronti dell'isola che genererebbe una immediata reazione militare. Su questo punto la nuova primo ministro giapponese Takaichi è stata perentoria e inequivocabile.

Ci prepariamo quindi al Natale con nel cuore la sofferenza per il conflitto Russo-Ucraino tutt'ora in essere e nella mente preoccupazioni che riguardano il futuro sia europeo che asiatico. Speriamo che il buon senso alla fine prevalga ma abbiamo la forte sensazione che una economia di guerra venga considerata ormai necessaria per compensare i disastri economici conseguenti a scelte sbagliate, fortemente inappropriate ascrivibili a una dirigenza europea che vede nella guerra anche la propria sopravvivenza politica.



## Valute

Negli ultimi mesi, l'**USD** ha mostrato una certa pressione al ribasso. La FED ha annunciato che sosterrà le riserve bancarie tramite acquisti di titoli di Stato a breve termine (**40 Miliardi di \$ al mese**), non per stimolare l'economia, ma per garantire che il sistema bancario resti stabile. Il trend di indebolimento strutturale del USD rispetto all'EURO e, soprattutto, rispetto agli asset reali, resta coerente con il mix di tagli della banca centrale USA, deficit elevati e crescita "drogata" dalla politica fiscale. Il **JPY** rimane una variabile chiave: la combinazione di una banca centrale giapponese (BOJ) più restrittiva, con un ipotetico rialzo del tasso ufficiale di sconto (oggi allo 0,75%), coerente con un'inflazione superiore al 3%, e la possibile chiusura della massa di «carry trade» in atto, potrebbe trasformare il JPY da "valuta debole funzionale" a vero e proprio detonatore di volatilità globale. Ricordiamo che i rendimenti dei titoli giapponesi di lungo termine (30Y) sono saliti sopra il 3% e attraggono eventuali rimpatri di capitali.

## Bond - Curva dei tassi

Il tesoro americano è fortemente influenzato dalla necessità di rifinanziare una grande quantità di debito nel 2026 (**ben 8 trilioni!**) Il recente taglio del tasso ufficiale di sconto di 0,25% attuato dalla **FED** ha avuto effetti sulla parte a breve della curva ma non su quella a lungo termine creando un naturale «steepening» della stessa. Anche il programma di riacquisto dei titoli di stato da 40 miliardi al mese fino ad Aprile 2026, varato dalla FED, non ha volutamente inciso sui rendimenti dei titoli di stato a lungo termine, concentrandosi sull'acquisto di titoli a breve termine. La situazione dei tassi americani appare complessa e di difficile lettura, oltre che soggetta a rischi di impennate dei rendimenti che potrebbero derivare da molti fattori di mercato fra cui: l'allentamento sul lato della domanda, timori di deprezzamento del USD, una percezione di un rischio superiore rispetto ad un debito che non vede all'orizzonte una riduzione quantitativa.



## Equities

I mercati stanno vivendo una pausa di riflessione sulla tecnologia, non un rifiuto. Dopo anni di leadership, il settore viene temporaneamente ridimensionato a favore di titoli più difensivi e orientati al cash flow reale (c.d. «**VALUE**»), perché oggi il mercato preferisce utili incassati a promesse future. Il punto chiave è che l'attenzione si è spostata dal potenziale implicito della rivoluzione dell'I.A. alla sua sostenibilità finanziaria. Gli enormi investimenti richiesti (**CAPEX**) iniziano a pesare: più spesa oggi si traduce in maggiori debiti, ammortamenti e crescenti pressioni sui «free cash flow» in futuro. Emergono tre timori principali: - **Finanziamento** (quanto a lungo il mercato sarà disposto a sostenere un ecosistema così capital-intensive) - **Capex e credito** (più infrastrutture significano più vincoli di cassa e maggiore sensibilità al costo del capitale) - **Free cash flow** (compressione dei flussi, con rischi su buyback e dividendi, che finora hanno sostenuto il mercato USA della tecnologia).

## Commodities

I metalli preziosi continueranno a rappresentare un riferimento importante nel portafoglio, soprattutto come contraltare allo strutturale indebolimento delle valute FIAT. I metalli preziosi, resteranno supportati da un USD debole, argento, platino e palladio continueranno a beneficiare sia di un effetto di «trascinamento» dell'ORO sia della domanda in quanto beni industriali. Per quanto riguarda l'URANIO, oltre alla crescente attenzione verso il nucleare di nuova generazione e la sicurezza energetica globale, emerge un'opportunità aggiuntiva legata al settore dell'Intelligenza Artificiale: la grande quantità di energia richiesta per alimentare data center e sistemi cloud ad alta intensità energetica potrebbe generare un sostegno strutturale alla sua domanda. Questo ragionamento vale aggiuntivamente per il RAME.



