Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente - CFP®

Macro

In attesa di capire se la fine dello *shutdown* si tradurrà in un ritorno immediato alla normalità nella pubblicazione di dati macro USA e con l'unica certezza del dato occupazionale di settembre che verrà diffuso dal BLS il 20 novembre alle 08.30 ora di Washington, meglio focalizzarsi ancora sulle certezze. A partire da **lunedì 17** e dai dati relativi a PIL giapponese in tutte le sue sottocategorie, alla produzione industriale nipponica e all'asta del titolo decennale indicizzato all'inflazione, cui si appaia quella del pari durata sudcoreano. Sempre il 17, tasso di inflazione in Italia e Canada ed ennesima asta di titoli a 3, 6 e 12 mesi francesi. E se restando in tema, il Tesoro USA proseguirà la sua marcia di finanziamento con asta di Bills a 3 e 6 mesi, attenzione al fuoco di fila di interventi pubblici di membri del board FED. Ben quattro e tutte *big guns*: Waller, Kashkari, Williams e Jefferson. Infine, dato sulla produzione di automobili in Cina.

Martedì 18 si comincia con la pubblicazione delle minute dell'ultima riunione della Banca centrale australiana, cui dovrebbero/potrebbero appaiarsi un numero infinito di numeri macro USA, fra cui import, export, produzione industriale, *capacity utilization*, produzione manifatturiera, flussi netti di capitale, investimenti in bond esteri e soprattutto i flussi generali legati al sistema TIC (Treasury International Capital). **Mercoledì 19** novembre, bilancia commerciale e ordinativi industriali dal Giappone, dinamiche salariali dall'Australia e aste di titoli a 20 anni e 52 settimane sempre in quel di Tokyo.

Inflazione dal Regno Unito in tutte le sue componenti, asta di GILT con scadenza 2035 e una sfilza di dati relativi all'Eurozona, fra cui CPI, inflazione finale e indice flash sul

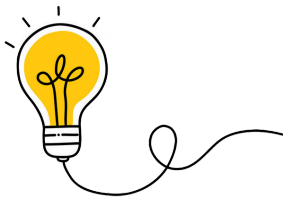
costo del lavoro, oltre a asta di eurobond a 3, 6 e 12 mesi.

Infine, fiducia dei consumatori spagnoli e pubblicazione delle minute dell'ultimo board della FED. **Giovedì 20** novembre *prime rate* sui prestiti a 1 e 5 anni in Cina, indice PPI in Germania e aste di titoli a 7, 10 e 30 anni in Spagna, cui seguirà una maxi-emissione francese con OAT a scadenza 2028, 2031 e 2033 e titoli indicizzati 2036, 2040 e 2053. PPI e indice dei prezzi dei materiali grezzi in Canada, dove si terrà anche l'asta del titolo a 30 anni, mentre negli USA emissione di Bills a 4 e 8 settimane e del decennale TIPS indicizzato all'inflazione. Il tutto con lo spauracchio del dato relativo alla disoccupazione e ai sussidi ad essa legata, tuttora da confermare, mentre pare sicura la diffusione del dato relativo al bilancio FED in vista dello stop al QT del 1 dicembre.

Infine, **venerdì 21 novembre** PMI flash in Australia e tasso di inflazione in Giappone (tutte le componenti), dove di terrà anche l'asta del titolo a 3 mesi. Cambiando continente, indice della fiducia dei consumatori GfK, PMI in tutte le componenti e soprattutto dato sulle vendite al dettaglio nel Regno Unito ma anche PMI composito, manifatturiero e dei servizi in India.

E ancora indice HCOB relativo al PMI in tutte le sue componenti in Francia, Germania ed Eurozona, proprio in contemporanea con il discorso di Christine Lagarde. Infine, dati su costruzioni e immobiliare, manifattura, vendite al dettaglio e all'ingrosso in Canada. Mentre quasi certamente verrà diffuso il dato (non federale) dell'Università del Michigan legato a prospettive inflazionistiche a 5 anni, sentiment finale dei consumatori sia a livello di aspettative che di condizioni attuali negli USA dopo il disastroso preliminare di due settimane fa. Di fatto, un *proxy* del dato CPI non pubblicato. Tutto in contemporanea con un terzetto di oratori FED di primo piano: Jefferson, Logan e Barr. E in attesa di capire, come, quando e se 50 giorni di *data freeze* verranno recuperati.

Cosa vuol dire?



In sintesi:

La settimana presenta un flusso impressionante di dati macro e aste sovrane distribuite tra Asia, Europa e Nord America, mentre negli Stati Uniti si resta sospesi per gli effetti dello shutdown sulla pubblicazione delle statistiche ufficiali. Si parte il 17 con un pacchetto corposo dal Giappone (PIL, produzione industriale, aste), inflazione da Italia e Canada e un fitto calendario di emissioni francesi e statunitensi. A ruota arrivano minute di banche centrali (Australia e FED), dati commerciali e industriali dal Giappone, inflazione UK, indicatori eurozona e nuove aste su vari mercati. Il 20 tocca a Cina, Germania, Spagna, Francia e Canada, oltre ai TIPS USA e al bilancio FED in vista dello stop al QT. La settimana si chiude il 21 con PMI, inflazioni, fiducia dei consumatori e un altro round di interventi FED, mentre il mercato attende ancora di capire se e quando verranno recuperati i 50 giorni di dati mancanti negli USA.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Il quadro è quello di una settimana a volatilità potenzialmente elevata: l'accumulo di dati globali può fornire segnali direzionali a breve, ma la mancanza di statistiche chiave USA rischia di amplificare reazioni e interpretazioni. I mercati obbligazionari restano al centro dell'attenzione, con un'ondata di aste che può influenzare rendimenti e curva, mentre gli interventi dei membri FED potrebbero orientare aspettative su tassi, inflazione e tempistiche dello stop al QT. In Europa il focus rimane su inflazione e PMI, utili per misurare la tenuta ciclica; in Asia, Giappone e Cina forniscono indizi su domanda interna e condizioni manifatturiere. Nel complesso, ci si può aspettare movimenti più guidati dal sentiment e dalle forward guidance che dai dati americani—almeno finché la normalità statistica non sarà pienamente ristabilita.

La decisione di Michael Burry di chiudere il proprio fondo (pur avviando una newsletter) con la motivazione di non riuscire più a operare in un mercato sempre più distante dai fondamentali suggerisce la necessità di riconsiderare l'approccio analitico. Invece di attendere un eventuale ribasso - che finora non si è concretizzato – diventa più utile concentrarsi sulle dinamiche che caratterizzeranno la fase successiva. Alla luce degli sviluppi recenti **(AI_POWER5)**, emerge un quadro più definito.

È ormai riconosciuto che esista una bolla legata all'AI; tuttavia, considerando l'elevato leverage che la sostiene e il peso del settore sugli indici azionari, è improbabile assistere a uno scenario analogo al 1999 o al 2008. Ciò rende plausibile una fase di rotazione, o meglio di trasformazione strutturale, come indicato dal secondo grafico **(AI_POWER11)**. Questo prospetta un possibile spostamento dei capitali verso applicazioni legate alla produttività e all'economia reale, dopo una fase iniziale dominata dalla domanda di GPU e dagli investimenti in data center.

Negli ultimi mesi è emerso però un problema centrale: le esigenze energetiche. I grafici **(AI_POWER 1, 4, 6, 7** e **8)** evidenziano chiaramente come l'attuale disponibilità di energia sia insufficiente rispetto agli sviluppi del settore.

La Cina appare competitivamente avvantaggiata sotto questo profilo, mentre a livello globale la crescente richiesta impone un ripensamento radicale delle infrastrutture energetiche. L'AI è diventata un settore "too big to explode", ma al tempo stesso necessita di un'espansione massiccia della capacità energetica per poter sostenere la sua crescita.

Il grafico sul power shortfall lo conferma: nel giro di un anno, il divario tra domanda e disponibilità energetica negli Stati Uniti legata all'AI è salito da 36 GW a 44 GW. Secondo Morgan Stanley, con un costo stimato di circa 60 miliardi di dollari per GW, questo implica necessità di finanziamento pari a 2,5 trilioni di dollari solo per l'adeguamento della rete – cifra che non include i costi per i data center già pianificati. Per dare una misura ulteriore, OpenAI ha dichiarato l'obiettivo di raggiungere 26 GW di capacità computazionale per l'utilizzo dei propri chip, un valore paragonabile alla potenza necessaria a coprire il fabbisogno elettrico dell'intero stato di New York durante il picco estivo.

Questo porta a una domanda chiave: il settore energetico tornerà a ricoprire un ruolo simile a quello del passato all'interno dello S&P 500? La risposta non è scontata. Nel breve-medio termine, infatti, gas e carbone restano indispensabili per alimentare il comparto AI, con implicazioni significative per il paradigma della transizione green. Inoltre, la Cina – che ha ignorato molte delle restrizioni adottate in Occidente – si trova oggi in una posizione di netto vantaggio competitivo.

Un ulteriore elemento critico riguarda i possibili squilibri finanziari. I grafici **(AI_POWER 3, 9 e 10)** mostrano il livello di liquidità che sostiene il rally azionario, in contrasto con i limiti imposti dalle carenze energetiche. Questo gap non può essere colmato in tempi brevi e contribuisce a mantenere aperta la distanza tra le proiezioni narrative e la realtà operativa. Le stime di JP Morgan indicano che lo sviluppo globale dei data center AI richiederebbe 650 miliardi di dollari di ricavi annuali fino al 2030 per generare un ritorno del 10%, equivalente a circa 58 punti base del PIL globale. In termini concreti, ciò equivarrebbe a un costo di 35 dollari al mese per utente iPhone o 180 dollari al mese per abbonato Netflix.

Il tema centrale diventa quindi come il mercato possa affrontare il rischio senza assistere a uno scoppio disordinato della bolla. Il grafico **(AI_CDS)** segnala un indicatore rilevante: l'aumento dei credit default swap delle principali società del comparto, in particolare Oracle e Coreweave. La crescita rapida dei CDS, soprattutto sul benchmark a 5 anni, traduce il rischio percepito dagli operatori. Con 50 punti base il rischio di default è del 4%, con 100 punti base dell'8%. Oracle ha toccato 118 punti base, mentre Coreweave ha raggiunto 711,250 punti base (+53% dall'inizio di ottobre), implicando un rischio di default del 45% nei prossimi cinque anni.

