Massimiliano Silla
Consulente Finanziario Indipendente - CFP®

Macro

Con lo shutdown statunitense entrato nel suo primo mese di vita e, apparentemente, lungi dal vedere una soluzione di compromesso all'orizzonte che ponga fine al regime di data freeze macro, la settimana si apre con il dato manifatturiero cinese e l'asta di titoli a 2 anni in Corea del Sud, entrambi attesi per **lunedì**. Quando la Turchia pubblicherà il dato su inflazione, prezzi alla produzione e riserve estere, mentre Germania, Francia, Italia, Gran Bretagna e Spagna quello PMI della manifattura. Largo poi alle emissioni di eurobond con scadenze 2031, 2035 e 2054 e quelle di BTF francesi a 3, 6 e 12 mesi. **Martedì** è atteso il dato dell'inflazione sudcoreano in contemporanea con l'emissione del titolo a 30 anni, mentre il Giappone renderà noto il PMI manifatturiero e la RBA australiana comunicherà la decisione sui tassi di interesse, dopo il netto aumento dei rendimenti obbligazionari registrato nei giorni scorsi.

Poi emissioni di Letras spagnoli a 6 e 12 mesi, Schatz tedesco a 2 anni e GILT britannico con scadenza 2029. Infine, attesa per il dato della registrazione di nuove auto in Italia e Francia. **Mercoledì 5 novembre** PMI composito cinese ma, soprattutto, ordinativi industriali tedeschi, produzione industriale francese e dato PMI finale composito e dei servizi per Italia, Francia, Spagna, Germania, Eurozona e Regno Unito. **Giovedì 6 novembre** Tankan Reuters Index e PMI giapponese, oltre all'asta di titoli nipponici a 6 mesi, bilancia commerciale australiana, produzione industriale in Germania e Spagna e PMI delle costruzioni per Italia, Germania e Francia.

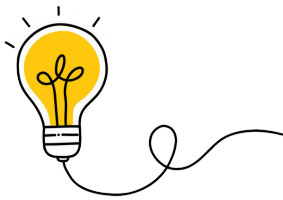
In contemporanea, discorsi pubblici dei membri del board BCE, Schnabel e Guindos.

Giornata di aste in Spagna, dove vanno a collocamento i titoli a 7, 10 e 15 anni oltre al decennale indicizzato e in Francia, dove il Tesoro dovrà fare i conti con i premi di rischio da corrispondere per OAT con scadenza 2035, 2042 e 2049.

Infine, il clou di giornata con la decisione sui tassi di interesse da parte della Bank of England nel giorno della settimanale asta di Short Term Repo che dovrà mostrare il trend dopo i 97 miliardi di allotment dell'ultima sessione, record assoluto per la facility.

Infine, **venerdì 7 novembre** dato su bilancia commerciale, import ed export cinese, spese personali e asta d titoli a 3 mesi in Giappone, bilancia commerciale tedesca e indice Halifax sui prezzi immobiliari nel Regno Unito.

Concludono la giornata la registrazione di nuove auto in Germania, la bilancia commerciale francese, il tasso di inflazione in Turchia e quello di disoccupazione in Canada. Domenica 9, poi, PPI su base annua e dato dell'inflazione (annuo e mensile) in Cina. Ultima settimana di data freeze USA? Se sì, attenzione alle revisioni di massa che seguiranno questa messe di arretrati. Un vero flip flop per forzare la FED.



In sintesi:

La settimana si presenta densa di appuntamenti macroeconomici a livello globale, mentre negli Stati Uniti prosegue lo shutdown governativo e il conseguente "data freeze" che blocca la pubblicazione dei principali indicatori. In Asia si aprirà con i dati manifatturieri di Cina e Corea del Sud, seguiti dall'inflazione sudcoreana, dal PMI giapponese e dalla decisione sui tassi della RBA australiana. In Europa, focus sui PMI manifatturieri e dei servizi di Germania, Francia, Italia, Spagna e Regno Unito, insieme agli ordinativi e alla produzione industriale. La settimana sarà anche caratterizzata da un'intensa attività sul fronte delle aste sovrane: eurobond, OAT francesi, titoli spagnoli e GILT britannici. Giovedì attireranno l'attenzione i discorsi dei membri BCE e, soprattutto, la decisione sui tassi della Bank of England.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

L'attenzione degli investitori resta alta sul possibile sblocco dei dati macro USA e sulle reazioni a catena che potrebbero derivarne, con una volatilità in risalita in caso di "revisione di massa" degli indicatori economici americani. In Europa, i mercati guarderanno ai segnali provenienti dall'industria tedesca e dalla politica monetaria inglese per capire se i recenti rialzi obbligazionari possano stabilizzarsi. In Asia, i dati cinesi e la politica monetaria australiana offriranno indicazioni sulla tenuta della domanda globale e sulle prospettive di crescita. In sintesi, la settimana potrebbe rivelarsi cruciale per definire il tono di novembre: tra attese per un possibile "flip flop" della FED e mercati obbligazionari pronti a reagire al minimo cambiamento di narrativa.

Il 17 e il 30 ottobre è risuonato l'Hindenburg Omen, l'indicatore di mercato più temuto. Lo stesso che ha segnalato il Black Monday del 1987, la bolla tech del 2000 e la crisi subprime del 2008. Insomma, una sentenza. Basata sul calcolo di massimi e minimi di mercato a 52 settimane in una fase rialzista. Di fatto e per semplificare di molto i tecnicismi un po' astrusi che governano questo algoritmo del caos ante litteram, quando i minimi alzano la cresta sopra un certo livello nel corso di un trend di mercato in verde, qualcosa sta erodendosi nelle fondamenta di quel rally. Ciò che un tempo veniva chiamato fondamentale sottostante. Ovvero, l'ancoraggio alla realtà macro delle performance equity. E non serviva l'Hindenburg Omen per capire che il fatato mondo dell'AI che regge, di fatto, l'intero castello azionario sia ben lungi da un approccio realista. Questi tre grafici **(DATA_CENTER, DATA_CENTER2** e **GPU RENTAL)** parlano chiaramente la lingua di un settore che dopo l'abuso di narrativa da trimestrali legato agli ormai famigerati circular deals che garantiscono forniture e partite di giro sugli investimenti, ora sia entrato nella fase due dell'utilizzo del finanziamento dei data center come ulteriore booster delle valutazioni.

Il fatto che 6 giorni dopo l'annuncio trionfale di un'emissione da 38 miliardi per finanziare appunto due facilities AI in Texas e Wisconsin, Oracle sia entrata nel mirino dei credit default swap per una ratio debito su assets al 500%, mostra plasticamente di cosa stiamo parlando. Soprattutto il terzo grafico, quello dell'indicatore di prezzo per i noleggi di GPU, conferma come una oversupply sia ormai più che incombente sul comparto. Tradotto, te le tirano dietro. Quindi, ecco che ad esempio gli stock di Blackwell che Nvidia pensava di inviare in Cina, ora dovranno divenire parte integrante di contratti governativi come quello appena siglato con il Dipartimento dell'Energia. Casualmente, in partnership proprio con Oracle. Insomma, all'Hindenburg Omen piace vincere facile. Ma attenzione, perché il 77% di correlazione storica è un qualcosa cui prestare attenzione. Il collasso della breadth (ampiezza) di mercato con le mega-cap dell'AI che segnano continui rialzi ma i nuovi minimi sul NYSE che esplodono nel range 2,5-5,1% ci dicono che qualcosa nelle fondamenta stia davvero tremando. E un McClellan Oscillator, il vero detonatore dell'Hindenburg Omen, pesantemente in negativo a -171, di fatto conferma di erosione dall'interno.

Il rischio? La correzione standard parla del 10%, quindi si viaggia su un potenziale massimo di 6 trilioni di capitalizzazione bruciata. La bull trap del VIX sotto quota 20, di fatto, lo conferma.

Normalmente, dal rintocco dell'omen, ci sono 40 giorni per capire quale sia la struttura di mercato che va formandosi. Strategia? Basica. Accumulare put sullo SPY e call sul VIX, alleggerire detenzioni su high-beta e ciclici. Restare liquidi. Insomma, se entro il 31 gennaio 2026, lo Standard&Poor's non avrà segnato almeno -7%, l'omen avrà fallito. Ma più a breve termine, è proprio il McClellan Oscillator a dirci qualcosa. Se entro il 20 novembre avrà segnato un reverse verso la positività in regime di VIX ancora sotto 20, l'omen avrà sparato a salve. Ma Hindenburg a parte, questo grafico **(OMEN)** mostra come mercoledì della scorsa settimana qualcosa abbia fatto drizzare le antenne ai chartist.

Quasi il 9% dello Standard&Poor's 500 ha registrato un minimo a 52 settimane con l'indice all'interno di un range del 3% nel medesimo arco temporale, un qualcosa accaduto soltanto altre quattro volte dal 1990 a oggi. Ovvero, dicembre 1999, novembre 2007, luglio 2015 e novembre 2021.