## Economia reale

Considerando i livelli di prezzo dei titoli quotati sui mercati pubblici, forse con l'eccezione dei mercati asiatici meno cari, continuiamo a concentrare una parte significativa dei nostri portafogli su investimenti in economia reale. Anche a livello globale si registra da parte degli operatori un forte focus sul settore.

I vantaggi:

- Diversificazione rispetto a mercati azionari con prezzi eccessivamente elevati
- Resilienza in contesti macroeconomici incerti, caratterizzati da segnali di stagflazione e da divergenze nelle politiche delle banche centrali
- Ritorni potenzialmente superiori rispetto alle azioni quotate, grazie a business concreti in infrastrutture, private equity mid-market e energia.
- Protezione dall'inflazione e reddito relativamente stabile, derivante da flussi di cassa concreti e prevedibili.

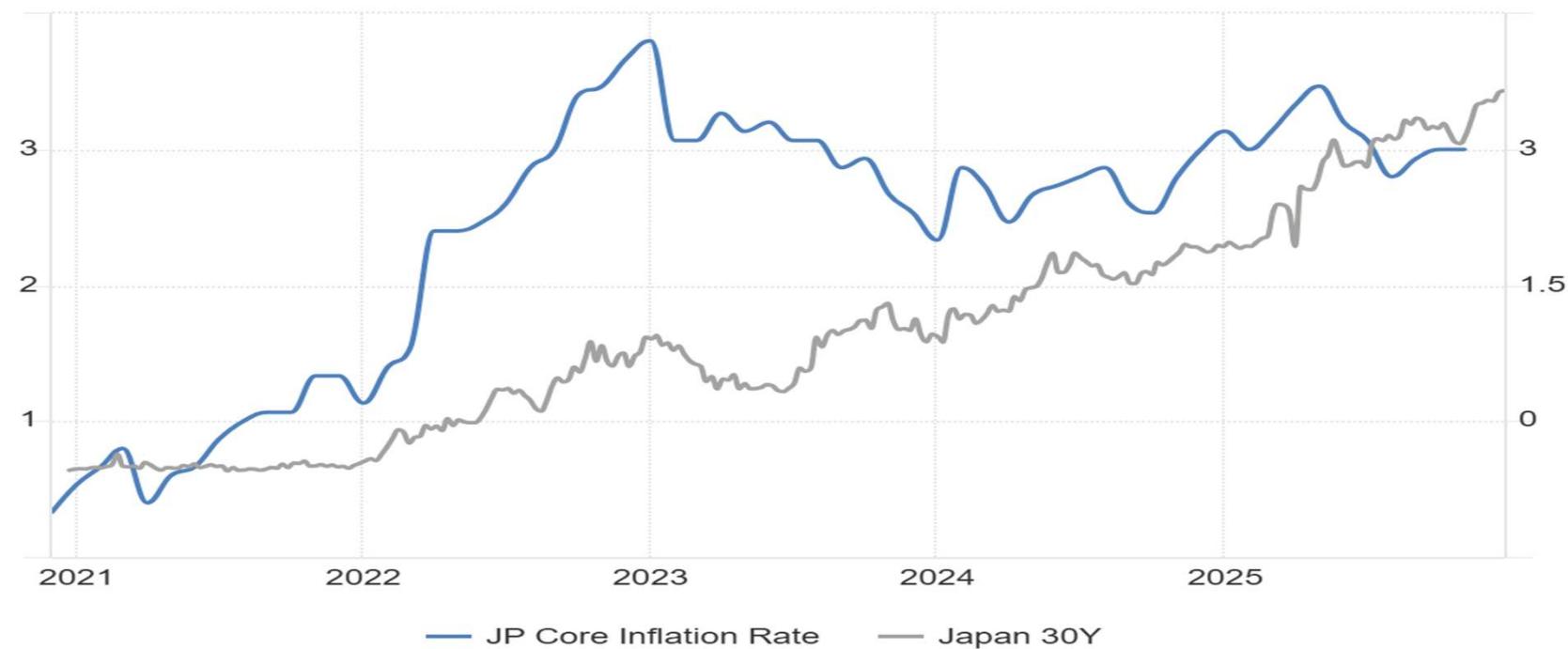


## Carry trade sul JPY e conseguenze per i mercati

Il carry trade basato sull'indebitamento in JPY, forte di un costo del denaro molto basso a fronte di investimenti in asset class particolarmente remunerativi come: a) titoli di stato USA, b) criptovalute c) settore azionario tecnologico USA, potrebbe essere giunto al capolinea. Ciò avverrebbe se la BOJ, prendendo atto di un'inflazione strutturale ormai da tempo superiore al 3%, dovesse iniziare una politica dei tassi restrittiva (come peraltro attuato dalla FED nell'anno 2022, per affrontare un'inflazione inattesa fuori controllo), partendo dall'attuale 0,75% per raggiungere valori pari o superiori all'inflazione come scolastica economica insegnava.

La storia economica ha insegnato quanto sia pericoloso indulgere in politiche monetarie iper-espansive come il Giappone fa da troppo tempo, anche se va detto, a sua discolpa, che per oltre 25 anni il problema giapponese è stato quello di una deflazione strutturale apparentemente senza fine. I rischi della fine di tale fenomeno ci sono stati ben rappresentati dalla crisi del 5 Agosto 2024 quando davanti all'ipotesi dell'inizio di una nuova politica restrittiva (poi confutata dalla BOJ), l'indice NIKKEI registrò la maggior perdita giornaliera di sempre con un -12,4%.