Sul piano del rating obbligazionario, i livelli di cash spread indicano che circa 110 punti base equivalgono a un rating BBB, 175 punti a BB, 290 a B e 640 a CCC. Coreweave, quindi, presenta già oggi un profilo assimilabile a un'obbligazione high yield estremamente rischiosa. Anche i bond di società solide come Oracle hanno subito correzioni, come dimostra il calo dell'8% del suo trentennale emesso a settembre da 3,5 miliardi di dollari. I grafici **(AI_SPREAD** e **AI_POWER2)** mettono in evidenza l'acuirsi di queste tendenze nel breve periodo.

Il punto è che, storicamente, il mercato obbligazionario tende a segnalare in anticipo squilibri che l'azionario ignora o ritarda a prezzare. Per questo è difficile immaginare che la Federal Reserve possa intervenire con un programma su misura di acquisto di bond distressed del settore AI senza che prima emerga un caso significativo di difficoltà finanziaria.

In altre parole, potrebbe essere necessario un "incidente controllato" o uno shock per attivare una risposta sistemica. A meno che non si presenti, nel mercato obbligazionario, un settore o un emittente che funga da alternativa nel ruolo di "agnello sacrificale". Questo tema verrà approfondito nella sezione dedicata al mercato del credito.

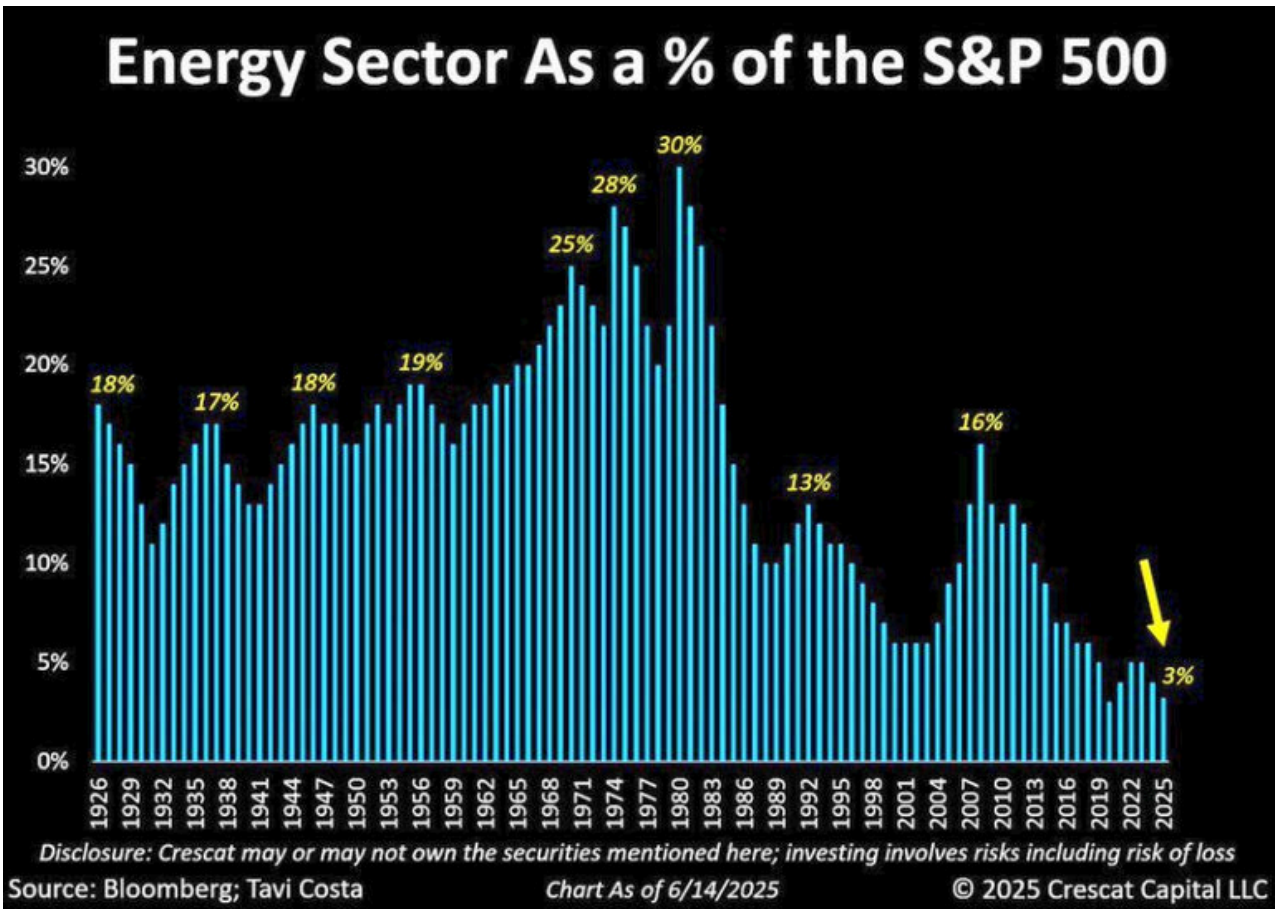
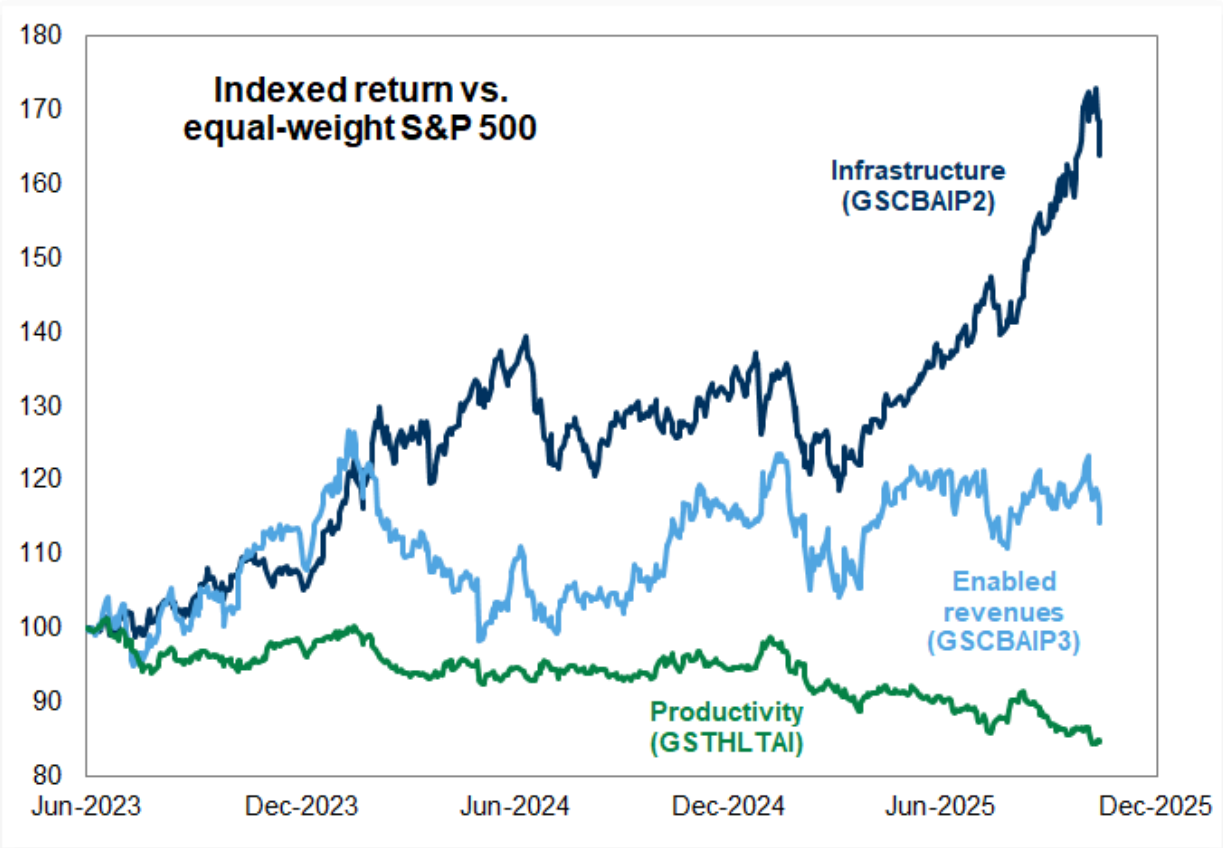


*Immagine AI_POWER5 - **Fonte** Bloomberg; Tavi Costa*

Exhibit 5: Performance of AI-exposed equities



GSCBAIP2 and GSCBAIP3 maintained by GBM.

Source: Goldman Sachs FICC and Equities, Goldman Sachs Global Investment Research

