

Etf a leva: non è più un problema solo di chi li compra

LINK: <https://www.bluerating.com/etf/874779/etf-a-leva-non-e-piu-un-problema-solo-di-chi-li-compra>

Etf a leva: non è più un problema solo di chi li compra

Redazione

A cura del team di gestione di Pharos

Nei giorni più caldi di luglio, a Seul, gli scambi combinati di due soli titoli -- Samsung Electronics e SK Hynix -- e degli ETF a leva costruiti su di essi hanno rappresentato il 70% di tutta l'attività giornaliera del mercato azionario coreano. Il Kospi, indice di una delle prime dieci borse al mondo, è diventato più volatile del Bitcoin. E un singolo fondo quotato a Hong Kong su un singolo titolo, il CSOP SK Hynix a leva 2x, ha superato i 17 miliardi di dollari di patrimonio al picco: così grande rispetto al volume di azioni SK Hynix scambiate ogni giorno che alcuni investitori hanno cominciato a dire che il fondo aveva smesso di replicare il titolo e aveva iniziato a muoverlo.

Due domeniche fa, raccontando il crollo coreano, gli ETF a leva erano rimasti sullo sfondo: comparivano nella stima di Goldman Sachs secondo cui, in alcune giornate, il loro riequilibrio forzato aveva rappresentato la maggioranza delle vendite sul mercato. Nell'uscita

successiva abbiamo visto da vicino gli effetti indesiderati della leva finanziaria nel caso Aschenbrenner: un hedge fund con leva quattro volte il capitale, smontato in tre settimane. Chiudevamo osservando che le stesse dinamiche esistono, in scala, in strumenti acquistabili da casa in pochi clic. In questa newsletter studiamo proprio quegli strumenti. Non per demonizzarli: gli ETF a leva fanno esattamente ciò che dichiarano di fare. Il problema è che quasi nessuno legge cosa dichiarano, e che la loro crescita ha superato la soglia oltre la quale il rischio non resta più dentro il perimetro di chi li ha comprati.

Piccolo negli attivi, enorme negli scambi

A prima vista il settore è irrilevante. Gli ETF a leva gestiscono nel mondo circa 250 miliardi di dollari, contro oltre 22.000 miliardi di tutti gli ETF: l'1,1% del totale. Se la misura del rischio sistemico fosse il patrimonio, la discussione finirebbe qui.

Ma il patrimonio è la misura sbagliata, perché questi prodotti non si tengono: si scambiano. Il controvalore giornaliero scambiato degli ETF a leva è triplicato dal

minimo di gennaio al picco di giugno, arrivando a circa 70 miliardi di dollari di media a trenta giorni -- cioè da circa 23 a 70 miliardi in sei mesi. Oggi, dopo il ridimensionamento seguito alla vicenda coreana, il controvalore degli scambi medi giornalieri vale circa 43 miliardi sui prodotti rialzisti e 18 miliardi sugli inversi: 61 miliardi al giorno mossi da un settore che pesa l'1% degli attivi.

Da qui si ricava un numero che dice tutto sul modo in cui questi strumenti vengono usati. Dividendo il patrimonio per gli scambi giornalieri si ottiene il "periodo di detenzione implicito" (espresso in giorni): circa un solo giorno per i prodotti inversi (20 miliardi di patrimonio ÷ 18 miliardi di scambi giornalieri = circa 1,1 giorni) e circa cinque giorni per quelli rialzisti (oltre 200 miliardi di patrimonio ÷ 43 miliardi di scambi giornalieri = circa 5 giorni). Il periodo di detenzione raccomandato dagli emittenti, per entrambi, è un giorno. Negli ultimi quattro anni la distanza si è ridotta per i ribassisti e allargata per i rialzisti: nel rialzo si dimentica il libretto di istruzioni.

Dove è finita la leva? Da

123 a 497 miliardi

Una recente analisi di Bloomberg su circa 800 ETF azionari a leva rialzista stima l'esposizione nozionale moltiplicando il patrimonio di ciascun fondo per il suo moltiplicatore dichiarato, e poi -- per i fondi su indici -- ripartendola sui titoli sottostanti secondo i pesi. Il risultato è quadruplicato in quattro anni, ma il dato interessante non è la crescita: è soprattutto la composizione.

Esposizione nozionale degli ETF azionari a leva rialzista e quota attribuibile a società legate all'AI. Il nozionale è stimato come patrimonio $\times$ moltiplicatore dichiarato; i dati 2022 e 2024 sono fotografie di fine anno, il 2026 è la media di 30 sedute fra il 26 giugno e il 6 agosto. Fonte: Bloomberg; nostra elaborazione sui valori in dollari.