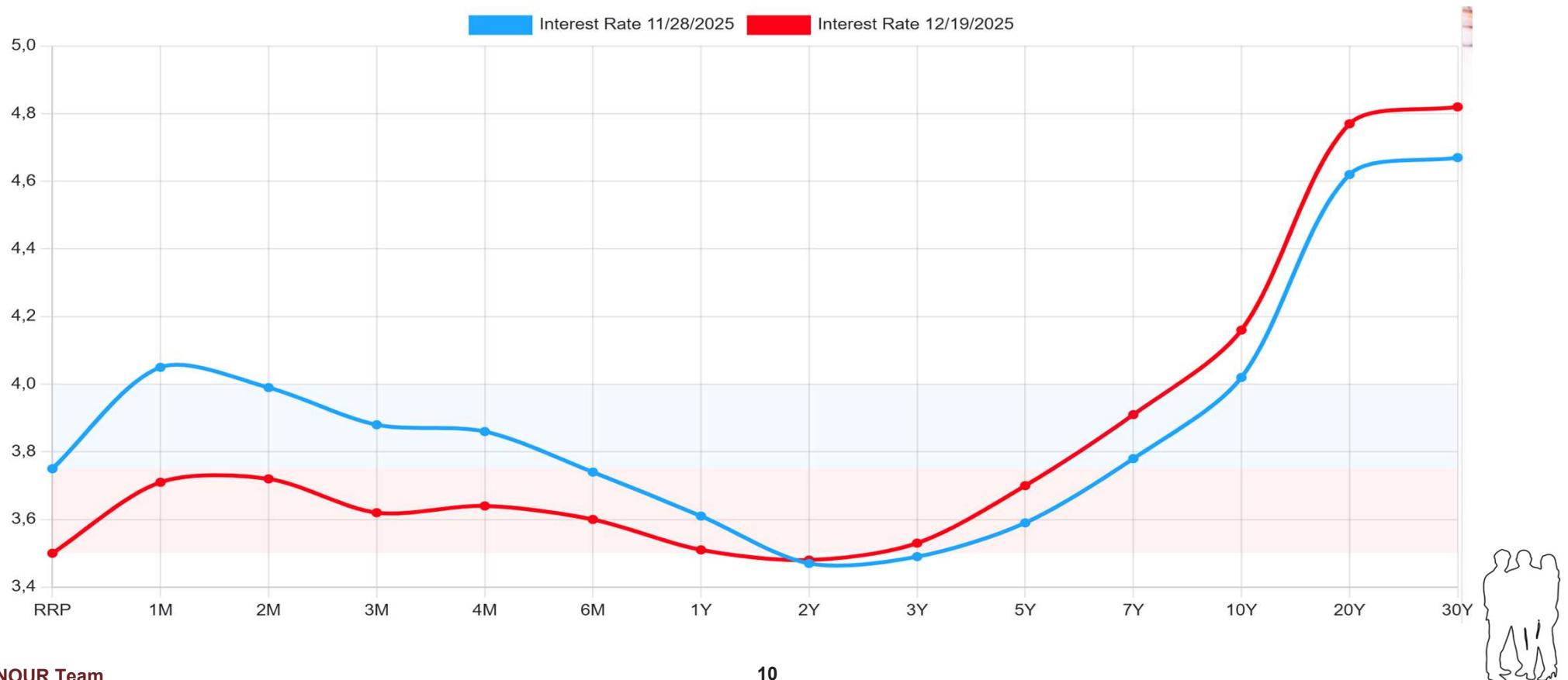
Source: tradingeconomics.com



## Taglio restrittivo della Fed: cosa significa per i mercati

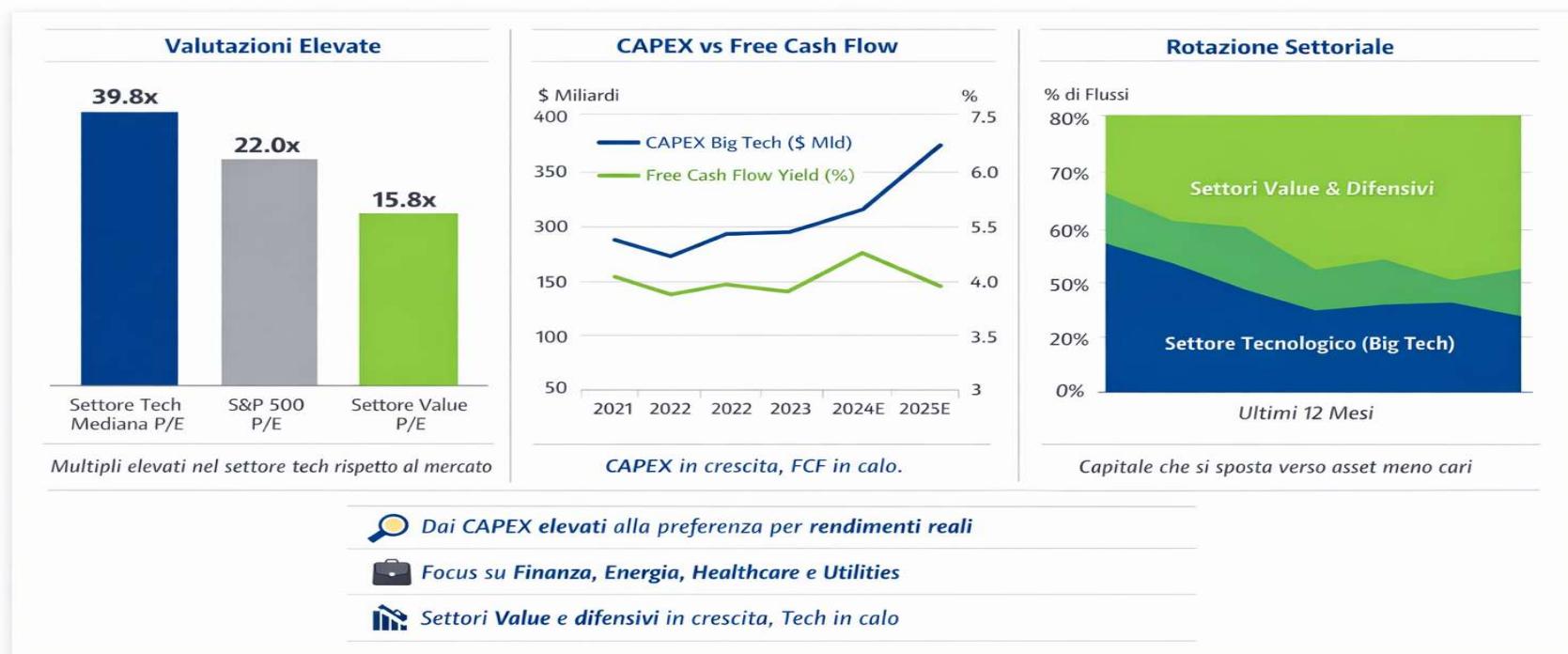
Nelle ultime settimane, i tassi a lunga scadenza negli Stati Uniti sono aumentati, nonostante le aspettative crescenti di un taglio dei tassi da parte della FED. Normalmente, un taglio dei tassi porterebbe i rendimenti dei Treasury a scendere, invece, nell'ultimo periodo i rendimenti a 10 anni sono saliti sopra il 4,1%, il livello più alto da settembre.