*Immagine AI_POWER11 - **Fonte** Goldman Sachs*

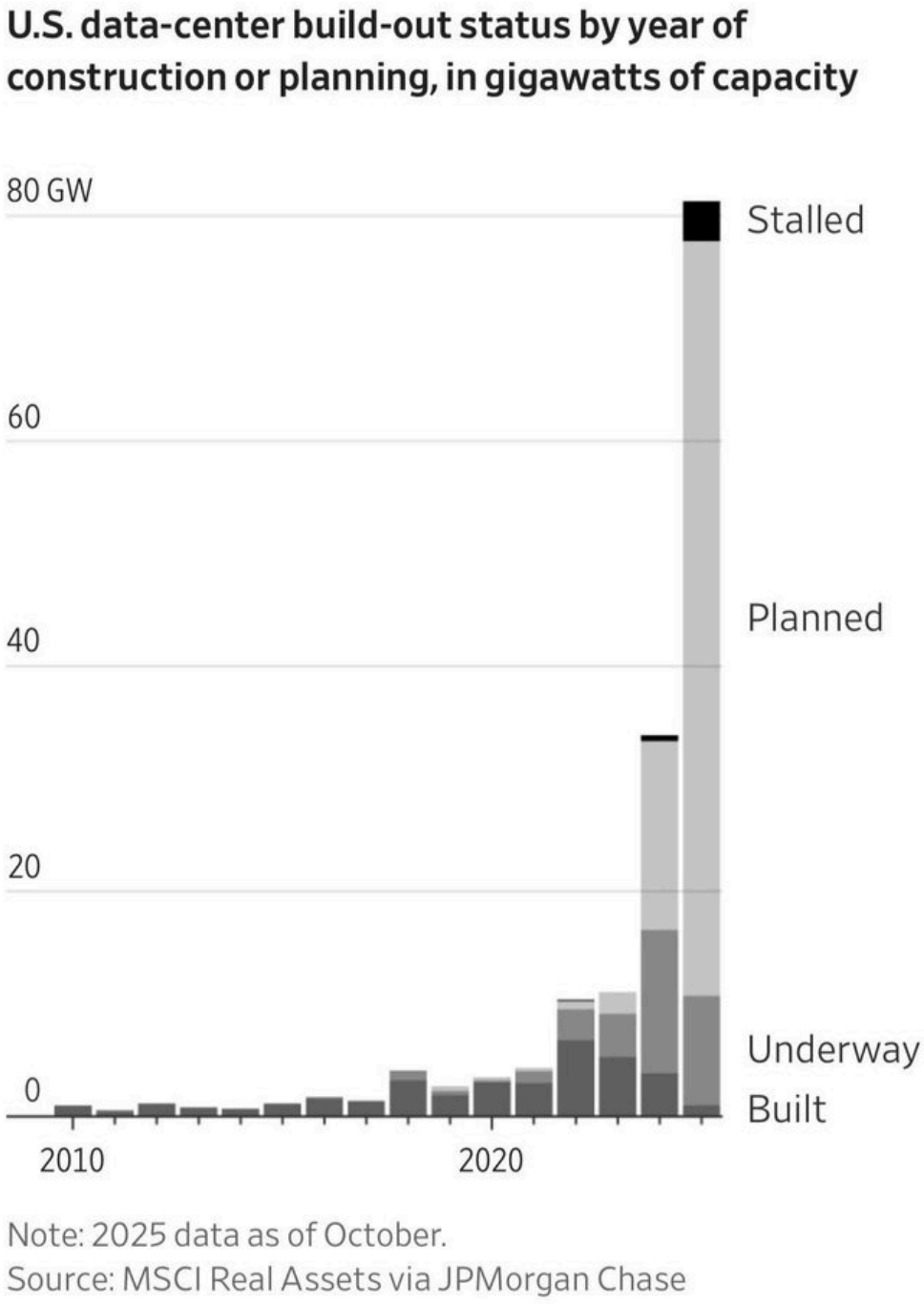
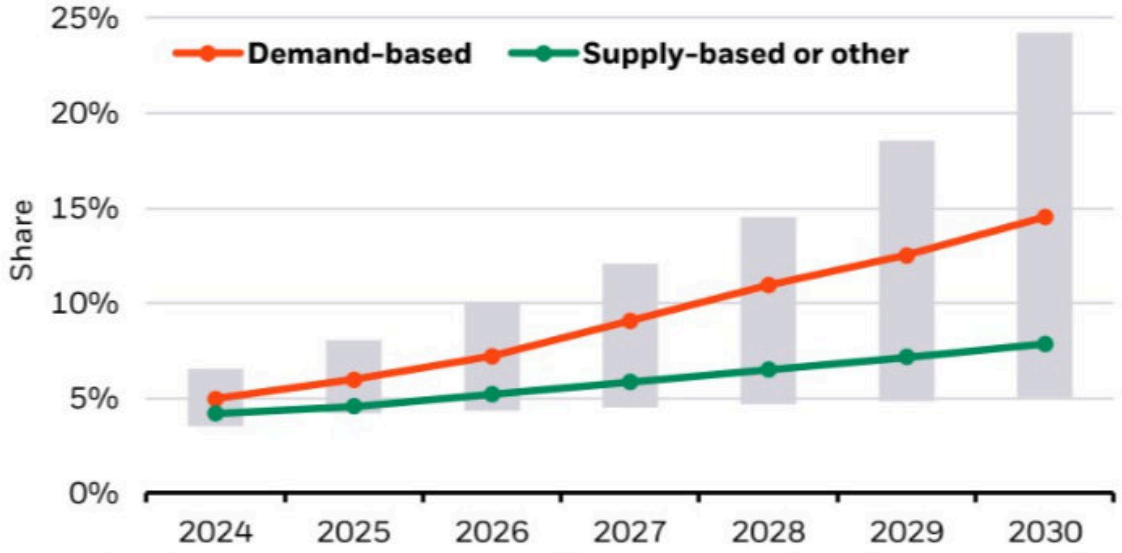


*Immagine AI_POWER1 - **Fonte** MSCI REal Assets via JP Morgan Chase*

were also hot topics on how the future of finance mega force is quickly evolving.

Facing constraints

U.S. data center power demand as a share of total, 2024-2030



Forward looking estimates may not come to pass. Source: BlackRock Investment Institute, based on sources reviewed by BloombergNEF, November 2025. Note: Grey bars show the total range, while lines denote the median of data center power demand forecasts by method as a share of 2024 U.S. total power demand, including traditional data centers and artificial intelligence (AI) data centers and excluding cryptocurrency and data transmission networks demand.

The AI theme took center stage at our 2026 Outlook Forum last week. The AI

*Immagine AI_POWER4 - **Fonte** BlackRock*

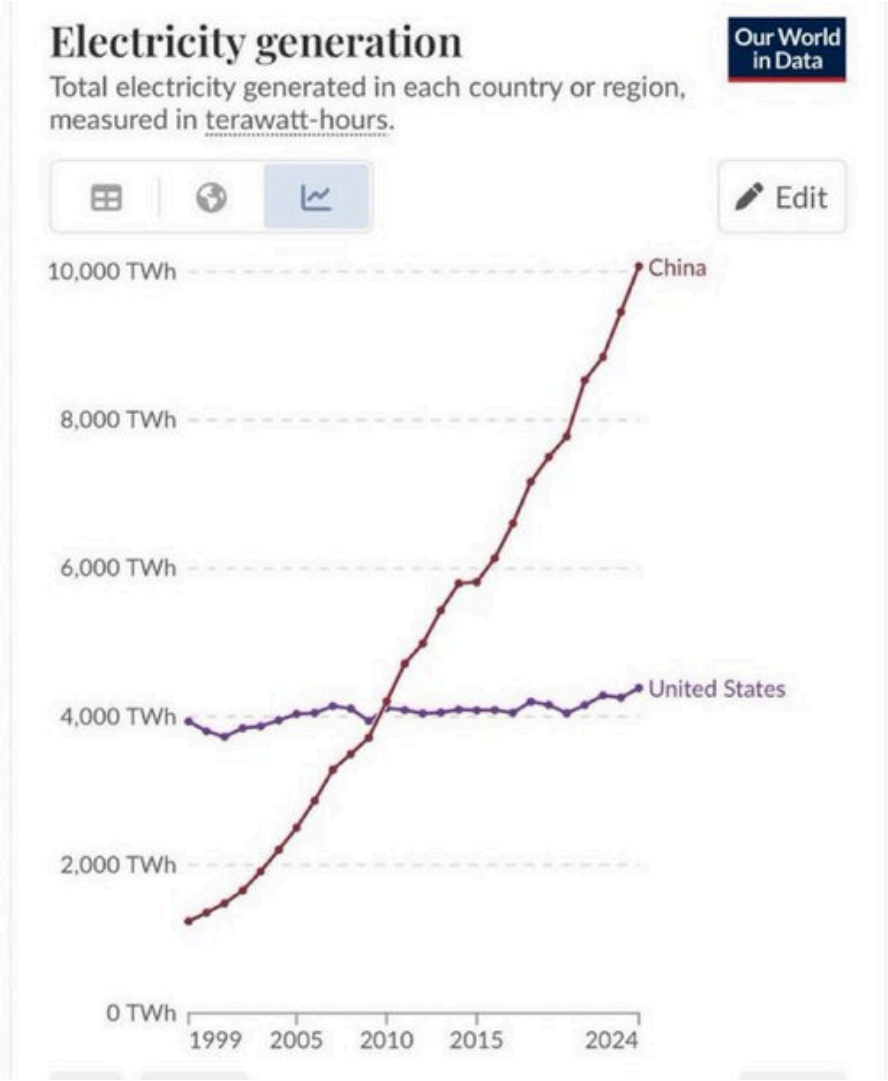
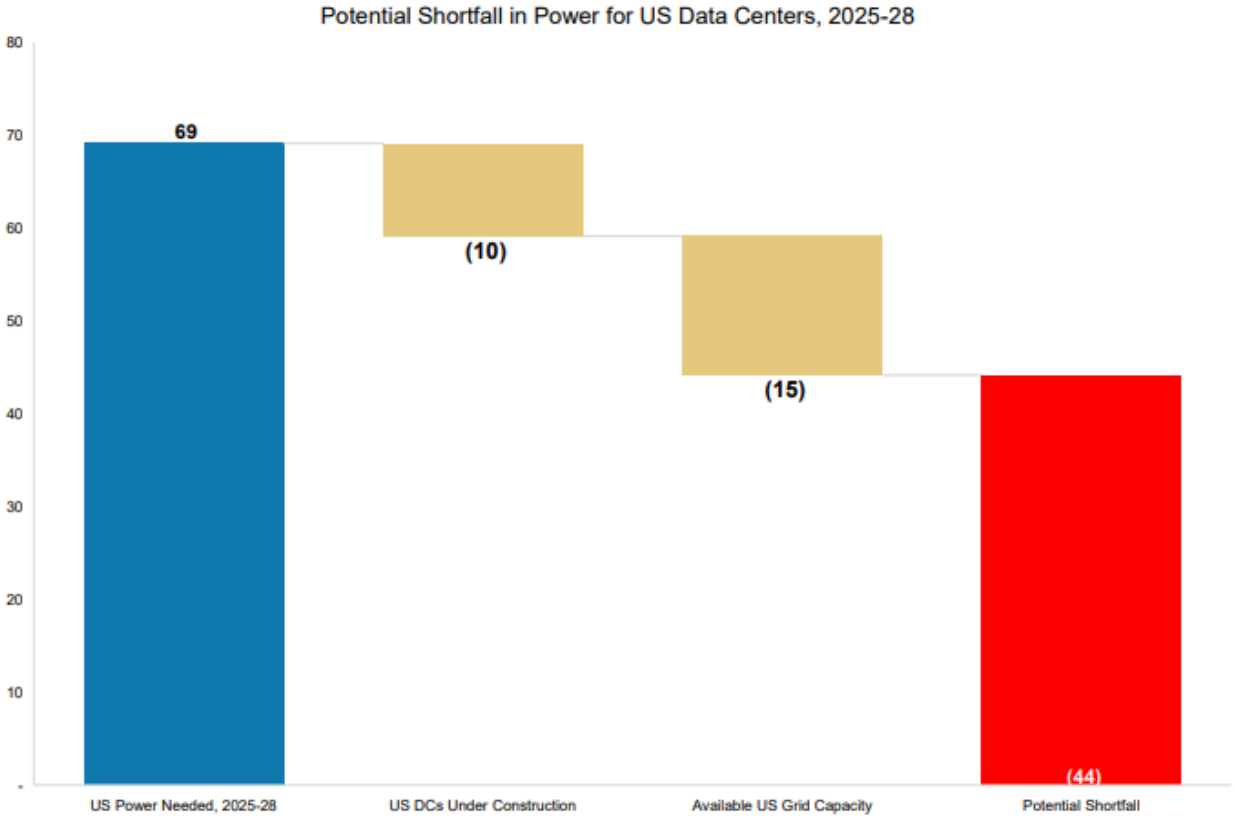