La quota legata all'AI è passata dal 26% (nel 2022) al 58% (oggi). Tradotta in dollari, l'esposizione a leva sui titoli AI è salita da circa 32 a circa 288 miliardi: nove volte in quattro anni, contro un quadruplicamento del mercato complessivo. E dentro quei 288 miliardi la concentrazione è estrema: dieci società spiegano due terzi del totale, cioè circa 190 miliardi, con Nvidia, SK Hynix e Micron in testa. Fra i soli ETF a leva su singolo

titolo, quattro produttori di memorie valgono quasi metà della categoria. Un chiarimento che serve per non leggere male il grafico: quell'esposizione arriva da due canali diversi. Il primo sono gli ETF a leva su indici, dentro i quali i titoli AI hanno semplicemente guadagnato peso (ad esempio, nessuno ha deciso di comprare più Nvidia). Il secondo sono gli ETF a leva su singolo titolo, che quella scelta la fanno esplicitamente. Il primo canale è concentrazione passiva e quasi invisibile; il secondo è concentrazione attiva e dichiarata. Si sommano nello stesso punto.

I flussi confermano dove è andato il capitale raccolto. Da metà 2025 i soli ETF a leva su singolo titolo legati ai grandi produttori di memorie hanno raccolto oltre 19 miliardi di dollari netti, di cui 17 concentrati su tre soli nomi: 10,8 su SK Hynix, 4,3 su Samsung e 1,9 su Micron. Sedici di questi prodotti su Samsung e SK Hynix sono stati quotati in Corea il 27 maggio 2026; in meno di un anno dall'avvio, i veicoli su questi due titoli sono diventati fra i più grandi ETF a leva su singolo titolo al mondo.

Qualche numero per capire meglio il funzionamento. Qui sta il cuore della questione. Un ETF a leva 2x

promette due volte il rendimento giornaliero del sottostante. Per mantenere quella promessa deve riportare l'esposizione al doppio del patrimonio alla chiusura di ogni seduta. Ma patrimonio ed esposizione si muovono a velocità diverse: se il titolo sale del 10%, l'esposizione cresce del 10% mentre il capitale cresce del 20%. Il fondo si ritrova sotto-esposto e deve comprare. Se il titolo scende, deve vendere. Non è una scelta del gestore: è un obbligo contrattuale, meccanico, senza discrezionalità.

La formula è semplice. Con leva L e un rendimento r del sottostante, il fondo deve scambiare un importo pari a $L \times (L - 1) \times \text{patrimonio} \times r$. Il moltiplicatore $L(L-1)$ è l'unico numero che conta: Due conseguenze, la seconda profondamente controintuitiva. La prima: passare da 2x a 3x non aumenta il fabbisogno di riequilibrio di una volta e mezza, ma di tre volte. La seconda: l'ultima colonna dice "nello stesso senso" anche per i fondi inversi. Dopo un rialzo, un fondo ribassista ha perso capitale mentre la sua posizione corta è cresciuta in proporzione: per tornare al moltiplicatore obiettivo deve ricomprare. Cioè comprare quando il titolo sale, esattamente come i rialzisti. Rialzisti e ribassisti

sullo stesso titolo riequilibrano nella stessa direzione. L'idea diffusa che i due si compensino a vicenda è sbagliata.

Un esempio concreto, con numeri pubblici. Il fondo CSOP su SK Hynix a leva 2x valeva quasi 17 miliardi di dollari al picco. Per ogni 1% di movimento del titolo, quel solo fondo doveva scambiare circa 340 milioni di dollari di esposizione in chiusura. In una delle sedute da -15% che SK Hynix ha messo a segno in luglio, la cifra sale a circa 5,1 miliardi da vendere, concentrati negli ultimi minuti della giornata.

A livello di sistema, Nomura ha stimato che al picco di dimensione di giugno, per ogni 1% di movimento dei sottostanti il complesso degli ETF a leva doveva comprare o vendere circa 10 miliardi di dollari di titoli. Il punto delicato è quando avviene tutto questo. Il riequilibrio è agganciato al prezzo di chiusura, quindi si comprime negli ultimi minuti della seduta, insieme ai ribilanciamenti degli indici, alla copertura delle opzioni e agli ordini istituzionali. È il rischio che Rocky Fishman di Asym Research indica come il più preoccupante: un evento improvviso a ridosso della chiusura, che costringa a fare in pochi minuti quello che servirebbe fare in molte ore.

