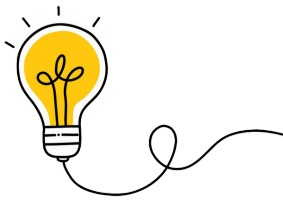
Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente - CFP®

Macro

Settimana di attesa in vista della riunione della FED del 16-17 settembre ma comunque non priva di spunti di interesse, a partire dalla riunione della **BCE (10-11)** e dai dati relativi alla bilancia commerciale cinese e tedesca attesi per **lunedì 8.** Giornata nella quale, in contemporanea con il voto sulla fiducia al governo, in Francia andranno in asta titoli a 3, 6 e 12 mesi. **Martedì 9** attesi i dati sulla fiducia dei consumatori australiani e l'asta di titoli a 6 mesi giapponesi, mentre **mercoledì 10** si entra nel vivo con la lettura dell'inflazione cinese e il dato di produzione di Turchia e Spagna. Sempre mercoledì, asta di titoli a 5 anni giapponesi, GILT britannico 2031, BOT italiano a 12 mesi e Bund tedesco a 15 anni. Inoltre, dato PPI statunitense e quello sull'inflazione in Russia. **Giovedì 11 settembre** giornata clou con PPI giapponese, asta BTP in Italia, dato inflazionistico statunitense e soprattutto la già citata decisione della BCE sui tassi di interesse. Decisamente spartiacque. E con un orecchio teso a soppesare ogni singola parola della conferenza stampa di Christine Lagarde rispetto al caso Francia e al destino del QT in fatto di timing della fine del reinvestimento titoli acquistato nel corso dei programmi di acquisto (PSPP e PEPP). Per finire, titoli statunitensi in asta con i Bills a 4 e 8 settimane e Treasury a 30 anni e i tassi sui mutui a 15 e 30 anni. **Venerdì 12 settembre**, lettura su PIL, produzione industriale, bilancia commerciale e manifattura britannici, oltre a quella sull'inflazione di Francia e Spagna. Infine, dato Umich (University of Michigan) su sentiment dei consumi, aspettative inflazionistiche e condizioni attuali di mercato statunitensi, PIL della Russia e tre dati fondamentali dalla Cina: vendita nuovi veicoli, massa monetaria M2 annualizzata e nuovi prestiti in yuan.

Cosa vuol dire?



In sintesi:

La settimana che precede la riunione della Federal Reserve del 16-17 settembre si presenta densa di appuntamenti macroeconomici e di mercato. In apertura, lunedì 8, focus sulla bilancia commerciale di Cina e Germania, mentre la Francia colloca titoli a breve termine. Martedì 9 arrivano i dati sulla fiducia dei consumatori australiani e un'asta giapponese. Mercoledì 10 si entra nel vivo con l'inflazione cinese, la produzione industriale di Turchia e Spagna, il PPI USA e l'inflazione russa, oltre a numerose aste sovrane in Europa e Giappone. La giornata chiave sarà però giovedì 11, con il PPI giapponese, il dato sull'inflazione statunitense e, soprattutto, la decisione della BCE sui tassi di interesse, seguita dalla conferenza stampa di Christine Lagarde, attesa per chiarimenti sul QT e il futuro dei reinvestimenti. La settimana si chiude venerdì 12 con una batteria di dati dal Regno Unito (PIL, manifattura, commercio estero), l'inflazione in Francia e Spagna, il sentiment dei consumatori americani (Umich), il PIL russo e i dati creditizi e monetari dalla Cina.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Gli operatori guardano con attenzione alla BCE: un'eventuale postura più restrittiva o aperture sul fine-tuning del QT potrebbero imprimere volatilità a euro e obbligazionario europeo, in particolare sui titoli francesi e italiani. I dati sull'inflazione USA e cinese avranno un ruolo chiave nel plasmare le aspettative sulla Fed, influenzando il dollaro e il comparto Treasury. Sul fronte emergente, Russia e Turchia offrono indicazioni sulla tenuta industriale in un contesto geopolitico complesso, mentre i dati cinesi (credito, M2 e vendite auto) saranno un termometro della crescita e della fiducia interna. Nel complesso, la settimana potrebbe segnare una fase di aumento della volatilità cross-asset, con i mercati in posizione d'attesa ma pronti a reagire a sorprese nei dati e, soprattutto, alle parole di Lagarde.

Per la prima volta dalla correzione dello scorso aprile, il titolo Nvidia ha registrato quattro settimane consecutive di ribasso. All'epoca, la quinta settimana segnò la ripartenza con un rialzo del +15% sulla chiusura precedente, preludio a una fase di crescita sostenuta **(NVIDIA4)**. Con una capitalizzazione di 4,4 trilioni di dollari e il ruolo di riferimento tra le Mag7, Nvidia rimane un osservato speciale del mercato, data la centralità del titolo nell'universo equity legato all'AI. Negli ultimi giorni sono emersi segnali che meritano attenzione, in un contesto globale segnato da tensioni geopolitiche di rilievo.