*Immagine AI_POWER6 - **Fonte** Our World in Data*

Exhibit 4: We see the risk of a "power shortfall" for US Data Centers



Source: Morgan Stanley Research

*Immagine AI_POWER7 - **Fonte** Morgan Stanley Research*

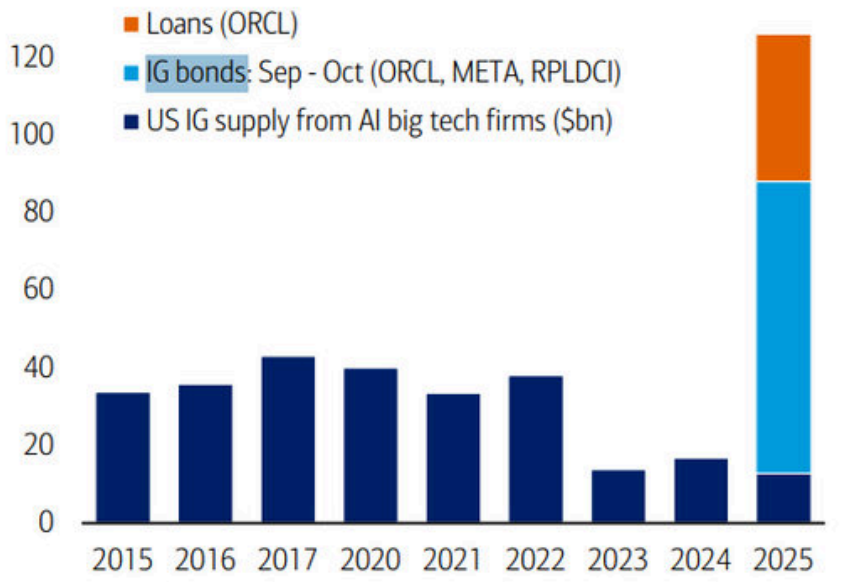
Figure 15: Estimated capex associated with OpenAI's recent Nvidia, AMD and Broadcom capacity agreements ($ in billions)

Partner	Scenario	DC Capex per GW	Compute Partner Revenue per GW	Capacity Agreement (GW)	Total DC Capex	Total Partner Revenue
NVIDIA	*High case*	$50	$30	10	$500	$300
	Low Case	$60	$35	10	$600	$350
AMD	*High case*	$40	$15	6	$240	$90
	Low Case	$50	$25	6	$300	$150
Broadcom	*High case*	$45	$25	10	$450	$250
	Low Case	$55	$30	10	$550	$300
Total	***High case***			**26**	**$1,190**	**$640**
	Low case			**26**	**$1,450**	**$800**

Source: Company reports, J.P. Morgan estimates

*Immagine AI_POWER8 - **Fonte** Company reasearch, J.P. Morgan estimates*

Exhibit 5: Borrowing to fund AI datacenter spending has exploded
IG bond market supply from META ($30bn), ORCL ($18bn) and RPLDCI ($27bn) totaled $75bn, and that's not counting the $38bn loan tied to Oracle.



Source: BofA Research Investment Committee, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

*Immagine AI_POWER3 - **Fonte** Bank of America Research Investment Committee, Bloomberg*