Essenzialmente date che hanno segnato picchi precedenti a drastiche correzioni al ribasso. Ma qui stiamo parlando di big guns. Mentre sottotraccia c'è questo cui prestare attenzione nell'immediato **(FOOD** e **FOOD2).**

In un mondo di GPU e data-center, forse si smette di mangiare? Il comparto staples sta letteralmente inabissandosi. E l'attenzione andrebbe riservata in questo momento a un nome in particolare, stante una P/E a 50 che appare decisamente poco consona a una catena di supermercati. Parliamo di Costco, la quale ha appena dato vita a un cosiddetto diamond pattern **(COSTCO)** che deve mettere in pre-allarme. Perché stante il trend dell'intero settore di riferimento, un grosso nome che si tramuta in fallen angel può divenire rapidamente palla di neve che precipita a valle sotto forma di valanga. E stante la copertura governativa e bancaria di cui chiaramente gode un moloch di leverage come l'AI, l'omen potrebbe segnalare erosione dal basso che parta da meandri meno noti ed esposti. Come lo staples/food, appunto, soprattutto in regime di shutdown federale prolungato. E con conseguente blocco anche dell'erogazione degli SNAP, i buoni pasto e sostegni alimentari, un benefit che

riguarda 41 milioni di americani in un Paese dove il 70% del PIL è legato ai consumi personali. O magari il real estate strettamente legato al private credit. Ma questo è argomento della sezione obbligazionario.

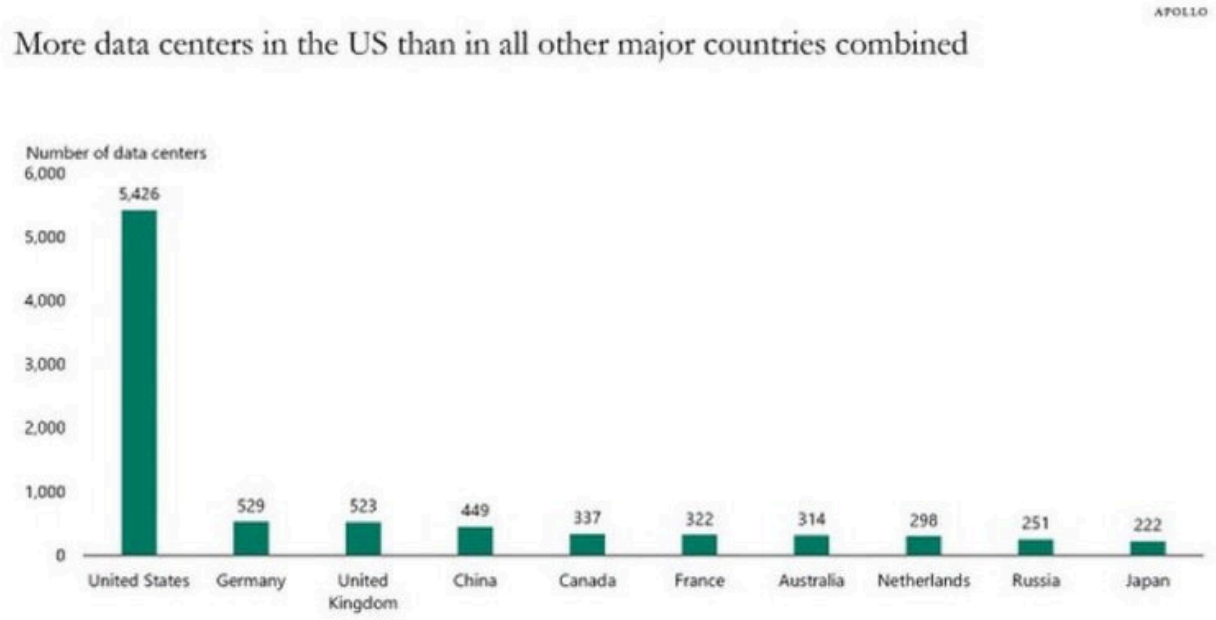
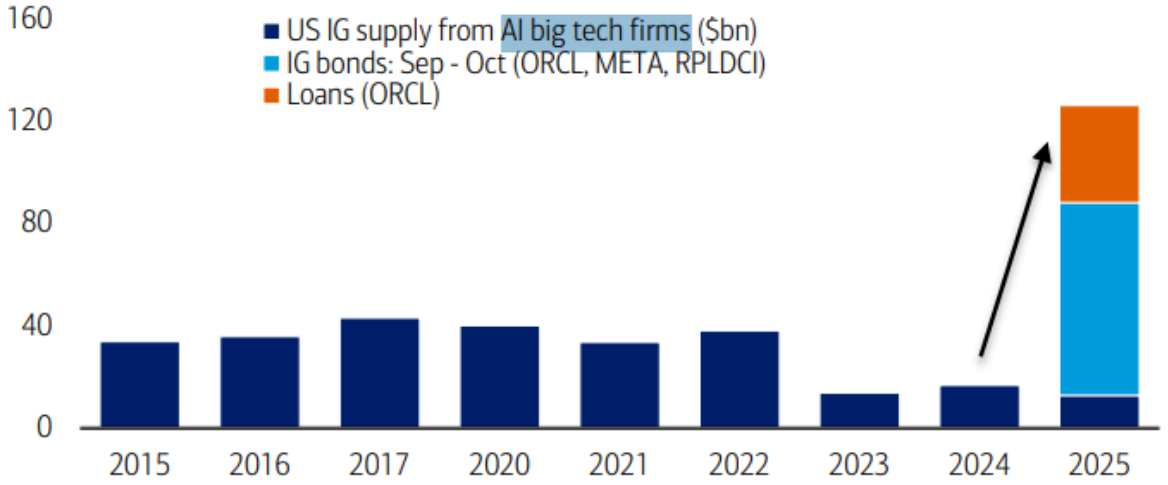


*Immagine DATA_CENTER - **Fonte** Apollo Research*

Exhibit 1: Borrowing to fund AI datacenter spending exploded in September and so far in October
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.



Note: "AI big tech firms" include the following: AMZN, GOOGL, META, MSFT, ORCL.
Source: BofA Global Research