Questo apparente paradosso riflette la percezione dei mercati che, pur avendo scontato il taglio dei tassi di riferimento di 25 punti base, la FED adotterà un approccio prudente, un c.d. "taglio restrittivo". In pratica, Jerome Powell probabilmente ha segnalato che la riduzione dei tassi non implica un allentamento illimitato e che l'inflazione resta una priorità da controllare. Di conseguenza, gli investitori obbligazionari hanno anticipato un 2026 con pochi o nessun ulteriore taglio, e questo spinge i rendimenti a lungo termine al rialzo. Il fenomeno genera tensioni anche sui mercati azionari, che finora hanno beneficiato delle aspettative di un allentamento.



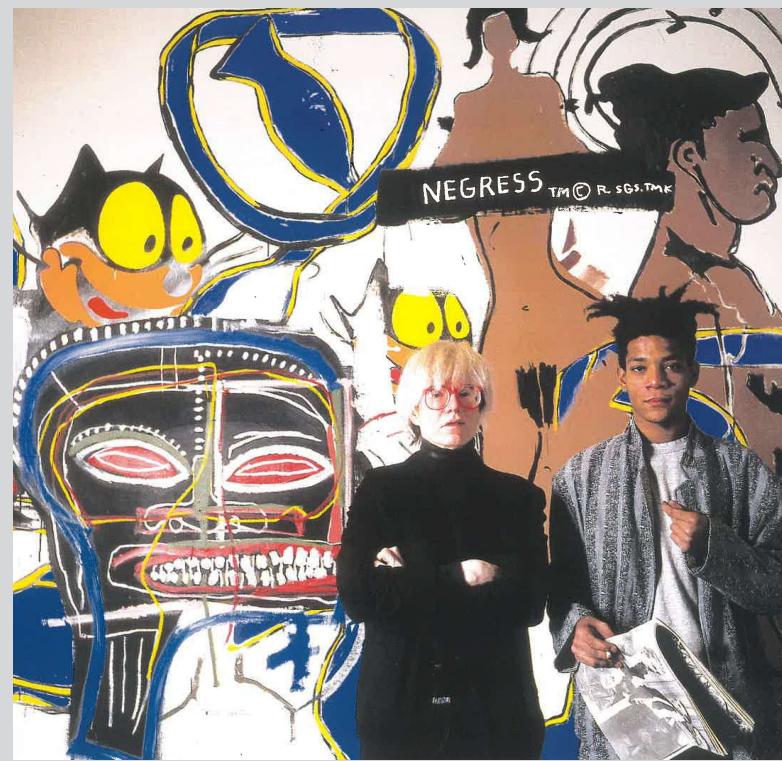
Il settore tecnologico mostra multipli di prezzo/utili significativamente superiori al mercato: la mediana P/E di 39,8x, ben sopra quella dell'S&P 500 (22x). Molti investitori, sulla base di questi fattori un po' eccessivi, si stanno riorientando verso settori con profili di valutazione più contenuti (c.d. **VALUE**). La rotazione non è un rifiuto della tecnologia, ma una ricollocazione di capitale più ragionata.

## Tecnologia in pausa di riflessione: rotazione verso **Value** e Free Cash Flow





Jean-Michel Basquiat e Bruno Bischofberger – Zurich 1985



Andy Warhol e Jean-Michel Basquiat – New York 1985

Creare un'azienda o comporre un'opera d'arte non è così dissimile. Entrambe nascono dal genio di una persona. Infine sono l'espressione di un comportamento umano che risponde a criteri di equilibrio talmente variabili e articolati da non rendere così semplice per tutti il percorso creativo che l'imprenditore o l'artista hanno seguito con l'esperienza, la ragione ma soprattutto con il cuore.

*«I miei soggetti sono la regalità, l'eroismo e le strade» Jean Michel Basquiat*

*«Non so come descrivere il mio lavoro perché non è mai lo stesso. E' come chiedere a Miles Davis: come suona la sua tromba» Jean Michel Basquiat*

Occuparsi di investimenti in buona sintesi significa ricercare e riconoscere il genio all'interno di attività umane.