Il caso coreano: la prova sul campo

La Corea del Sud è stata il laboratorio involontario di tutto questo. All'inizio del 2026 il regolatore autorizza più di una dozzina di ETF a leva su Samsung e SK Hynix, due società che già dominavano la borsa di Seul. La motivazione non è ideologica ma difensiva: i risparmiatori coreani stavano mandando miliardi verso prodotti analoghi quotati a Hong Kong, e l'alternativa era perdere quel flusso. I sedici fondi domestici quotati il 27 maggio raccolgono oltre 9 miliardi di dollari in due mesi.

Poi il mercato gira. Nel momento di massima tensione, come già anticipato, i fondi a leva e i due titoli sottostanti valgono il 70% degli scambi dell'intero mercato di Seul. Il regolatore interviene con una sequenza rapida: sospensione temporanea di nuove quotazioni; deposito minimo richiesto agli investitori triplicato da 10 a 30 milioni di won, esclusivamente in contanti e senza collaterale sostitutivo, anticipato al 31 luglio; lotto minimo di negoziazione portato da 1 a 20 quote; e, il 30 luglio, un tetto del 20% al peso di questi prodotti nel portafoglio complessivo di un singolo investitore. Le autorità stesse prevedono

che il segmento si riduca da circa 12.000 a 4.000-5.000 miliardi di won.

Una precisazione importante: i fondi a leva non hanno causato il ribasso. L'hanno causato i prezzi delle memorie, gli utili sotto le attese, i costi di finanziamento e, sullo sfondo, hedge fund costretti a chiudere posizioni. Ma aggiungendo un'enorme esposizione a leva su due titoli che già portavano quasi tutto il peso dell'indice, quei fondi sono considerati un contributore chiave all'ampiezza delle oscillazioni. La distinzione fra causa e amplificatore non è un'assoluzione: è la descrizione precisa del ruolo che hanno svolto.

Non è la prima volta, e non è un fenomeno da mercati emergenti. Nel febbraio 2018 i prodotti a leva legati all'indice VIX erano diventati così grandi che il loro riequilibrio contribuì al più forte balzo mai registrato dell'indice, azzerando miliardi di posizioni. Nel 2024 gli ETF a leva appena quotati su Strategy Inc. sono stati indicati come amplificatori di un titolo già estremamente volatile. Perché il rischio potrebbe essere diverso da come sembra

Per comprendere la questione senza cedere ad allarmismi, vale la pena fare alcune precisazioni di

carattere più tecnico. Naturalmente, il nostro obiettivo non è certo demonizzare gli ETF a leva - veicoli finanziari trasparenti, regolamentati e del tutto legittimi -- ma capire la dinamica reale che si nasconde dietro certi numeri.

Dietro le cifre ufficiali dei volumi scambiati si cela un primo meccanismo molto concreto: non ogni dollaro mosso su un ETF si scarica direttamente sulle azioni sottostanti. Se nella stessa giornata un investitore acquista una quota e un altro la vende, chi gestisce il mercato incrocia gli ordini internamente. Il denaro passa di mano sullo schermo, ma l'operazione sui titoli reali non avviene mai.

C'è poi una seconda riflessione che riguarda le dimensioni reali del fenomeno: in proporzione, la quantità complessiva di leva presente sul mercato non è affatto esplosa rispetto al passato. La vera novità non è quanta leva ci sia in giro, ma verso dove viene indirizzata. Un tempo la leva veniva spalmata su indici azionari molto ampi, veri e propri oceani finanziari capaci di assorbire enormi masse di liquidità senza fare una piega. Oggi, invece, una quota sempre più grande di questa operatività si concentra su singole azioni, dove i volumi

giornalieri sono inevitabilmente più ridotti. Il conto per chi li compra: il decadimento da volatilità. C'è un rischio su cui invece tutti concordano, ed è quello di chi li ha in portafoglio. La promessa del 2x vale per una singola giornata. Al di là delle commissioni, su orizzonti più lunghi incidono altri due fattori: il costo di ripristinare le posizioni ogni sera e un fenomeno matematico chiamato decadimento da volatilità (volatility decay), per cui il valore si erode quando il sottostante oscilla, indipendentemente da dove finisce.

L'esempio più istruttivo è quello in cui il titolo non si muove affatto. Prendiamo venti sedute alternate: +10%, poi -9,09%, poi di nuovo +10%, e così via. Al ventesimo giorno il titolo è esattamente al punto di partenza. I due ETF a leva 2x costruiti su di esso, invece, no.