BofA GLOBAL RESEARCH

*Immagine DATA_CENTER2 - **Fonte** Bank of America Global Research*



*Immagine GPU RENTAL - **Fonte** Bloomberg*

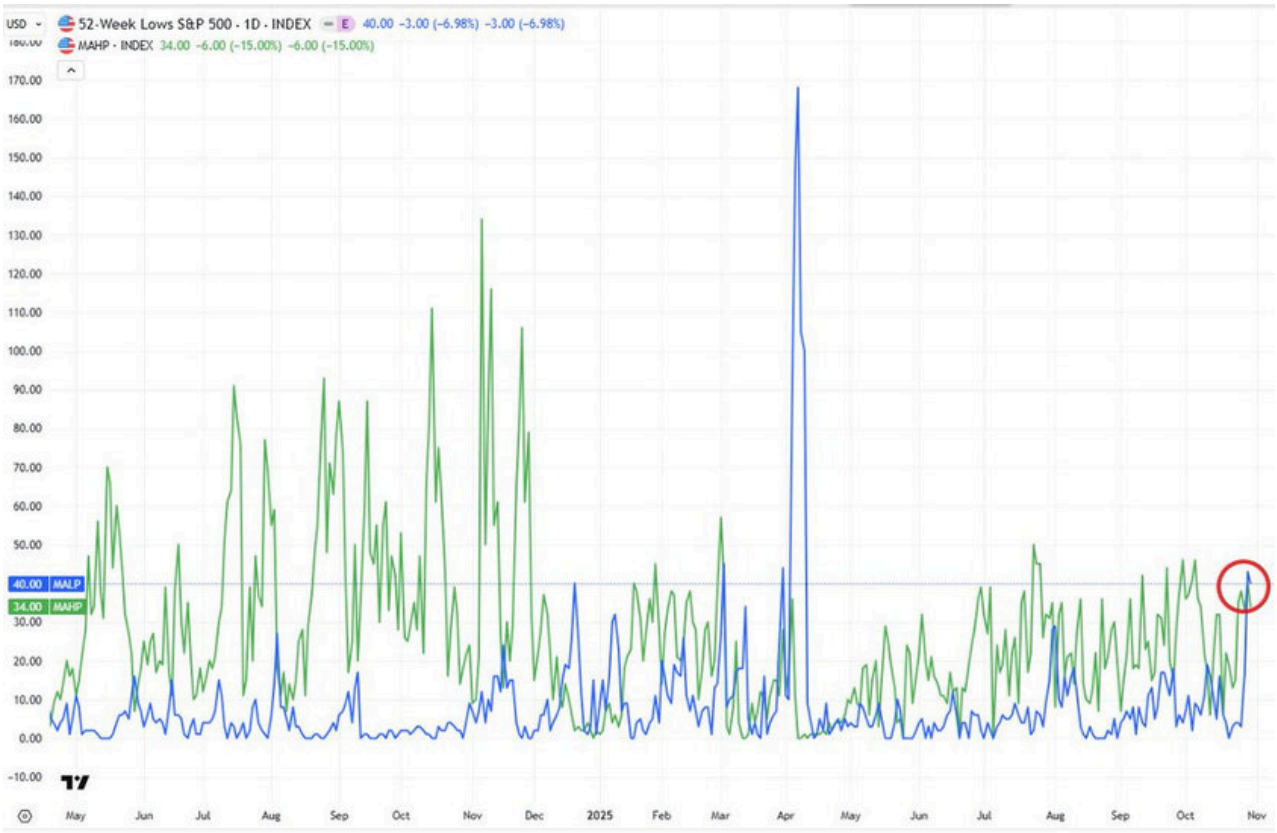


*Immagine OMEN - **Fonte** TradingView*

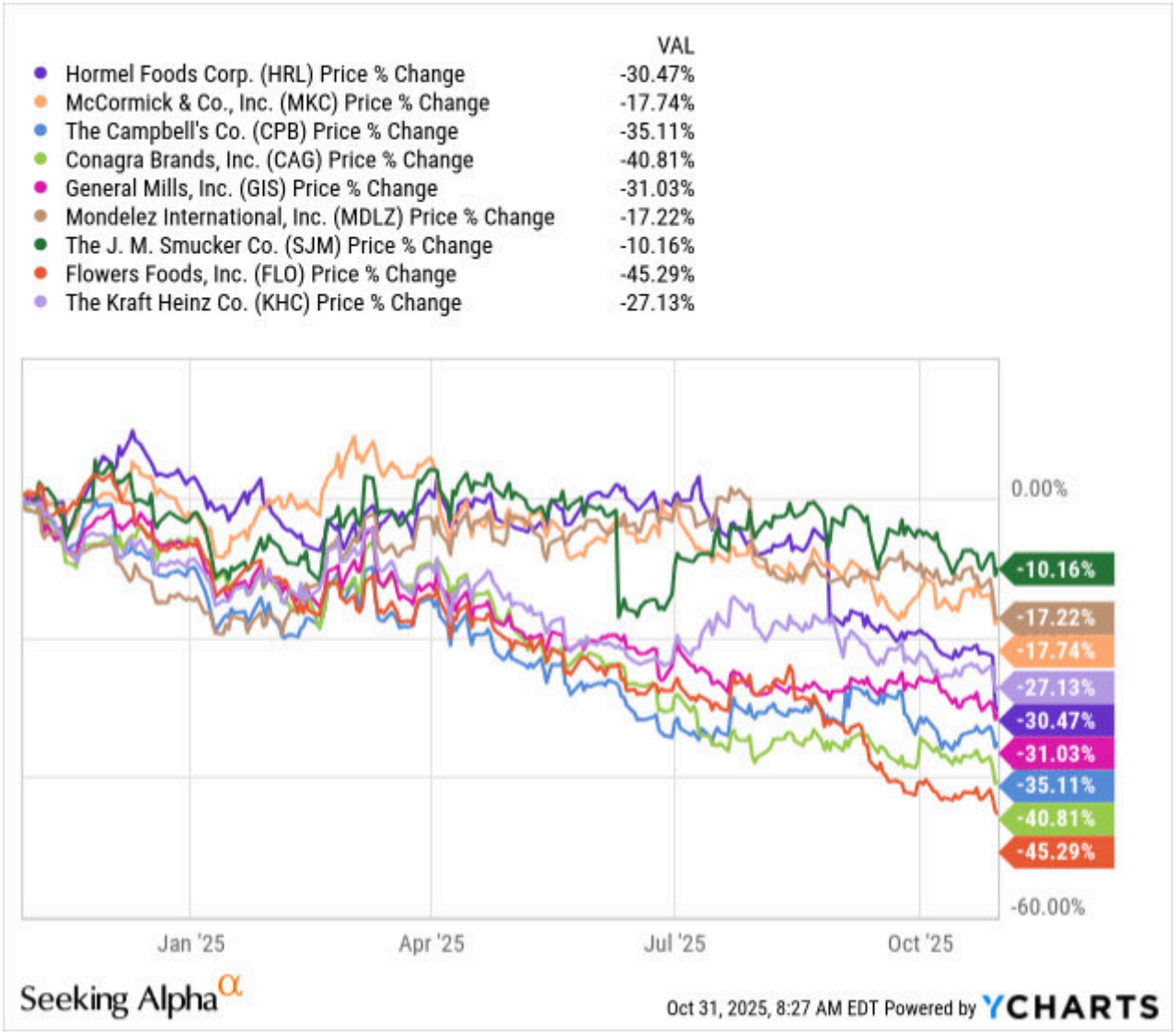


*Immagine FOOD - **Fonte** YCHARTS*

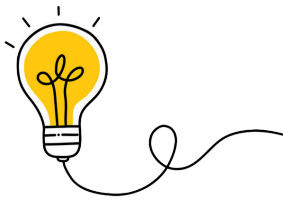
Name	Ticker	%YTD	Curr EV/T12M EBIT	EV/BEst EBIT	Raw Beta	Dvd Ind Yld
HAIN CELESTIAL GROUP INC	HAIN d	-80.7%		11.6	.70	
NEWELL BRANDS INC	NWL dS	-67.2%	19.9	9.1	1.16	8.6%
FRESHPET INC	FRPT d	-65.6%	72.7	44.6	1.23	
TREEHOUSE FOODS INC	THS d	-49.7%	18.8	10.3	.59	
J & J SNACK FOODS CORP	JJSF d	-45.1%	15.5		.28	3.8%
EDGEWELL PERSONAL CARE CO	EPC d	-42.5%	13.7	8.7	.59	3.1%
FLOWERS FOODS INC	FLO d	-42.4%	13.2		.01	8.3%
B&G FOODS INC	BGS d	-41.6%		11.6	.09	18.9%
MGP INGREDIENTS INC	MGPI d	-39.0%	76.6	8.8	.86	2.0%
CONAGRA BRANDS INC	CAG d	-38.2%	12.1	12.2	-.04	8.2%
KENVUE INC	KVUE d	-33.8%	3.6	11.2	.11	5.9%
SUNOPTA INC	STKL d	-32.5%	41.3	16.2	1.30	
DIAGEO PLC	DGE d	-31.3%	17.0	12.6	.68	4.5%
CLOROX COMPANY	CLX d	-30.6%	15.2	15.6	.20	4.4%
BROWN-FORMAN CORP-CLASS B	BF/B d	-29.1%	13.8	13.2	.64	3.4%
THE CAMPBELL'S COMPANY	CPB d	-28.6%	14.0	11.9	.16	5.2%
GENERAL MILLS INC	GIS d	-27.4%	9.1	13.2	-.08	5.3%
BEIERSDORF AG	BEI d	-26.0%	12.4	12.9	.38	1.1%
PRESTIGE CONSUMER HEALTHCARE	PBH d	-22.5%	11.5	11.3	.32	
KRAFT HEINZ CO/THE	KHC d	-19.5%		10.0	.08	6.5%
COLGATE-PALMOLIVE CO	CL d	-17.1%	16.0	15.7	.12	2.7%
CHURCH & DWIGHT CO INC	CHD d	-16.9%	21.1	19.2	.07	1.4%
MCCORMICK & CO-NON VTG SHRS	MKC d	-16.4%	20.1	19.0	.23	2.8%
KERRY GROUP PLC-A	KYGA d	-14.9%	17.4	16.0	.45	1.7%
HENKEL AG & CO KGAA	HEN d	-12.9%	10.6	9.7	.49	3.1%
BARRY CALLEBAUT AG-REG	BARN d	-12.9%	21.1	15.8	.67	2.8%
PROCTER & GAMBLE CO/THE	PG d	-10.5%	18.4	17.8	.17	2.8%

*Immagine FOOD2 - **Fonte** Bloomberg*



*Immagine COSTCO - **Fonte** TradingView*

Cosa vuol dire?



In sintesi:

Il famigerato Hindenburg Omen, indicatore capace di anticipare grandi crolli come il Black Monday del 1987, la bolla Dot.com del 2000 e la crisi del 2008, si è riacceso due volte tra il 17 e il 30 ottobre, segnalando tensioni sotto la superficie del rally azionario. Il meccanismo alla base è semplice: quando, in un mercato apparentemente rialzista, aumentano i titoli ai minimi a 52 settimane, significa che il "fondamentale sottostante" sta scricchiolando. E questa volta l'allarme arriva in un contesto dominato dall'euforia per l'intelligenza artificiale, con società come Oracle e Nvidia che continuano a gonfiare le valutazioni grazie a maxi investimenti in data center e giochi finanziari incrociati. Ma i segnali di fragilità abbondano: il crollo della breadth di mercato, un McClellan Oscillator in profondo rosso (-171) e l'eccesso di offerta di GPU, tutti indizi di un'erosione interna che potrebbe tradursi in una correzione del 10%, pari a circa 6 trilioni di dollari di capitalizzazione.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Storicamente, dopo il segnale dell'Hindenburg Omen, il mercato impiega circa 40 giorni per mostrare la direzione effettiva. Le strategie difensive suggerite puntano su liquidità, put sull'S&P 500, call sul VIX e alleggerimento di titoli ciclici e ad alto beta. Se entro fine gennaio 2026 l'indice non avrà perso almeno il 7%, l'omen sarà considerato un falso allarme. Tuttavia, altri elementi meritano attenzione immediata: il comparto food & staples mostra segnali preoccupanti, con colossi come Costco che formano pattern tecnici tipici delle inversioni ribassiste. In un'economia americana fortemente dipendente dai consumi e potenzialmente esposta a uno shutdown prolungato con sospensione dei sussidi alimentari, l'erosione potrebbe partire dal basso, dai settori più silenziosi ma vitali, per poi propagarsi fino ai giganti tecnologici.