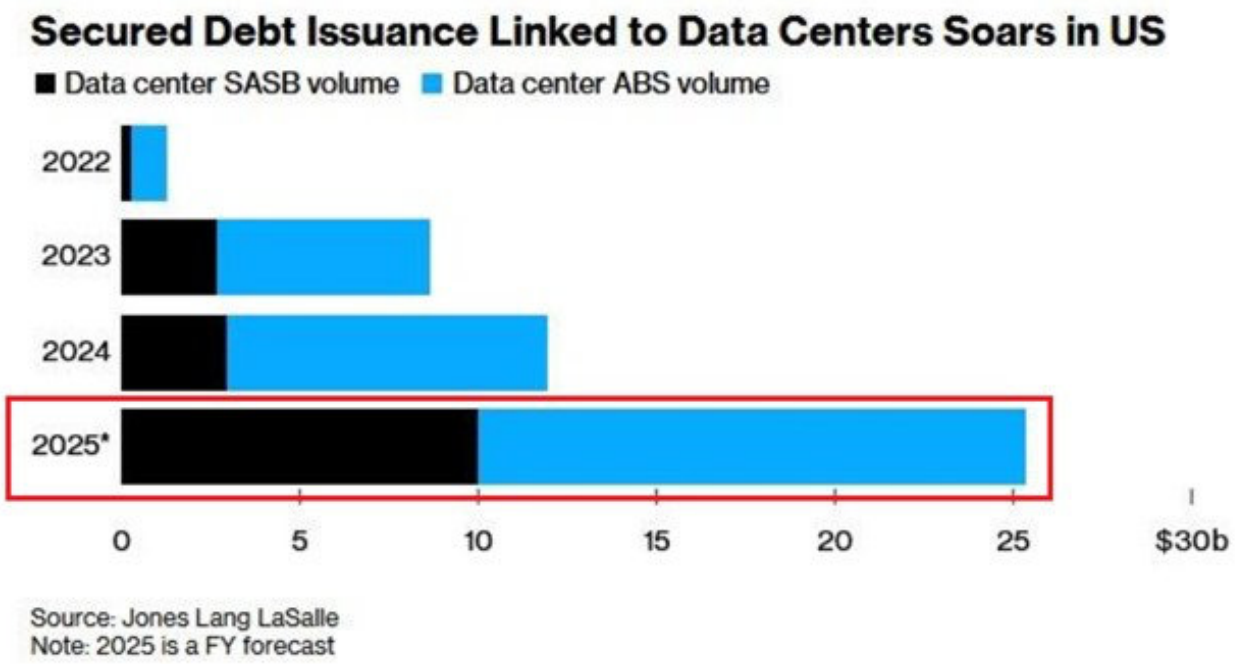


*Immagine AI_POWER9 - **Fonte** Jones Lang LaSalle*

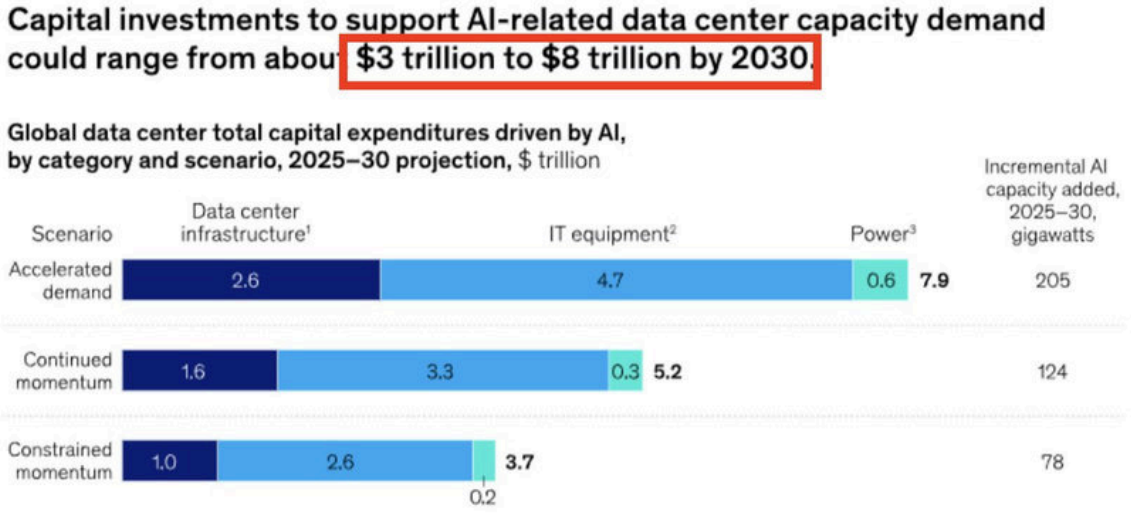


*Immagine AI_POWER10 - **Fonte** Jones Lang LaSalle*

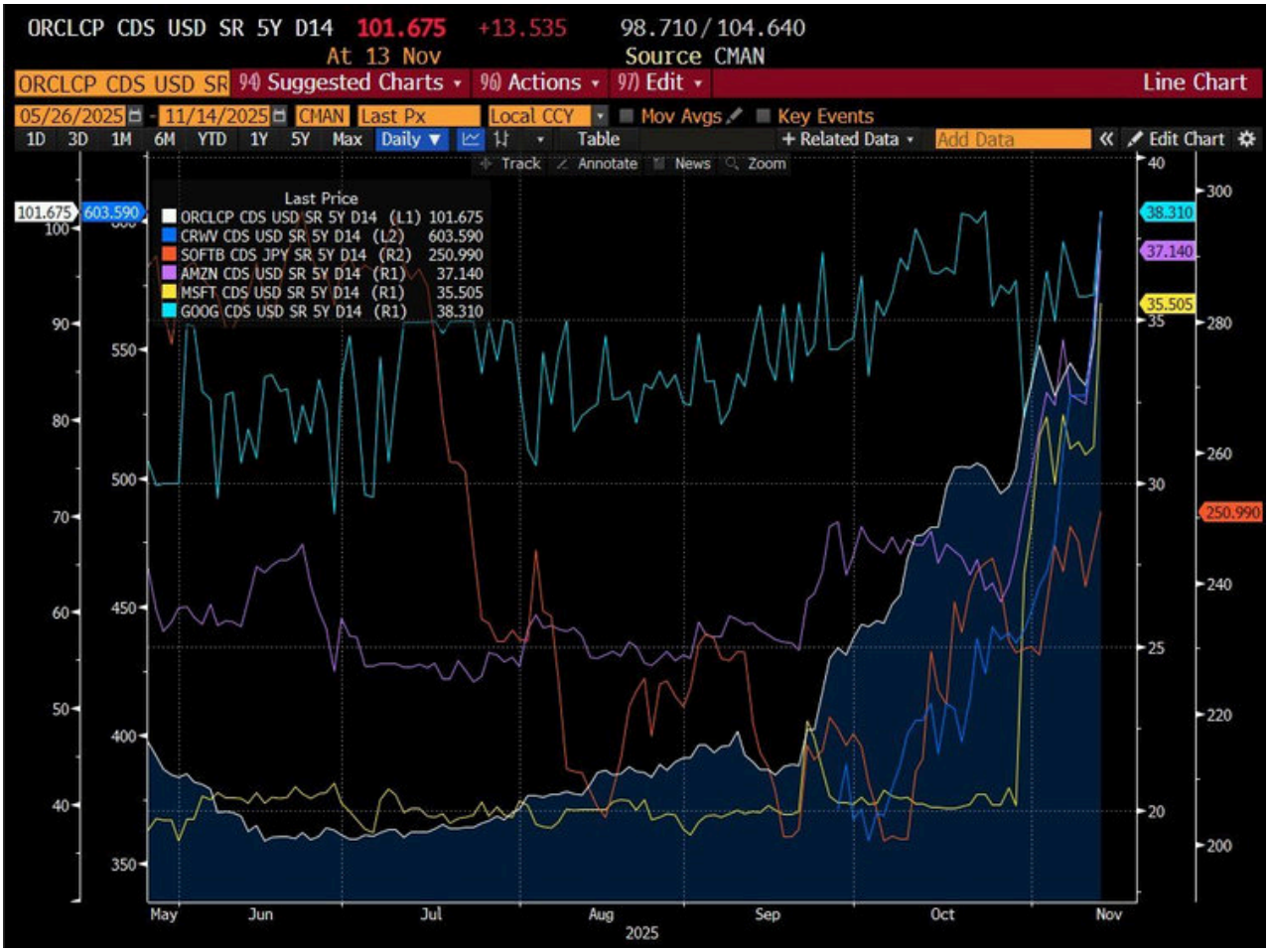


*Immagine AI_CDS - **Fonte** Bloomberg*

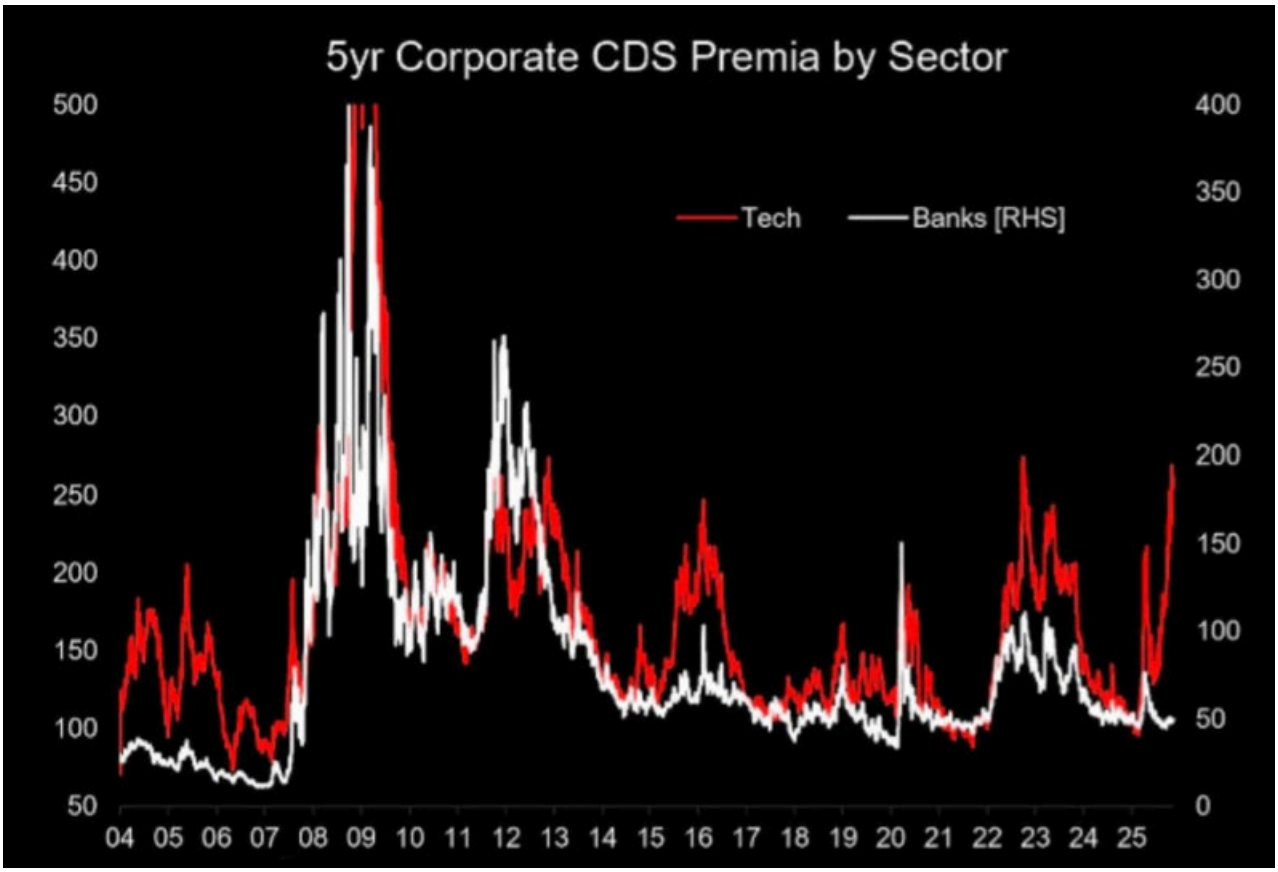
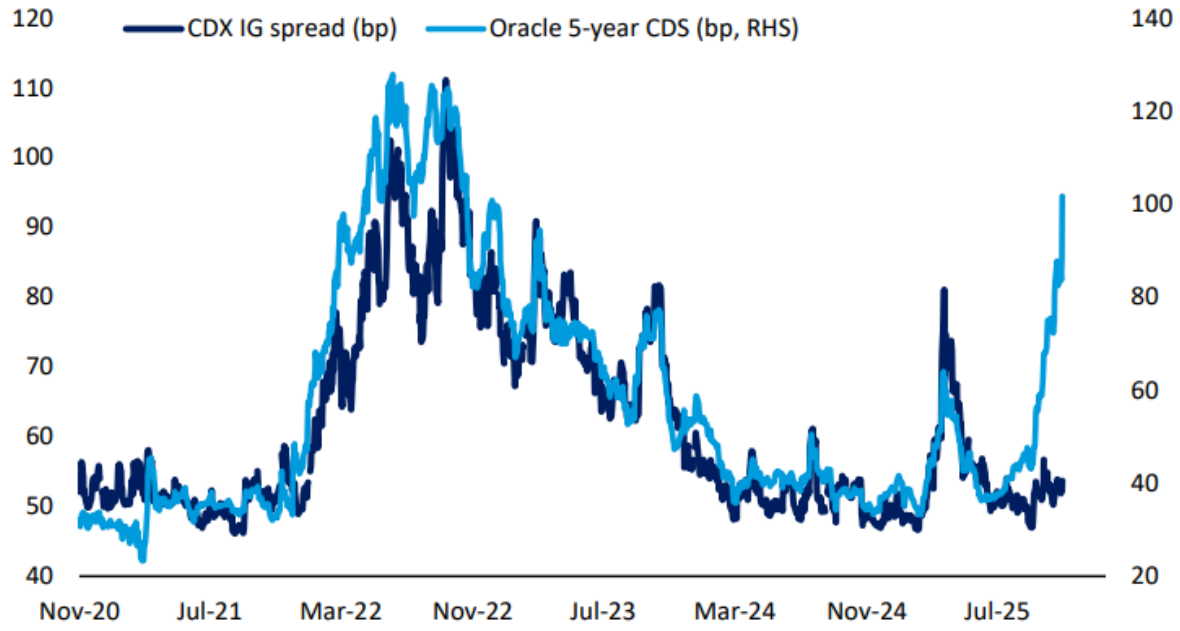


*Immagine AI_SPREAD - **Fonte** n.d.*

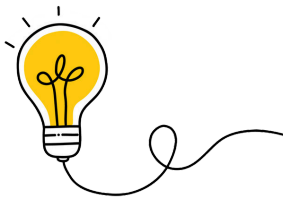
Chart 2: Trouble in Paradise
CDX IG bond spreads vs Oracle 5-year Credit Default Swap (bps)



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

*Immagine AI_POWER2 - **Fonte** Bank of America Global Research*



In sintesi:

La decisione di Michael Burry di chiudere il suo fondo, motivata da un mercato ormai lontano dai fondamentali, mi porta a spostare l'attenzione sulle dinamiche che potrebbero caratterizzare la fase successiva. La bolla dell'AI esiste, ma l'elevato leverage e il peso del settore sugli indici rendono improbabile un epilogo in stile 1999 o 2008: è più realistico immaginare una trasformazione graduale **(AI_POWER5, AI_POWER11)**, con capitali che si muovono verso applicazioni più legate alla produttività e all'economia reale. Il vero punto critico riguarda però l'energia: i dati **(AI_POWER 1, 4, 6, 7 e 8)** mostrano un fabbisogno in forte aumento, con un power shortfall USA passato da 36 a 44 GW e investimenti stimati in 2,5 trilioni di dollari solo per adeguare la rete. Le richieste future, come i 26 GW dichiarati da OpenAI, rendono evidente che la crescita dell'AI dipenderà dalla capacità di espansione infrastrutturale e dalla disponibilità di fonti energetiche.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Le prime tensioni stanno emergendo sul credito: l'impennata dei credit default swap **(AI_CDS)** segnala un aumento del rischio per aziende come Oracle (118 punti base) e soprattutto Coreweave (711,250 punti base, +53%), con un rischio di default attorno al 45% nei prossimi cinque anni. I cash spread collocano Coreweave in area altamente speculativa e anche i bond di società più solide, come il trentennale Oracle, stanno correggendo. I grafici **(AI_SPREAD** e **AI_POWER2)** mostrano come l'obbligazionario stia già prezzando gli squilibri che l'azionario continua a ignorare. In un contesto simile, è difficile immaginare un intervento immediato della Federal Reserve senza un evento di stress rilevante: potrebbe servire uno shock, o un default simbolico, per innescare una risposta sistemica. Alternativamente, il mercato potrebbe individuare un altro "agnello sacrificale" in grado di assorbire le tensioni e rimandare il momento della resa dei conti.