Simulazione su venti sedute alternate (+10% e -9,09%), che riportano il titolo esattamente al valore iniziale. I fondi replicano ogni giorno il doppio della variazione giornaliera, al lordo di commissioni e costi di finanziamento. Nostra elaborazione.

Il titolo chiude a 100. L'ETF 2x rialzista a 83, il 2x ribassista a 57. Chi avesse comprato entrambi (50 sul

rialzista e 50 sul ribassista), coprendosi perfettamente, avrebbe perso circa il 30% del capitale. Non per un errore di previsione: per costruzione. E queste sono cifre al lordo dei costi.

Con movimenti reali il conto peggiora rapidamente. In luglio SK Hynix ha messo a segno tre sedute da circa -15% ciascuna. Concatenandole: il titolo perde il 38,6%, un ETF 2x perde il 65,7%. Attenzione però al confronto: il doppio della perdita del sottostante sarebbe il 77,2%, quindi il fondo perde 11,5 punti in meno del suo multiplo. In una discesa lineare la leva composta perde meno di quanto il nome faccia pensare, perché ogni caduta si applica a una base sempre più piccola: il decadimento punisce le oscillazioni, non le tendenze. Il problema si sposta sul recupero, che non è simmetrico:

Il tema non è teorico. Alcuni fra i maggiori ETF a leva su SK Hynix hanno perso quasi il 50% dalla quotazione di fine maggio a Seul, e a inizio luglio quasi tutti i prodotti coreani su Samsung e SK Hynix erano scesi sotto il prezzo di collocamento. È anche per questo che negli Stati Uniti le regole hanno di fatto fermato a 2x la leva massima dei nuovi prodotti: i pochi 3x esistenti sopravvivono per ragioni

storiche, e i tentativi di quotarne altri sono stati respinti.

Resta l'ultimo strato di rischio, quello che nessun **p r o s p e t t o** può neutralizzare: quando uno strumento è posseduto in prevalenza da investitori retail, una giornata positiva alimenta la paura di restare fuori e una negativa alimenta il panico. La **m a t e m a t i c a** del decadimento è prevedibile; il comportamento di chi la subisce non lo è.

Su cosa dovremmo fare una riflessione in più...

Il 2x è vero solo per un giorno, e il prospetto lo dice. Tutto il resto -- il mese, l'anno, il rendimento effettivo -- non è nel contratto. Uno strumento tenuto cinque giorni quando è progettato per uno non è un investimento sbagliato: è un uso sbagliato dello strumento.

Chi compra un ETF a leva assume un venditore obbligato. Non è il gestore a decidere: il fondo vende quando il titolo scende e compra quando sale, ogni sera, senza eccezioni. In un portafoglio normale la disciplina è una virtù; qui è un automatismo che lavora sistematicamente al momento peggiore. Rialzista e ribassista non si compensano. Sullo stesso titolo, i due prodotti riequilibrano nella stessa direzione, e chi li detiene

entrambi perde da entrambe le parti. Non esiste copertura fra due strumenti che condividono lo stesso difetto **m a t e m a t i c o**.

La liquidità del sottostante è il vero vincolo, non la dimensione del fondo. Un prodotto da 17 miliardi su un indice mondiale è irrilevante; lo stesso prodotto su una singola azione può diventarne il principale operatore. Prima di comprare un ETF a leva su singolo titolo, la domanda utile è: quanto pesa questo fondo rispetto agli scambi giornalieri di quell'azione?

Il rapporto fra scambi e patrimonio misura l'affollamento. Uno strumento che ogni giorno scambia una frazione elevata del proprio patrimonio è uno strumento in cui probabilmente nessuno sta investendo: stanno tutti scommettendo, insieme, sulla stessa direzione, sullo stesso orizzonte.

Il fatto che sia un ETF non lo rende un investimento. La forma giuridica dice come è costruito il veicolo, non se sia adatto a chi lo compra. Le autorità coreane hanno alzato le barriere d'accesso proprio perché la facilità di acquisto e l'adeguatezza sono due cose diverse.

Un'ultima nota per chi guarda la propria posizione

con l'intenzione di mediare al ribasso. Il decadimento da volatilità non si recupera con la pazienza: agisce ogni giorno che il sottostante oscilla, e aumenta proprio quando la volatilità aumenta, cioè esattamente nei momenti in cui si è tentati di aspettare.

Su un ETF a leva, il tempo non è alleato di chi ha ragione. È un costo fisso.