Occorre fare un punto. Lo shutdown più lungo del previsto ha infatti generato questo status quo a livello finanziario interno negli USA **(TGA** e **TGA2)**. Da un lato, il TGA - il Treasury General Account, il conto corrente del Tesoro con cui paga la spesa di gestione ordinaria dello Stato - è passato in due mesi da minimo storico (e conseguente programma di refill tramite emissioni obbligazionarie) a uno dei suoi livelli più ampi di disponibilità. Di fatto, quasi un trilione di dollari, quando entro il 1 ottobre il mandato statutario era quello del raggiungimento del target di 680 miliardi. In contemporanea, le riserve bancarie presso la FED sono scese sotto la linea Maginot di allarme altrettanto statutario dei 3 trilioni di dollari. Per l'esattezza, l'ultimo dato disponibile (29 ottobre) parlava di 2,827 trilioni. Il minimo dal 2020. E questa data deve far riflettere. Parecchio. Ma spieghiamo anzitutto quale meccanismo stia dietro questa dinamica di vasi comunicanti. Con la spesa federale per stipendi congelata ma introiti fiscali ed emissioni obbligazionarie che proseguono, ecco che il TGA ha potuto raggiungere la ragguardevole cifra di 984,86 miliardi di dollari. Il problema è che le emissioni drenano liquidità dal sistema e questo spiega sia il recente ricorso delle banche alla facility repo della FED, sia il picco al 4,27% del SOFR, il tasso overnight cui le istituzioni finanziarie ottengono/prestano denaro fra di loro. Il mitico interbancario. Il problema? Duplice. Anzi, triplice. Primo, stime basate sulle serie storiche e i modelli di VaR parlano di altri 5 giorni di tensione gestibile su queste dinamiche di equilibrio precario. Dopodiché, il rischio è quello di un prodromo di bank run. Processo quantomai autoalimentante. Banche regionali in testa. E all'orizzonte non si vede una soluzione che porti alla fine dello shutdown entro quel risicato arco temporale. Secondo, le riserve bancarie al minimo dal COVID devono risultare come un memento da mettere in prospettiva. Perché da allora, il leverage del sistema finanziario cui fa riferimento questo equilibrio di liquidità è letteralmente raddoppiato. Terzo, uanto sta avvenendo fu alla base della crisi repo del 2019, quando la FED fu costretta a tornare in campo per la prima volta dopo dieci anni in panchina a gestire l'onda lunga del QE. Nella notte fra il 16 e il 17 settembre 2019, il tasso interbancario esplose in doppia cifra. Esatto, lo stesso tasso che oggi segna 4,27%. E dovrebbe per questo già far drizzare le antenne. Certo, da qui all'oltre 10% di quei giorni di panico sul rischio di controparte ce ne passa.

Ma nemmeno troppo. Perché se esiste un accelerante all'incendio doloso finanziario, questo è il panico. Soprattutto se la partita si gioca su un playground costruito a tavolino. Lo shutdown più lungo del previsto è quindi voluto per generare un incidente controllato che obblighi la FED a operare emergenzialmente come nel 2019? All'epoca la narrativa vuole che furono gli spostamenti di denaro di JP Morgan fuori dai conti presso la FED a scatenare quel balzo, stante un conseguente calo delle riserve bancarie depositate alla Banche centrale sotto la quota minima. Proprio come shutdown e aumento del TGA stanno generando oggi. Gradually, the suddenly? All'epoca la FED entro in campo con due aste repo la settimana, rimarcando come la natura emergenziale avrebbe portato alla loro chiusura al massimo entro 3 settimane. Si arrivò a 4 aste mattutine alla settimana. Più due pomeridiane. L'allotment massimo per asta salì fino a 500 miliardi. E la facility venne chiusa solo nell'aprile del 2020. Quando il QE pandemico prese il posto della crisi repo nel generare liquidità. Ring any bells? Apparentemente, una campana è suonata venerdì 31. Quando i miliardi presi in prestito dalle banche alla facility repo della FED nelle due sessioni sono stati in totale 51,8. Certo, era l'ultimo giorno del mese.

Quindi, window dressing, l'abbellimento di bilancio tacitamente accettato da tutti come reale accountability.

Ma con 50 miliardi di dollari si abbelliscono tutte le vetrine di Macy's e Bloomingdale's. Qualcosa sta andando in ebollizione nel sistema finanziario. E il comparto bancario regionale rischia di tramutarsi nell'ennesimo, comodo alibi per spostare l'attenzione dal potenziale e innominabile bersaglio grosso.Siamo ai massimi del giugno 2020 a livello di volumi di intervento della SRF. Non può essere la banchetta del Wyoming o dello Utah esposta a qualche cartolarizzazione di auto usate o mutui in sofferenza. Qui occorre guardare al piano superiore della crisi silenziosa e silenziata del private credit. Tocca chiedersi se lo strepitoso ritorno dagli abissi dei minimi pre-market di Jefferies Financial, ad esempio, giovedì non sia stato dettato da un riacquisto titoli tanto emergenziale quanto sotto copertura, al fine di nascondere perdite che si spera di poter tamponare in altro modo. Backdoor. Ma il tempo stringe.

Casualmente, mentre nelle due sessioni si drenavano 51,8 miliardi dalla SRF, il reverse repo è esploso al rialzo di 33 miliardi in più rispetto all'allotment di ieri.

Strana coincidenza. Un vaso comunicante quasi perfetto con i 30 miliardi della seconda asta SRF. Ma, soprattutto, intervenendo alla conferenza dal titolo The Evolving Landscape of Bank Funding, la numero uno della FED di Dallas, Lorie K. Logan, lanciava il seguente sasso nello stagno: If the recent rise in repo rates turns out not to be temporary, the Fed would need to begin buying assets. Dal QT al nuovo QE senza soluzione di continuità? Attenzione, perché sono le parole di un altro eminente membro della FED a dover far riflettere. Raphael W. Bostic, numero uno della FED di Atlanta, sempre venerdì ha dichiarato quanto segue: It's quite important that banks are discount window ready. E perché importa? Perché mentre tutti guardano alla facility repo principale (SRF), apparentemente si finge di non ricordare come le banche regionali non vi abbiano accesso e come possano attingere a fondi emergenziali solo attraverso la Discount Window, appunto. Lapsus freudiano o realismo del subconscio che emerge? Questi grafici **(CRE1, CRE2** e **PIK)** ci mostrano da dove può arrivare il colpo, mascherato da esposizione a casi isolati di private credit che sconta prestiti allegri ma che, in realtà, rappresenta la versione 2.0 della crisi subprime da cartolarizzazione strutturale dell'indebitamento. I primi due grafici mostrano i livelli di nuova esposizione bancaria al credito legato al real estate, qualcosa come un massimo di 2 trilioni di prestiti con scadenza entro il 2027 e con un payment wall molto concentrato nei prossimi mesi.

Stando a un'analisi di Risk Quantum, ben 981 istituti bancari USA mostrano detenzioni combinate di 2,08 trilioni a prestiti cosiddetti CRE (Commercial Real Estate), qualcosa come 32,4 miliardi in più da inizio anno. Il problema è concentrato nelle piccole banche, le quali arrivano fino a un'esposizione del 23,1% sul totale dei prestiti. Some smaller and mid-sized US regionals punched above their weight, posting growth on par with major systemic peers..., conclude la ricerca. Il terzo grafico ci presenta invece un nuovo, temibile acronimo. PIK. Ovvero, il debito payment-in-kind. Di fatto, la versione buy now, pay later applicata agli interessi su prestiti e mutui.

Nato come misura emergenziale per garantire un po' di respiro ai contraenti, ora comincia a delinearsi come nuova criticità. Il problema? The word is out. Sempre più analisti pensano che i private credit funds stiano utilizzando a dismisura la contabilità mascherata del PIK - ovvero rinviare il

pagamento di interessi mensili sempre più a ridosso della scadenza - per dissimulare e nascondere un deterioramento dello stato dei prestiti in essere ben peggiore di quello che gli stessi tracolli nei prezzi obbligazionari stanno segnalando.

Insomma, attenzione al sottosuolo del mercato. Dove i pacchi cartolarizzati più potenzialmente esplosivi sono disseminati come ordigni antiuomo.