Secondo quanto riportato dal *Financial Times*, la Federal Reserve di New York avrebbe convocato una riunione straordinaria con le principali banche statunitensi per discutere le recenti tensioni legate alla liquidità di mercato. Parliamo degli stessi segnali di stress su SOFR e sul mercato repo già approfonditi nella precedente newsletter.

Se confermata, questa iniziativa ricorderebbe – sia pure in scala molto ridotta – gli incontri che si svolsero nello stesso edificio alla vigilia del crollo di Lehman Brothers. Una mossa che contrasterebbe la narrazione rassicurante secondo cui gli eventi tra fine ottobre e inizio novembre sarebbero imputabili quasi esclusivamente a normali fenomeni di *window dressing*.

A questo punto, se l'allarme è reale, chi potrebbe trovarsi in difficoltà?

Escludendo esposizioni collegate ai grandi nomi dell'AI, che richiederebbero ben altri movimenti del SOFR e drenaggi molto più consistenti sul repo, restano due categorie potenzialmente coinvolte. Uno, le **banche regionali,** fortemente esposte alle tranche più rischiose dei CMBS, le cartolarizzazioni legate al commercial real estate, settore in cui le delinquencies hanno ormai superato i picchi della Grande Crisi Finanziaria.

Secondo, **il private credit**, in virtù delle sue esposizioni bancarie verso soggetti come First Brands, che hanno già provocato vittime rilevanti come Jefferies, UBS e la giapponese Norinchukin.

A questo proposito, il grafico **(FOREIGN)** aiuta a contestualizzare la situazione: se – come sembra suggerire la riunione della FED di New York – lo stress osservato nella "plumbing" finanziaria ha un impatto sistemico, questo appare concentrato sulle sussidiarie statunitensi di banche estere. Un dato coerente con i 400 miliardi di dollari di drenaggio di liquidità accumulati negli ultimi quattro mesi. Una vera e propria "fame" di dollari, compatibile con il tentativo di evitare il più possibile l'innesco di margin call che metterebbero allo scoperto fragilità latenti.

Ma va prestata particolare attenzione anche a **(MEDALLIA 1** e **2)** e alla frase che circola in questi giorni nei desk:

"Illiquidity premium includes the premium of making up your own price."

Il caso infatti riguarda lo scarto valutativo applicato al medesimo prestito cartolarizzato verso la stessa società, Medallia – un'azienda di *customer journey* con sede a San Francisco – da parte di Apollo e KKR.

Sempre la stessa fonte commenta:

"In the land of private credit, 4 point mark-to-market divergences might not be a big deal, but what about 14 points?"

Che cosa può complicarsi in un mercato simile? Due aspetti, principalmente:

Primo, la crescente biforcazione dei valori.

Se il trend attuale dovesse proseguire, il 2026 potrebbe essere il primo ciclo in cui la credibilità delle valutazioni diventa un fattore competitivo tra i vari lender. E, come spesso accade, questi processi di selezione non sono mai indolori.

Secondo, il ritorno – volontario o imposto – a criteri di mark-to-market.

Questo obbligherebbe a una *price discovery* più trasparente su asset particolarmente esposti alla biforcazione, come appunto le securities loan-backed. E la platea potenzialmente coinvolta sembra più ampia di quanto si possa immaginare. I valori in gioco, almeno sulla carta, sarebbero gestibili dal sistema prima che si inneschi un rischio di contagio sulla controparte; ma l'incertezza resta elevata.

In sostanza, se la Federal Reserve di New York ha ritenuto necessario convocare un confronto, probabilmente i segnali sul mercato vanno oltre il semplice *window dressing*. I numeri lo suggeriscono.

E mentre le esposizioni verso l'AI o le cartolarizzazioni più estreme nel settore immobiliare sono identificabili e monitorabili prima che vengano superati punti di non ritorno, mismatch valutativi così marcati su asset opachi come le securities *loan-backed* rischiano di offuscare la visibilità complessiva. Anche perché nessun soggetto – tra auditor e agenzie di rating – vuole essere ricordato come il detonatore di una nuova potenziale crisi subprime.

Conclusione: occhio ad alcuni indici, e particolare attenzione alle cartolarizzazioni che presentano gap di valutazione e di pricing chiaramente divergenti.

Tornando alla domanda iniziale: sarà forse il private credit, con l'ennesima manifestazione delle sue criticità latenti, a innescare quel "piccolo incidente controllato" che potrebbe riportare in campo la FED, proprio come avvenne con la crisi repo del settembre 2019?

Alla filiale di New York, a giudicare dalle mosse, sembra abbiano preferito muoversi d'anticipo. Una sorta di revisione preventiva dei freni.

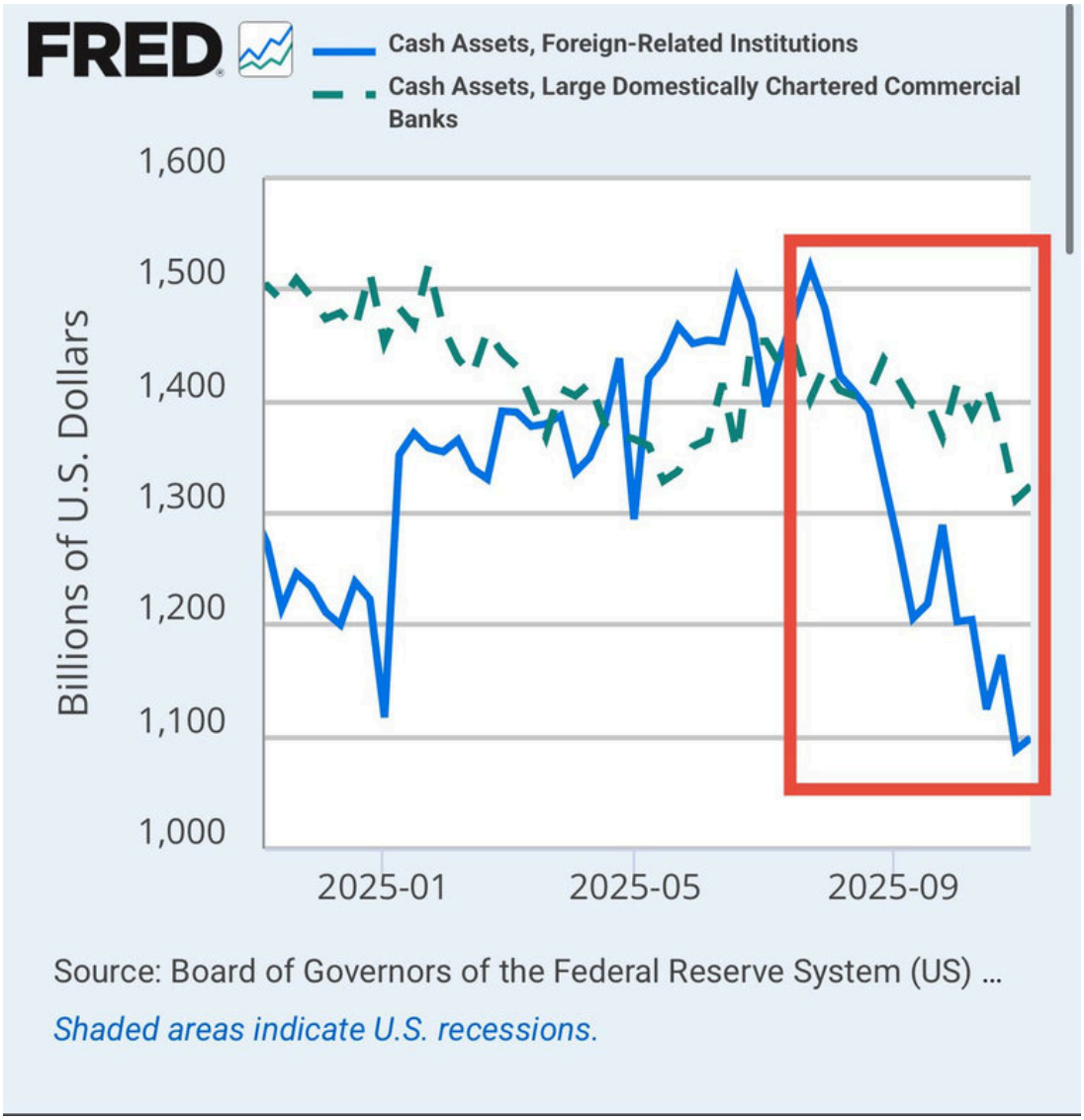


*Immagine FOREIGN - **Fonte** Fred*

Wealth | Investing

Apollo, KKR See Record-Wide Gap on Valuing Stressed Private Loan



The Apollo Global Management office in New York. *Photographer: Jeenah Moon/Bloomberg*

By Davide Scigliuzzo and Ellen Schneider
November 13, 2025 at 10:07 AM EST

*Immagine MEDALLIA1 - **Fonte** Davide Scigliuzzo e Ellen Schneider*

Marks on Medallia Loan Diverge

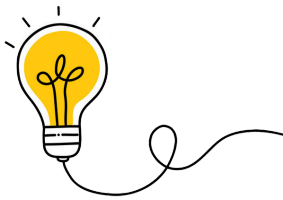
Fair value assigned to Medallia's private credit loan (cents on the $)

	9/30/25	6/30/25	3/31/25	12/31/24	9/30/24	6/30/24
Blackstone	82	87	89	94	95	98
Apollo	77	87	87	87	100	100
FS KKR	91	91	95	98	100	100
Monroe	84	89	98	99	99	100
Onex	81	92	96	96	99	100
HPS	—	89	91	94	99	98
Antares	—	97	98	98	—	—

Source: SEC filings, Bloomberg.
Note: Data only includes lenders that hold the position in funds such as Business Development Companies that are required to make quarterly disclosures.