*Immagine TGA - **Fonte** Fred*

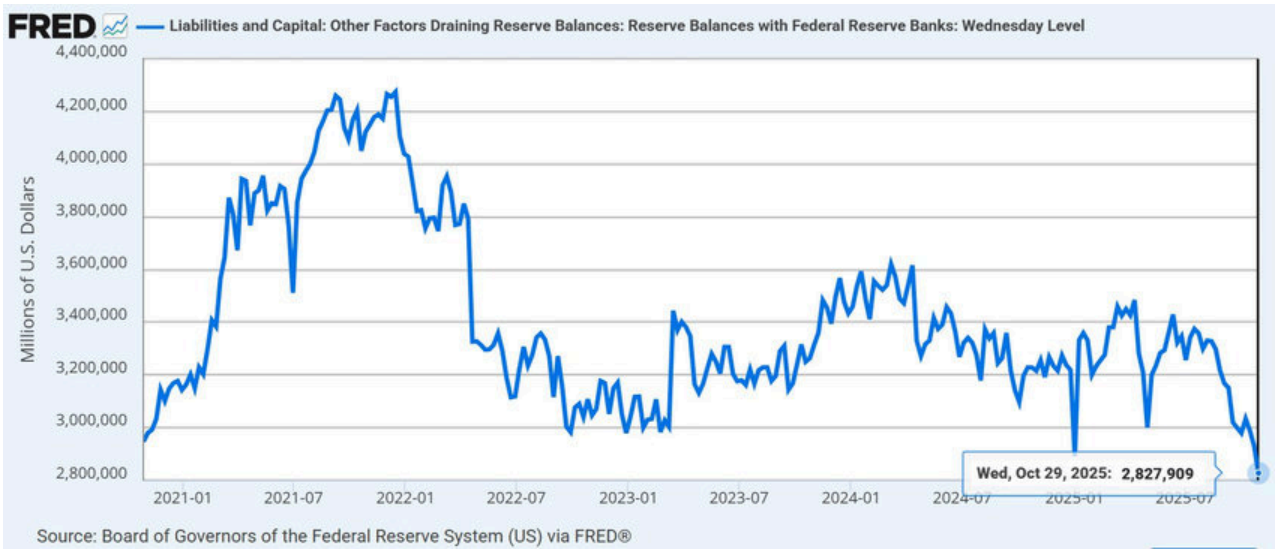


*Immagine TGA2 - **Fonte** Fred*

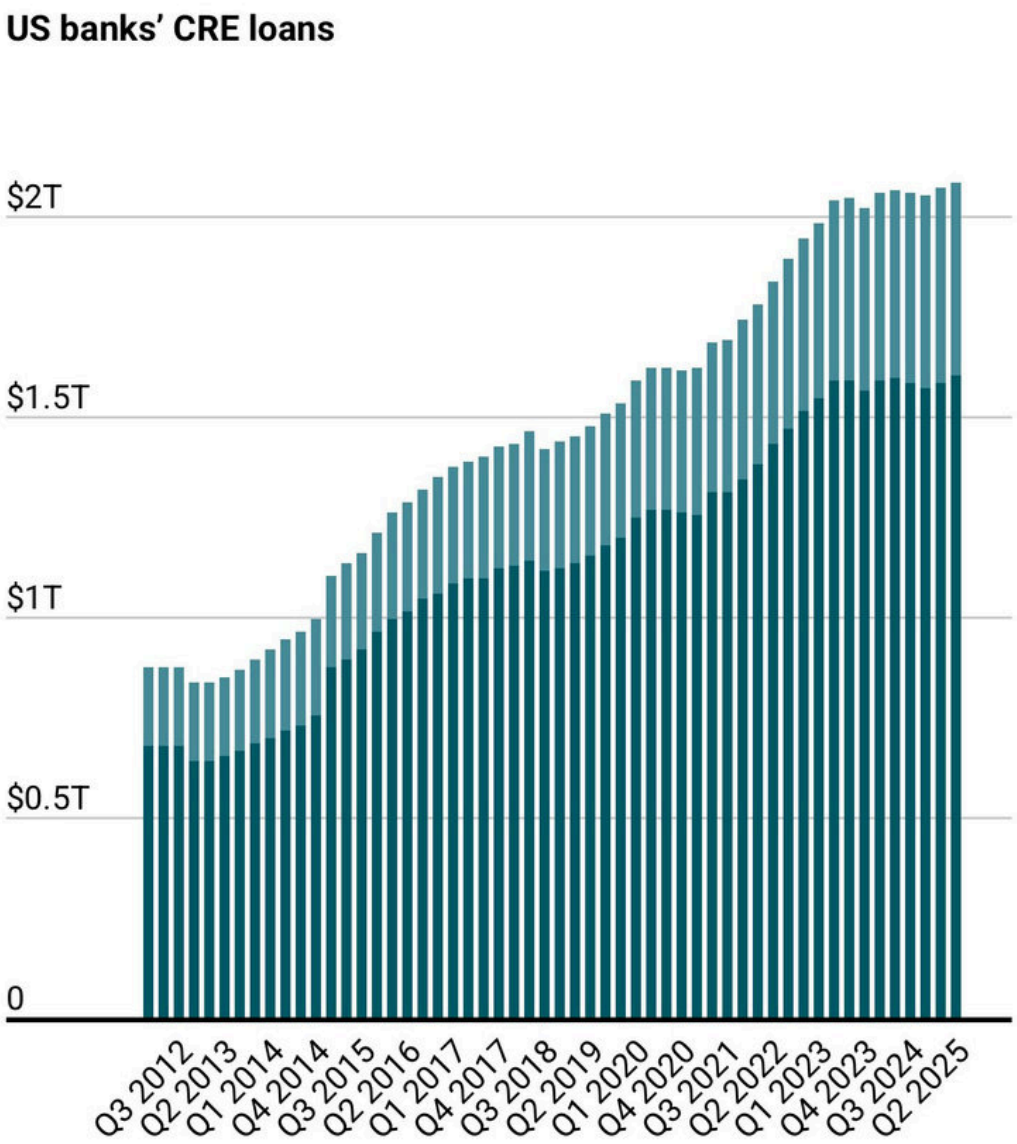


*Immagine CRE1 - **Fonte** Risk Quantum*

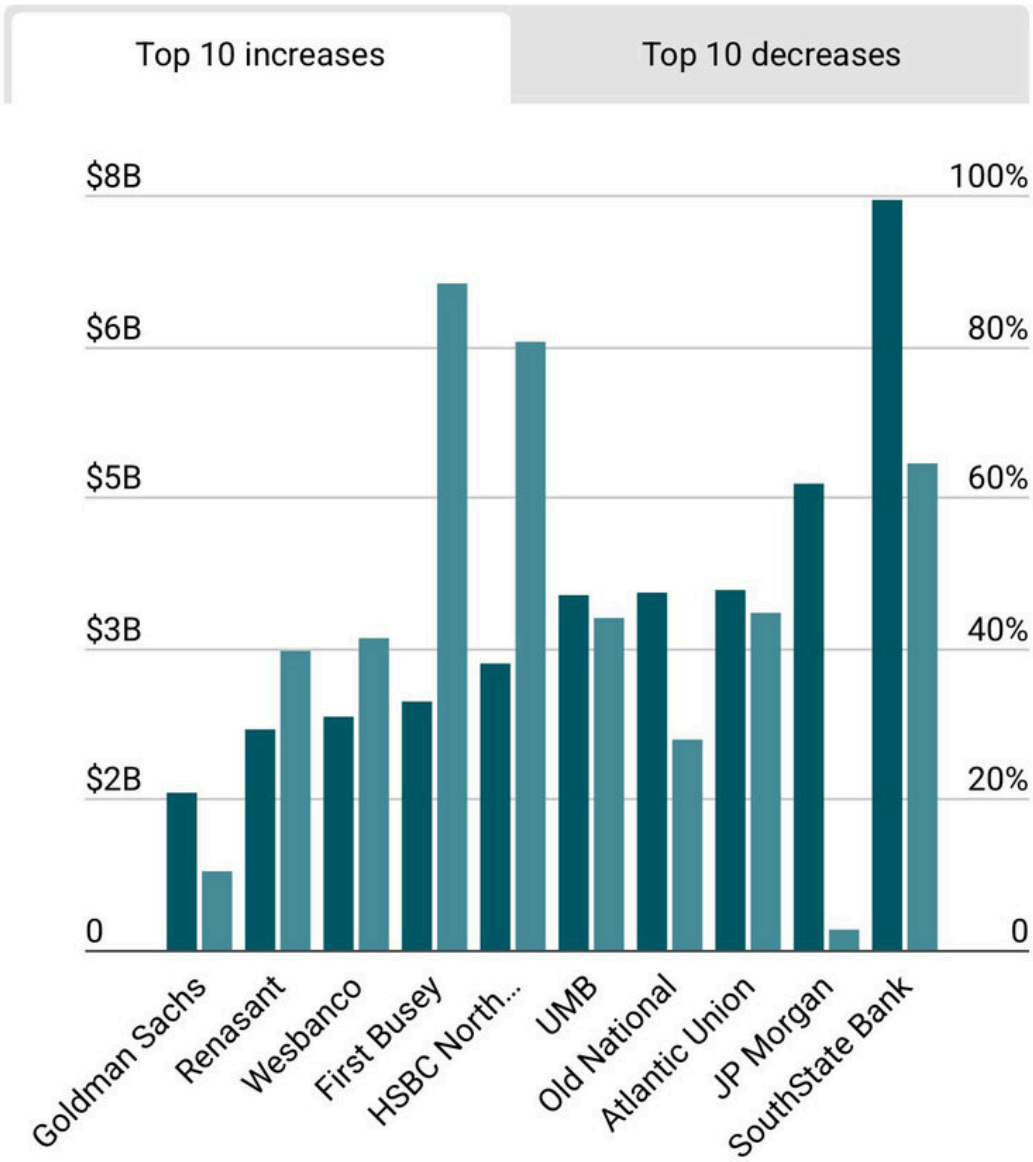
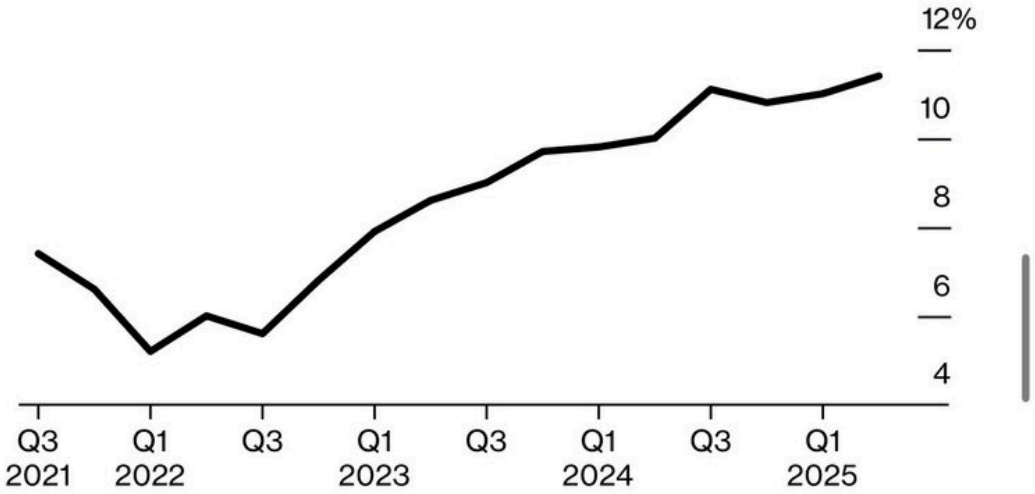


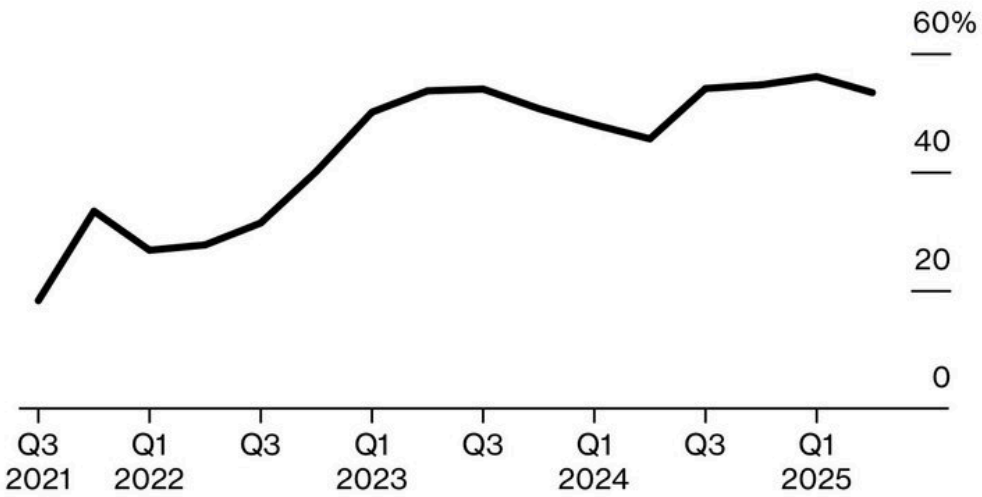
*Immagine CRE2 - **Fonte** Risk Quantum*

PIK Surge Points to Growing Stress in Private Credit

Investments with PIK



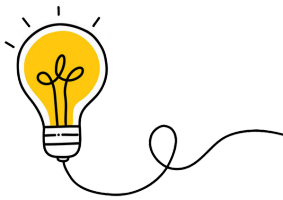
PIK investments with 'bad' PIK



Source: Lincoln International
Note: "Bad" PIK is defined by Lincoln as PIK that was not elected or available at close but is now being utilized

*Immagine PIK - **Fonte** Lincoln International*

Cosa vuol dire?



In sintesi:

Il prolungato shutdown negli Stati Uniti ha innescato un delicato squilibrio di liquidità fra il Tesoro e il sistema bancario. Il TGA, il conto del Tesoro presso la FED, è cresciuto quasi a un trilione di dollari grazie a introiti fiscali e emissioni obbligazionarie, mentre le riserve bancarie sono scese sotto i 3 trilioni — il livello minimo di sicurezza. In pratica, lo Stato ha drenato liquidità dal sistema, costringendo le banche a ricorrere alla facility repo della FED e spingendo il tasso interbancario SOFR al 4,27%. Lo scenario rievoca la crisi repo del 2019, quando la FED dovette intervenire massicciamente per evitare un collasso della liquidità. Oggi, con un leverage di sistema raddoppiato rispetto al 2020, la tensione è potenzialmente più pericolosa. La combinazione di TGA elevato, riserve ridotte e shutdown prolungato rischia di diventare l'innesco di un "incidente controllato" che costringa la FED a invertire il Quantitative Tightening e riaprire i rubinetti della liquidità.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

I segnali indicano una crescente fragilità nel sistema bancario statunitense, soprattutto tra le banche regionali, che potrebbero subire le prime conseguenze di un'eventuale crisi di liquidità. L'aumento dell'uso della repo facility e il ritorno del discorso sul "discount window" mostrano come la FED stia già valutando contromisure d'emergenza. Ma sotto la superficie si nasconde un problema ancora più profondo: l'esposizione al credito immobiliare commerciale (CRE) e ai prestiti PIK (payment-in-kind), strumenti che rinviano i pagamenti degli interessi e mascherano il deterioramento reale dei portafogli di credito. Se il mercato del private credit dovesse incrinarsi, la crisi potrebbe estendersi rapidamente, ricordando le dinamiche dei subprime del 2008. In sintesi, il mercato si trova su un equilibrio instabile: basta un passo falso — o un improvviso cambio di politica monetaria — per trasformare la tensione latente in un nuovo shock sistemico.

Due commodities e un settore industriale nel nostro mirino questa settimana. Ma soprattutto, l'eurozona come epicentro di una crisi che questi assets non convenzionali possono innescare. Con conseguenze che, di fatto, potrebbero avere anche ricaschi sul comparto finanziario. L'Associazione europei dei costruttori di automobili (ACEA) è *sempre più preoccupata per l'imminente interruzione della produzione automobilistica europea a causa del blocco della fornitura di microchip fondamentali per la produzione. Il settore sta attualmente attingendo alle scorte di riserva ma le forniture stanno rapidamente diminuendo. Da un sondaggio condotto questa settimana tra i nostri membri, alcuni prevedono già un imminente arresto delle linee di assemblaggio.* È quanto si legge in una nota diffusa lo scorso 29 ottobre e che sottolinea come, al tempo stesso, *la controversia politica con la Cina rimane irrisolta.* In contemporanea a quella che è una mal sottaciuta crisi delle terre rare con Pechino che l'Europa finge di poter esorcizzare con continui proclami di ritorsione e sedicente autarchia in campo di semiconduttori ancora tutta da generare, ecco l'altra commodity che può fare male **(GAS).**

Gli stoccaggi tedeschi di gas non sono mai stati così bassi all'inizio di una stagione invernale dal 2021, anno dell'invasione russa dell'Ucraina. Un dato che trae il suo elemento di preoccupazione da una contingenza paradossalmente positiva, ovvero lo strutturale calo dei prezzi rispetto proprio all'annus horribilis 2022, quando Berlino fu costretta a nazionalizzare quasi overnight Uniper e mettere sul piatto oltre 200 miliardi per sostenere utilities e calmierare i prezzi per cittadini e imprese.

Tutto merito della transizione da pipeline a LNG, il gas naturale liquefatto che vede Qatar e USA come principali fornitori dell'Europa. Ma anche come soggetti in grado di mettere in discussione quegli approvvigionamenti come arma di leverage geopolitico. Senza contare possibili interruzioni, tempistiche di trasporto e costi/ritardi nella rigassificazione.

Finora le prospettive sono quelle di un inverno apparentemente mite a livello climatico ma quel dato degli stoccaggi deve far riflettere, quantomeno alla luce del rapporto ormai totalmente compromesso con la Russia e con il grado di imprevedibilità nella continuità di partnership con l'amministrazione Trump.

Strettamente connessa a questo environment, ecco la criticità settoriale **(EU_PRODUCTION1** e **2).** A parziale giustificazione dei deficit post-2022 e di una sospensione del Patto di stabilità troppo spesso sottovalutata nelle previsioni e negli outlook reali, molti osservatori fecero notare come una volta che lo shock energetico fosse stato riassorbito e normalizzato grazie proprio alle misure messe in campo dagli Stati per via di spesa pubblica e interventi di sostegno, l'industria europea avrebbe vissuto una ripresa netta. E trainata proprio dai comparti maggiormente energivori. Ma così non è stato e le immagini lo mostrano plasticamente. Nonostante i costi a livello di conti pubblici e i prezzi drammaticamente calati rispetto al picco di tre anni fa, alla faccia della retorica da speculazione sulla Borsa di Amsterdam. La ragione? Basta dare un'occhiata: la chimica è morta. E se si pensava che il Green Deal e la sua retorica avessero fatto strame solo dell'automotive, qui la situazione appare decisamente più grave. Ancorché parallela, perché esattamente come nel settore auto, la Cina è il grande competitor. E la grande minaccia. E quando parliamo di chimica, parliamo di tutto a livello industriale. E parliamo, ad esempio, di Bayer. E di BASF. Una casamatta indigesta alla concorrenza USA nel settore e già colpita indirettamente proprio dalla cessione di assets Monsanto che Bayer non poteva detenere per ragioni di antitrust a BASF.

Assets che, di fatto, hanno patito a livello finanziario oltre che reputazionale, il ricasco praticamente immediato delle dispute legale sul caso Roundup. Casualmente tramutate in class actions di fronte a Corti statunitensi pronte a condanne in fotocopia. Terre rare, gas e de-industrializzazione. L'Europa pare pronta a un altro 2022. Con l'aggravante di un leverage energetico in mano USA che, esplosione dei nuovi circular borrowings di massa per data-center che scalano rapidamente la lista delle priorità della Casa Bianca, potrebbe tramutarsi a breve in arma terminale per azzoppare del tutto un competitor come l'UE via industria teutonica. Un'UE già tramutata in vaso di coccio tra vasi di ferro dal recente accordo Trump-Jinping, ufficializzato nei suoi particolari da Donald Trump nella notte tra sabato e domenica e, se confermato dai fatti e da Pechino, si sostanzierebbe nella più grande de-escalation di sempre nelle relazioni bilaterali, come mostra la lista di dazi e tariffe ritirate **(CHINA_USA).** A quel punto, occhio al DAX. Perché da record a fine di un'illusione senza basi né sostegni, la tempistica sarà overnight.