Bloomberg

*Immagine MEDALLIA2 - **Fonte** Bloomberg*



In sintesi:

La Federal Reserve di New York avrebbe convocato una riunione straordinaria con le principali banche per approfondire segnali di tensione sulla liquidità, già visibili su SOFR e mercato repo. Se questa mossa fosse confermata, indicherebbe che le dinamiche osservate non sono semplici effetti di window dressing. I soggetti più esposti sembrano due: le banche regionali, gravate da CMBS legati a un commercial real estate in deterioramento, e il private credit, già responsabile di casi problematici come First Brands e con impatti su istituzioni quali Jefferies, UBS e Norinchukin. I dati mostrano inoltre che il principale stress riguarda le sussidiarie USA di banche estere, che negli ultimi quattro mesi hanno assorbito 400 miliardi di drenaggio di liquidità. A ciò si aggiunge il caso Medallia **(MEDALLIA 1** e **2)**, che evidenzia divergenze di prezzo fino a 14 punti tra valutazioni di Apollo e KKR, segnale di un mercato dove la scarsa trasparenza può generare distorsioni rilevanti.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Le criticità evidenziate potrebbero accentuare due dinamiche: una crescente biforcazione nelle valutazioni, che renderebbe il 2026 un punto di svolta per la credibilità dei lender, e un progressivo ritorno al mark-to-market, con conseguente price discovery su asset opachi come le securities loan-backed. Questo contesto aumenta il rischio di sorprese e correzioni improvvise, soprattutto dove i mismatch valutativi sono più marcati. È plausibile che il private credit diventi l'epicentro di un "incidente controllato", potenzialmente abbastanza serio da richiedere un nuovo intervento della FED, sulla falsariga della crisi repo del 2019. Il fatto che la filiale di New York abbia anticipato il confronto lascia intendere che si stia preparando a gestire eventuali tensioni prima che emergano in modo più evidente.

Più che una commodity, un trend. E un interrogativo. Cosa attenderci dalla crescita e dal commercio globale, stando a segnalatori in netta controtendenza come questi **(RATES 1, 2** e **3)**. Le tariffe di trasporto stanno patendo un netto raffreddamento, un qualcosa che normalmente non accadrebbe a pochi giorni da un periodo di feste pressoché ininterrotto come quello che partirà dal Giorno del Ringraziamento (27 novembre) e terminerà con le festività natalizie e per l'anno nuovo. E anche il dato del tonnellaggio merci in partenza dalla Cina verso il supermercato a cielo aperto chiamato America lascia trapelare qualche dubbio, poiché a fronte di un dato di agosto a +2% si è passati al -9% di settembre e al -7% di ottobre. Un trend tutt'altro che normale. Sempre ricordando come il PIL degli Stati Uniti sia basato al 70% sui consumi personali. Ovviamente, il problema americano rappresenta un segreto di Pulcinella che l'intervento di Donald Trump su dazi e tariffe legate a beni alimentari ha svelato in modalità Re nudo. Il dato inflazionistico di ottobre, ancorché occultato, certamente si attestava sui massimi da almeno sei mesi. E centrava in pieno le peggior previsioni degli analisti.

Ovvero, +3,2%. Unendo quindi a un'inflazione che morde, un record di licenziamenti (20.000 in un solo colpo da parte di Verizon) e l'esplosione di *delinquencies* oltre i 90 giorni su tutte le principali categorie del finanziamento e del credito al consumo, salite oltre al record del 2008-2009, il risultato non può che essere quello raccontato da quei grafici. Ma ecco che Dr. Copper, lo storico barometro dello stato di salute dell'economia mondiale, arriva a intorbidire le acque dell'analisi con il suo +25% da inizio anno. E il massimo storico di valutazione, quasi a voler telegrafare orizzonti più che rosei davanti a noi. Almeno se visti attraverso lenti color rame. Ma quanto incorpora dell'ormai storico deficit di offerta e della prospettiva di un altro ciclo di *nominal money printing* quel prezzo record e quanto, quindi, va ricondotto a ondate altrettanto cicliche di deflazione, le stesse che proprio la Cina sta innescando ormai da settimane? Insomma, attenzione ai falsi segnali del rame. E ai suoi record.