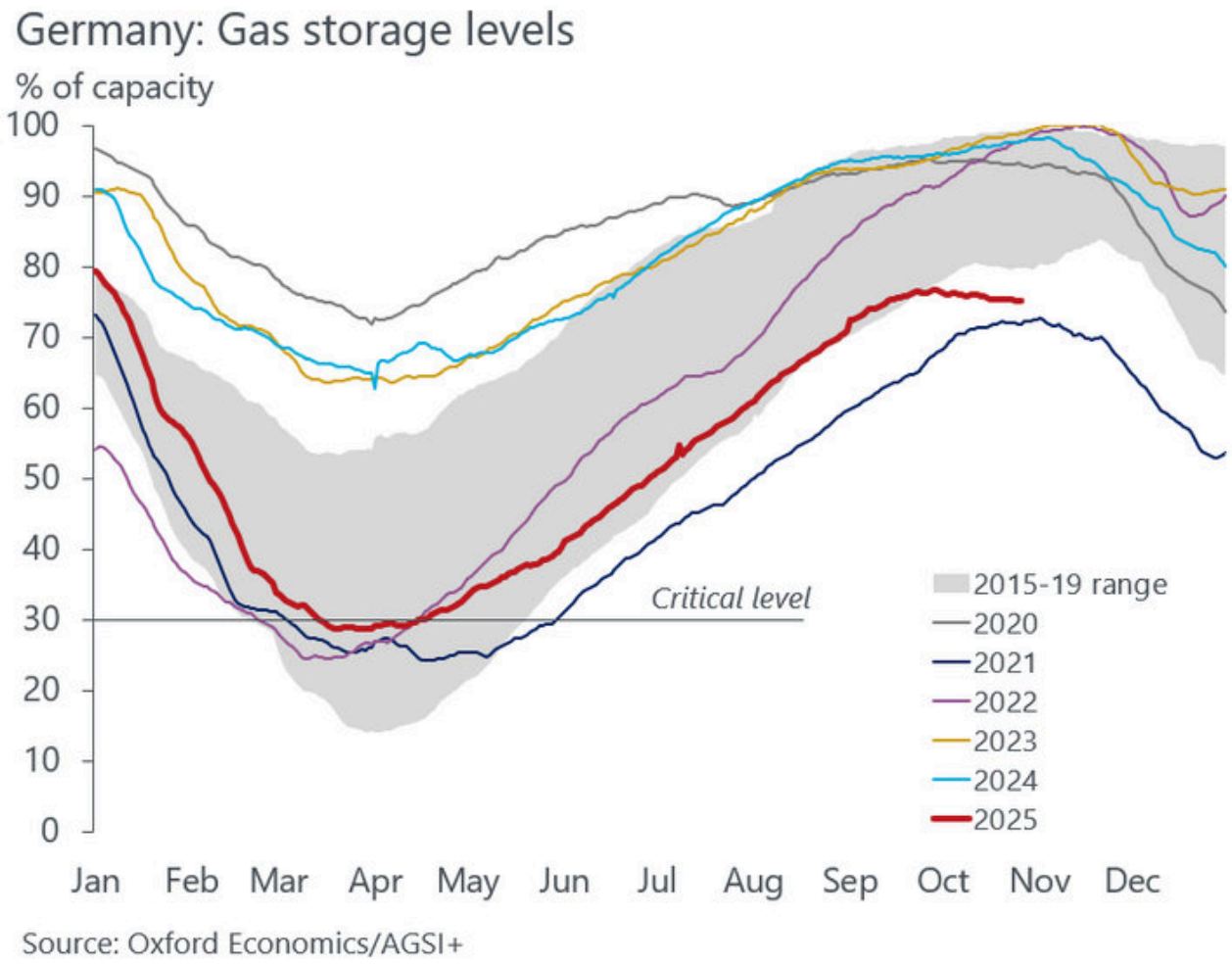


*Immagine GAS - **Fonte** AGSI+/Oxford Economics*

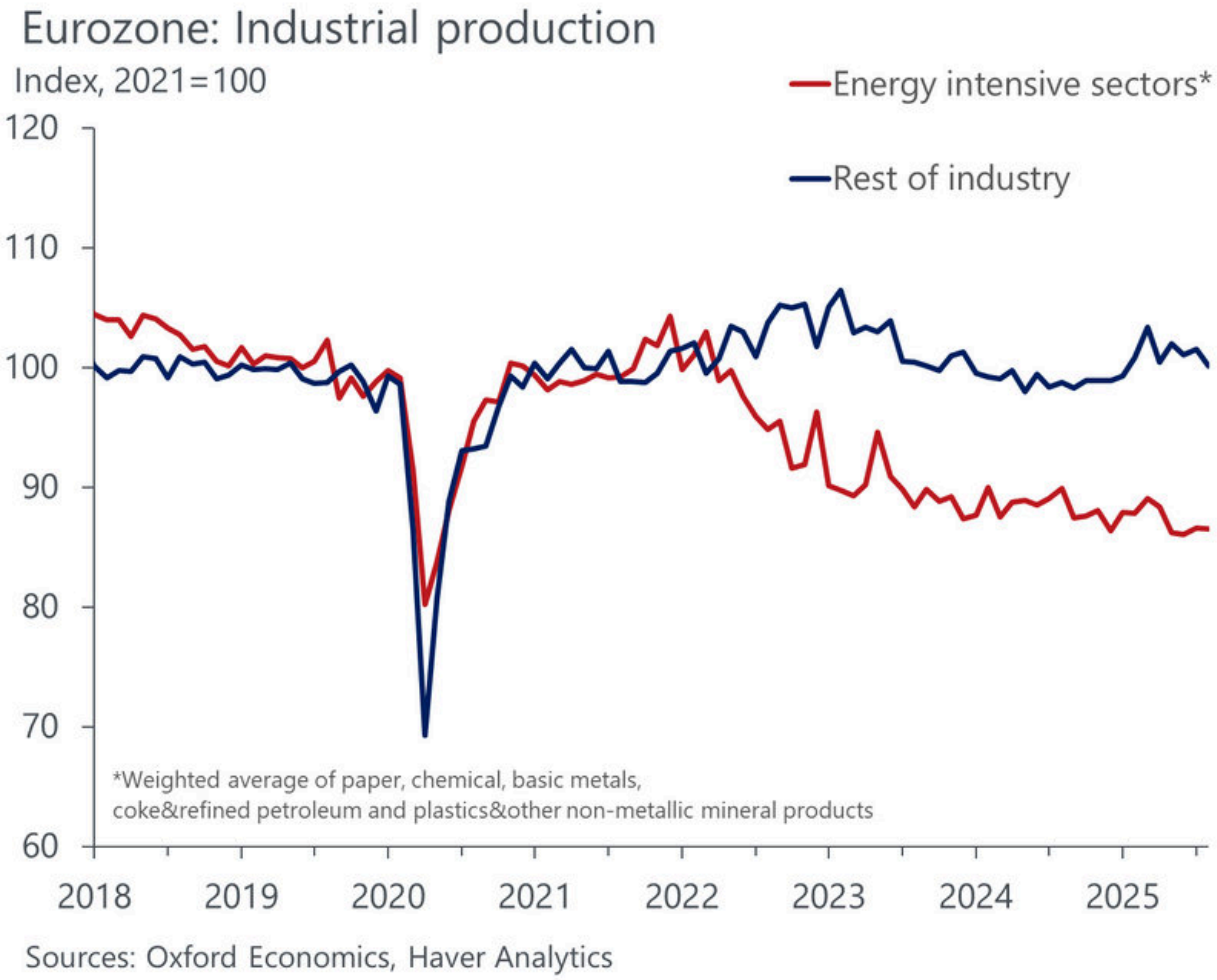


Immagine EU_PRODUCTION1 - ***Fonte*** *Oxford Economics/Haver Analytic*

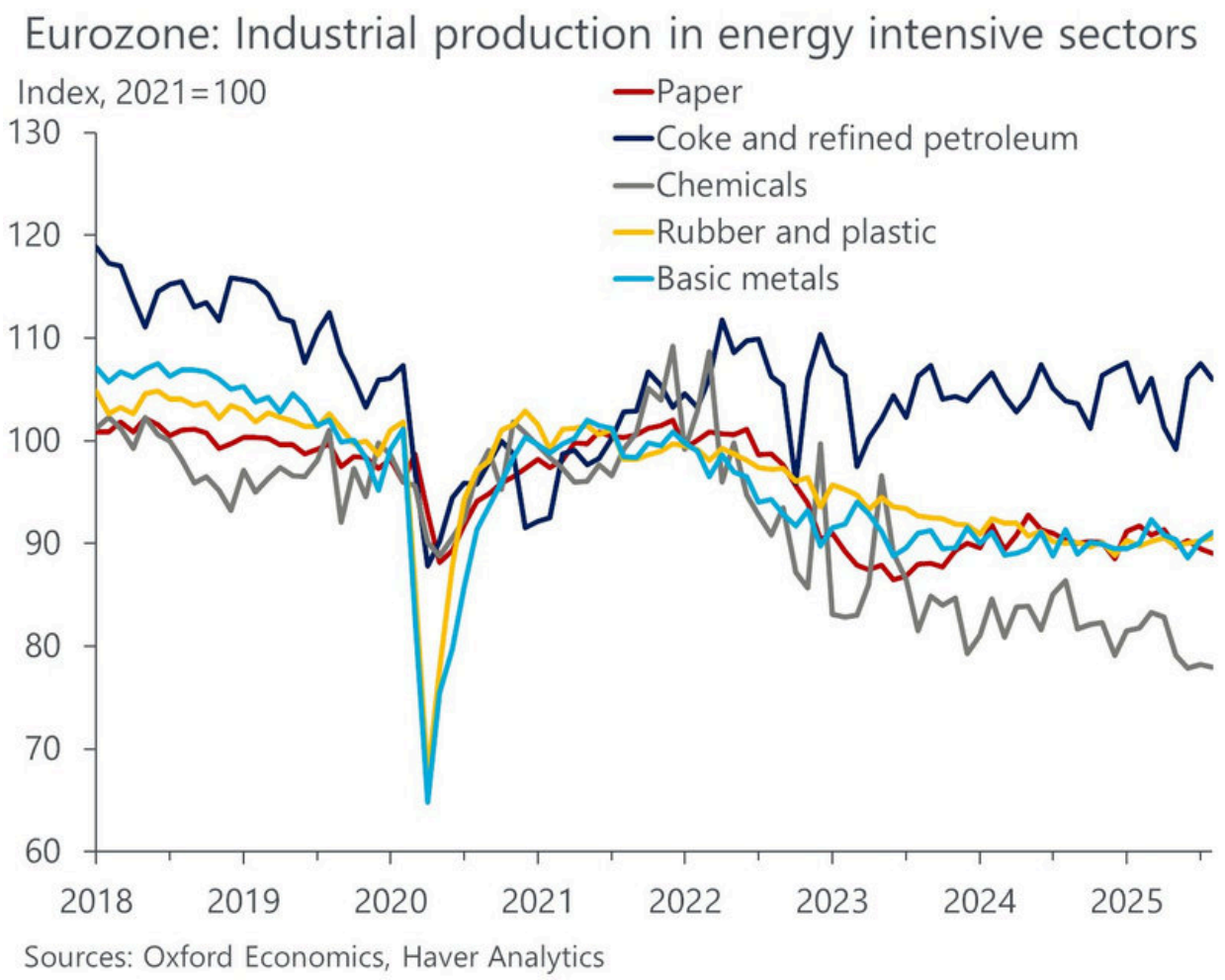
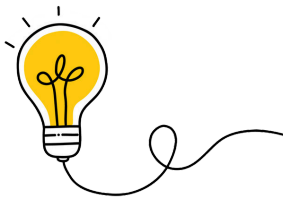


*Immagine EU_PRODUCTION2 - **Fonte** Oxford Economics/Haver Analytic*

- China will suspend all of the retaliatory tariffs that it has announced since March 4, 2025. This includes tariffs on a vast swath of U.S. agricultural products: chicken, wheat, corn, cotton, sorghum, soybeans, pork, beef, aquatic products, fruits, vegetables, and dairy products.
- China will suspend or remove all of the retaliatory non-tariff countermeasures taken against the United States since March 4, 2025, including China's listing of certain American companies on its end user and unreliable entity lists.

*Immagine CHINA_USA - **Fonte** Donald Trump on X*

Cosa vuol dire?



Sintesi:

L'Eurozona torna al centro di un possibile nuovo shock economico e industriale, innescato da tre fattori interconnessi: crisi delle terre rare, vulnerabilità energetica e declino della produzione manifatturiera. Il settore automobilistico europeo è nuovamente sotto pressione per la carenza di microchip, con le case costruttrici che segnalano imminenti blocchi produttivi e un contesto politico ancora teso con la Cina. Sul fronte energetico, i livelli di stoccaggio del gas in Germania sono ai minimi dal 2021: un segnale preoccupante nonostante i prezzi attuali più bassi, poiché l'Europa resta esposta alle dinamiche geopolitiche legate a fornitori come Stati Uniti e Qatar. Parallelamente, la chimica – cuore dell'industria pesante europea – mostra segni di collasso strutturale, colpita da concorrenza cinese, costi energetici e ferite ancora aperte come quelle del caso Bayer-Monsanto.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

La combinazione tra crisi industriale, dipendenza energetica e nuova alleanza commerciale tra USA e Cina potrebbe spingere l'Europa verso una fase di de-industrializzazione accelerata. Gli investitori dovranno guardare con attenzione agli indicatori del comparto manifatturiero tedesco e all'andamento del DAX, che da simbolo di ripresa rischia di trasformarsi in barometro di una recessione industriale. Se Washington e Pechino consolideranno un asse economico meno conflittuale, l'UE si troverà schiacciata tra due potenze con maggiore leva strategica e industriale, mentre il leverage energetico americano – oggi determinante per il gas LNG – potrebbe diventare un'arma geopolitica per ridisegnare i rapporti di forza globali. In sintesi, i mercati europei potrebbero presto passare da un'apparente stabilità a una nuova fase di turbolenza sistemica.

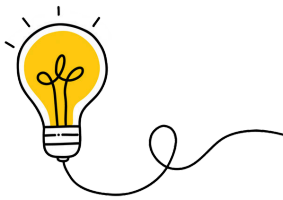
Strettamente correlate come non mai queste due categorie. E non tanto dall'accordo USA-Cina che potrebbe mettere le ali alla cryptovaluta, quanto rispetto a questo **(YEN)**. Apparentemente, in perfetta contemporanea con l'annuncio della grande pax globale, il cambio del dollaro sullo yen avrebbe operato un breakout tale da far scattare una Golden Cross. Attenzione quindi a quale potrebbe essere la reazione di due fondamentali assets direttamente legati. Da un lato, appunto, Bitcoin. Quale sarà la percezione vincente, quale di asset a rischio causa alta volatilità oppure quella di asset di riserva e bene rifugio digitale a fronte di un possibile smobilizzo dei carry trades sulla scia di quanto avvenuto il 5 agosto 2024? Di fronte a noi abbiamo una pullback della valuta giapponese, come spesso e volentieri accade proprio dopo la formazione di una Golden Cross? Oppure questa mossa del dollaro va messa in relazione con la recente entrata a gamba tesa di Scott Bessent sulla politica monetaria nipponica, quel suo chiedere al nuovo governo di mettere in condizioni con le sue politiche la Bank of Japan di poter rialzare i tassi, mossa che fu appunto il trigger del primo bagno di sangue sul carry trade?

Perché occorre concentrare grande attenzione alle conseguenze di lungo medio/lungo periodo, di cui abbiamo già parlato nella scorsa newsletter.

Il carry trade garantisce infatti liquidità ai mercati equities, mentre l'attuale situazione vede già i rendimenti dei Treasuries USA una volta convertiti meno appetibili di quelle dei titoli giapponesi. Quindi, meno flusso monetario nipponico verso l'estero e, anzi, rimpatrio di liquidità da parte degli istituzionali. Scott Bessent punta quindi masochisticamente a un nuovo periodo di rendimenti alti per la carta di Zio Sam, stante un acquirente in meno da identificare appunto nell'investitore nipponico? O come raccontato con dovizia di particolari nel paragrafo dedicato proprio all'obbligazionario, i piani per sistemare la rogna del rifinanziamento da qui a metà 2026, gli USA li hanno messi a punto da tempo? E prevedono, adesso, il ritorno in campo della FED in versione Clark Kent che entra nella cabina telefonica da impiegato e ne esce come Superman della stamperia. Occhio all'effetto repo. E occhio al dollaro/yen e alla reazione di Bitcoin nel suo sirtaki attorno ad area 108.000 dollari.



*Immagine YEN - **Fonte** Barchart*



Sintesi:

Yen e Bitcoin appaiono oggi più interconnessi che mai, non tanto per gli equilibri geopolitici tra USA e Cina, quanto per i movimenti del cambio dollaro/yen. Il recente breakout che ha innescato una Golden Cross sullo yen potrebbe rappresentare un punto di svolta tecnico di rilievo. Da un lato c'è la possibilità di un pullback fisiologico della valuta giapponese, dall'altro si intravedono implicazioni più profonde legate alla politica monetaria nipponica e alle pressioni esercitate da figure come Scott Bessent affinché la Bank of Japan possa rialzare i tassi. Una simile dinamica avrebbe effetti diretti sul carry trade, ossia sulla liquidità che i mercati azionari globali ricevono dai flussi di capitale giapponesi.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Se i rendimenti dei Treasury USA continuassero a risultare meno convenienti rispetto ai titoli giapponesi, il rimpatrio di capitali dal Giappone potrebbe accentuarsi, con conseguenze rilevanti su liquidità e asset rischiosi. In tale scenario, Bitcoin si troverebbe in una posizione ambivalente: potrebbe essere percepito come bene rifugio digitale o, al contrario, come asset volatile da liquidare in un contesto di tensione sui mercati. Gli USA, intanto, sembrano prepararsi a gestire il rifinanziamento del debito con il possibile ritorno di una Federal Reserve pronta a riattivare la macchina della liquidità. Tutto si giocherà sull'asse dollaro/yen e sulla risposta del mercato cripto, con Bitcoin che danza pericolosamente intorno alla soglia dei 108.000 dollari.



© 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