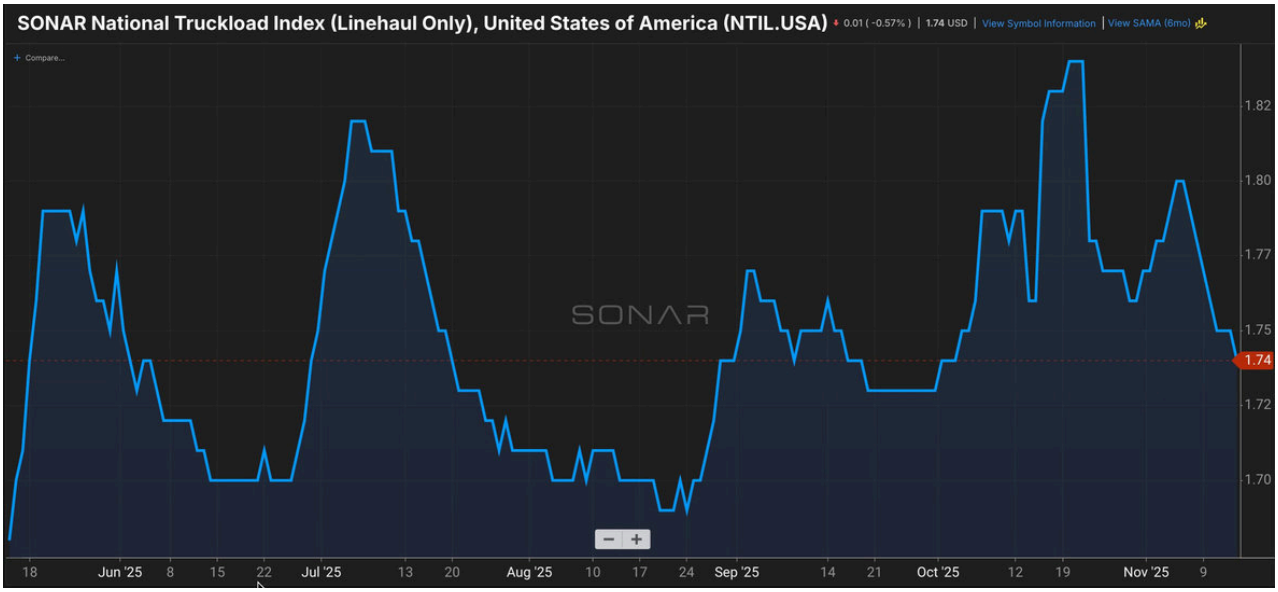


*Immagine RATES 1 - **Fonte** Sonar*

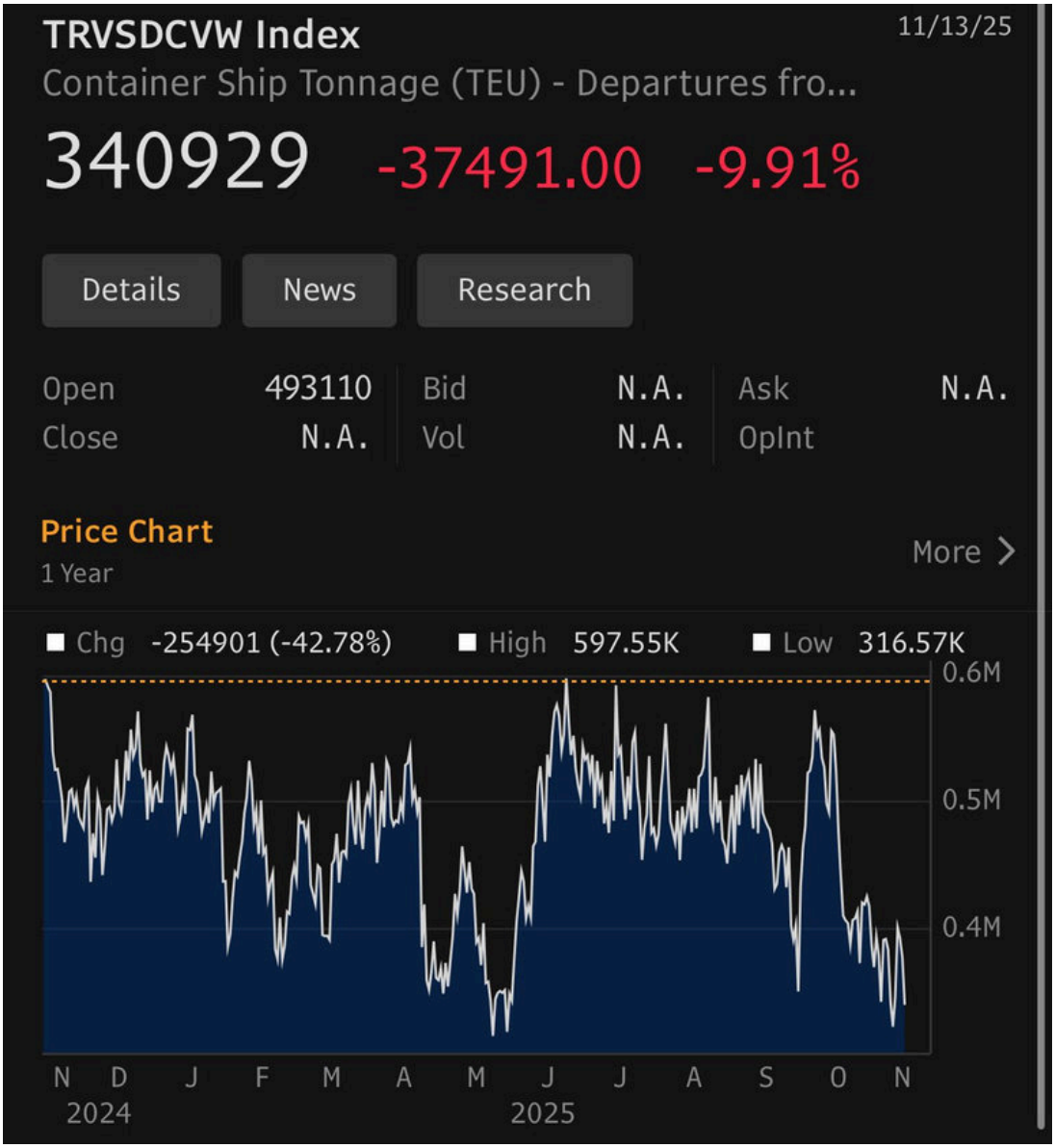


*Immagine RATES 2 - **Fonte** n.d.*

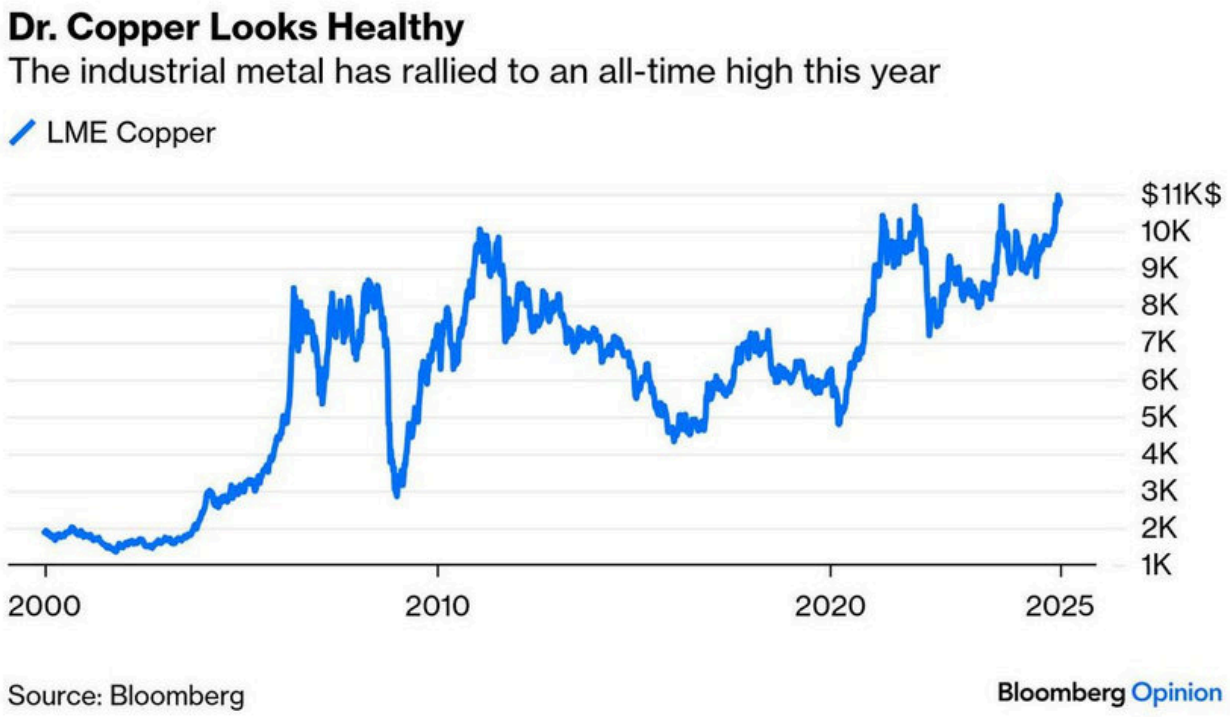
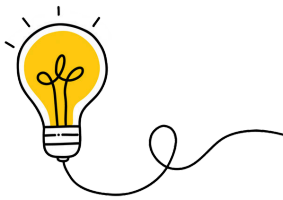


*Immagine RATES 3 - **Fonte** Bloomberg*

Cosa vuol dire?



Sintesi:

I segnali che arrivano dal commercio globale non sono affatto lineari: mentre le tariffe di trasporto si raffreddano proprio alla vigilia del periodo festivo – cosa decisamente anomala – il tonnellaggio delle merci dalla Cina agli Stati Uniti mostra un brusco calo dopo un agosto in lieve crescita. Il quadro americano peggiora con inflazione reale più alta del dichiarato, licenziamenti di massa e un'impennata delle insolvenze sui prestiti ai massimi dalla crisi del 2008-2009. Tutti indicatori che raccontano un'economia sotto pressione, nonostante un Pil in larga parte trainato dai consumi.

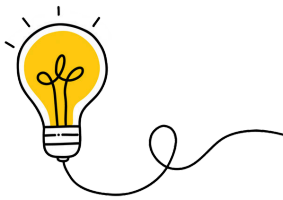
Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Il rame – tradizionale termometro dell'economia – prova a lanciare messaggi opposti: +25% da inizio anno e prezzi sui massimi storici sembrerebbero indicare un futuro brillante. Ma la domanda è quanto di questo rally sia frutto di reali prospettive di crescita e quanto invece derivi da scarsità strutturale dell'offerta e aspettative di nuova liquidità monetaria. Con la Cina che sta già esportando deflazione, il rischio è che il rame stia inviando segnali distorti. Morale: interpretare il mercato in questa fase richiede prudenza, perché molti trend potrebbero essere falsi fari.

Occhi su Bitcoin e sul suo proxy Microstrategy. Con la cryptovaluta sotto quota 100.000 dollari, il patron Michael Saylor ha cominciato una sorta di bombardamento da buy the dip sui social. Comprate come io sto comprando. Ogni giorno. La ragione? Esattamente come per l'AI, qualcuno ha cominciato a fare dei calcoli. E a fronte di una chiusura frazionalmente ma simbolicamente sotto quota 200 dollari per azione, ecco che la caduta della cryptovaluta ha innescato una sorta di gara di calcolo del fair value legata a uno scenario, tanto ipotetico quanto non totalmente escludibile, di liquidazione. A fronte di un debito da 15,6 miliardi e di un valore nozionale di titoli privilegiati attorno ai 6,7 miliardi, le azioni ordinarie si ritroverebbero quindi con un 75% dell'attuale NAV di Bitcoin al prezzo odierno. Ma se quella valutazione continuasse a calare, l'esposizione percentuale continuerebbe a calare anche per i titoli non privilegiati. E se Michael Saylor, colto dal panico, cominciasse a vendere Bitcoin, come lasciato intendere da un tweet poi rivelatosi falso ma in grado di generare onde autoalimentanti virali? A quel punto, il prezzo di correzione sarebbe tale da lasciare gli azionisti ordinari con virtualmente 0 Bitcoin.

Ma anche se l'attuale linea Maginot continuasse a resistere e Saylor a comprare, occorre calcolare come Bitcoin sia in calo del 22% rispetto a un corrispettivo e contemporaneo -4,5% del QQQ, l'ETF che replica il Nasdaq. In una logica da tout se tient, se per caso la bolla AI richiedesse uno sfiato che portasse il QQQ a un ulteriore 9% di correzione, nulla di assolutamente impossibile, il calo per Bitcoin si sostanzierebbe però in un -44%. A quel punto, gli azionisti di Microstrategy potrebbero avere un brusco risveglio, poiché questo scenario ipotetico implica un fair value di soli 65 dollari per azione a fronte dei 199 di chiusura di venerdì. E se il salvataggio federale (e precauzionalmente preventivo) di Microstrategy fosse la via maestra per il progetto di tokenization del debito USA via Bitbonds di cui abbiamo parlato qualche newsletter fa? Se l'equity e la crypto di fatto coincidono, sempre attenzione al diavolo che sta nei dettagli. Da inizio anno, Bitcoin presenta comunque un return del +10%, a fronte di un -39% di Microstrategy e addirittura di un -87% dei due ETF 2x Long di quest'ultima. Insomma, known what you own. E attenzione a certe strategie.

Cosa vuol dire?



Sintesi:

Il recente scivolone di Bitcoin sotto i 100.000 dollari ha riacceso i riflettori su Microstrategy, il cui valore di mercato è strettamente legato alle strategie ultra-leveraged di Michael Saylor. La combinazione di un debito elevatissimo, la presenza di titoli privilegiati e la dipendenza quasi totale dal valore del Bitcoin ha spinto molti analisti a rifare i conti sul fair value dell'azienda. In uno scenario di stress – anche solo teorico, come l'ipotesi di una liquidazione o di vendite forzate – gli azionisti ordinari rischierebbero di ritrovarsi praticamente con zero esposizione reale a BTC. Anche le dinamiche relative ai mercati tech e alla bolla dell'AI aggiungono pressione: un'eventuale ulteriore correzione del Nasdaq potrebbe amplificare in modo non lineare le perdite sul Bitcoin e, di riflesso, sul titolo Microstrategy.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

La correlazione tra Bitcoin, titoli tech e leverage estremo crea un terreno potenzialmente instabile: un semplice ritracciamento dell'AI trade potrebbe trasformarsi in una caduta molto più profonda per BTC e per i suoi proxy, con Microstrategy particolarmente esposta. Alcuni ragionamenti più speculativi chiamano in causa persino scenari di intervento federale in funzione della futura tokenizzazione del debito USA, segno che il mercato sta iniziando a valutare ipotesi prima considerate lontane. Intanto, i numeri raccontano un quadro di divergenze nette: Bitcoin è ancora positivo da inizio anno, mentre Microstrategy e i suoi ETF levereggiati registrano perdite pesantissime. Morale: è fondamentale sapere davvero cosa si sta comprando e quanto rischio implicito si porta in portafoglio.



© Copyright 2024
Massimiliano Silla - Viale dell'Arte 25 - 00144 Roma RM - Italia
P.IVA IT10577390585
Iscritto all'Albo dei Consulenti Finanziari Autonomi con delibera OCF n. 2425 del 19.03.2024

Disclaimer: Tutti i contenuti di questa email e riportate su www.massimilianosilla.com non intendono costituire in alcun modo suggerimenti o sollecitazioni del pubblico risparmio e non intendono promuovere alcuna forma di investimento o speculazione. La valenza degli elaborati e delle informazioni è esclusivamente informativa e in nessun caso Massimiliano Silla e gli altri professionisti che contribuiscono ai contenuti scritti, potranno mai e in nessuna forma essere ritenuti responsabili delle conseguenze derivanti dall'uso che l'utente, in totale indipendenza ed autonomia, potrà fare dei dati ottenuti mediante la consultazione del sito o la lettura del materiale. Le informazioni fornite non rappresentano consulenza professionale personalizzata e non sostituiscono il parere di esperti qualificati. Il mittente non assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze, omissioni o interpretazioni errate dei contenuti.

Privacy: Ai sensi del D.Lgs 196/2003 La informo che il Suo indirizzo E-mail è stato reperito attraverso fonti di pubblico dominio o attraverso E-mail o adesioni da me ricevute. Tutti i destinatari della E-mail sono in copia nascosta (Privacy L.75/96). Questa newsletter ha esclusivamente finalità informative e divulgative nei settori fiscale, patrimoniale, finanziario, economico e assicurativo. I contenuti qui riportati non costituiscono in alcun modo una comunicazione commerciale, un'iniziativa promozionale o un invito all'acquisto di prodotti o servizi. Se non desidera ricevere ulteriori comunicazioni la prego di fare richiesta inviando un'email ad info@massimilianosilla.com