La giornata del 5 settembre, alla vigilia dell'incidente che ha coinvolto Microsoft e interrotto temporaneamente l'operatività di Azure, potrebbe rivelarsi cruciale per il comparto AI. In quelle stesse ore, Donald Trump dichiarava che "OpenAI ha un mercato infinito", mentre l'azienda annunciava l'avvio della produzione su larga scala di chip proprietari in collaborazione con Broadcom. Nello stesso giorno, Nvidia comunicava l'intenzione di noleggiare i propri chip a Lambda per quattro anni, con un investimento di 1,5 miliardi di dollari. Un'operazione che richiama il tema del revenue roundtripping, ossia il ricorso a schemi contabili in grado di sostenere i ricavi dopo lo stop all'export cinese, questione che aveva già perso consistenza con l'ultima trimestrale. Tuttavia, inserire tali importi a bilancio rischia di non essere più sufficiente per rassicurare gli investitori.

La novità rappresentata dall'annuncio di OpenAI si inserisce in una tendenza più ampia: Amazon, Google, Alibaba, Meta, Microsoft, xAI e ora la stessa OpenAI stanno sviluppando chip interni. Ciò solleva un interrogativo centrale: chi acquisterà in futuro i chip di Nvidia? Se le revenues continuano a crescere sulla base di una domanda ritenuta inesauribile, perché allora ridurre forniture prepagate e accordi sulla capacity **(NVIDIA1)**?

Anche OpenAI si trova davanti a un dilemma simile. Nonostante l'ipotesi di una domanda "infinita", le previsioni mostrano un cash flow negativo entro il 2027 **(NVIDIA2 e 3)**. Un segnale critico, perché il cash flow rappresenta la liquidità effettivamente generata o consumata da un'impresa, indicativa della capacità di far fronte a spese operative, investimenti e debiti. Il confronto con il passato porta alla memoria il caso WeWork, crollata nel novembre 2023 per l'incapacità di bilanciare perdite e flussi di cassa, nonostante la leadership nel settore del co-working.

Il comparto tech/AI non può permettersi simili esiti senza interventi esterni, poiché un ridimensionamento disordinato rappresenterebbe un rischio sistemico per Wall Street, che ha beneficiato finora di una dinamica di crescita legata a metriche oggi meno sostenibili. In questo scenario, l'ultimo grafico **(CHINA_RISK)** evidenzia un ulteriore elemento di vulnerabilità: il mercato azionario cinese, a differenza della maggior parte degli indici globali, resta lontano dai massimi storici.

Eppure, la scorsa settimana le autorità di Pechino hanno introdotto restrizioni severe che hanno interrotto il rally da 1,2 trilioni di dollari di capitalizzazione iniziato in agosto. La prima conseguenza è stata il tracollo della cosiddetta "Nvidia cinese", Cambricon, che ha perso il -15% overnight dopo l'annuncio della nuova regolamentazione. Un segnale che conferma la necessità di prudenza.



*Immagine NVIDIA4 - **Fonte** TrendSpider*

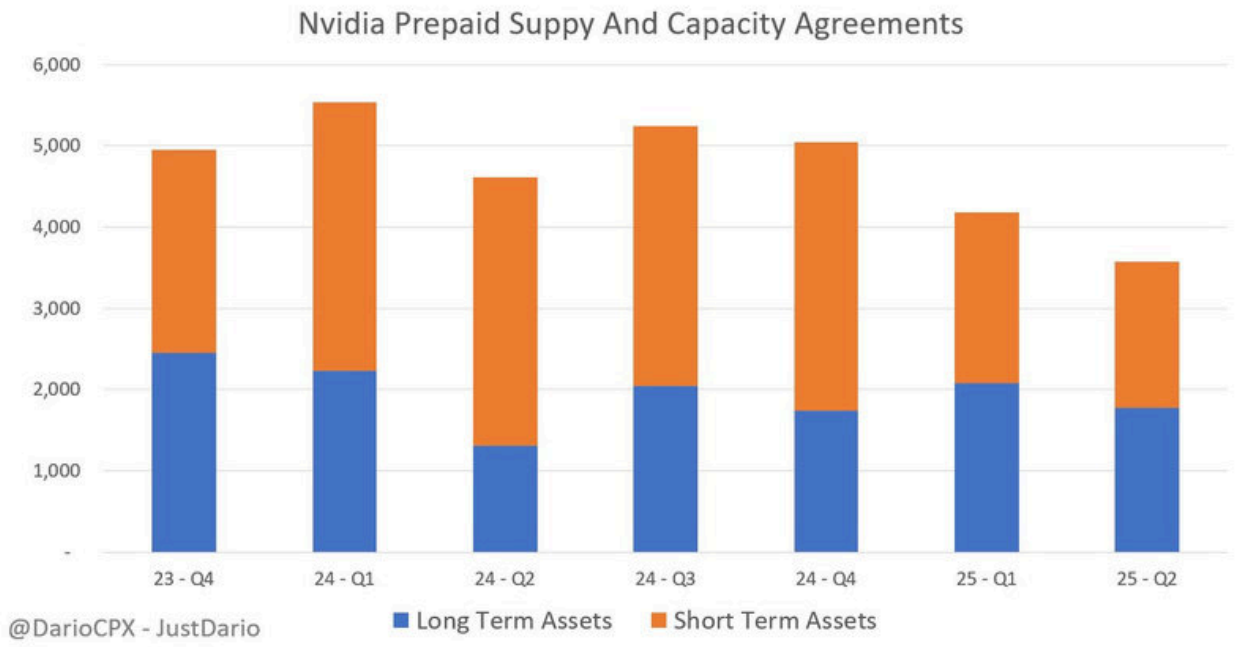


*Immagine NVIDIA1 - **Fonte** CPX*

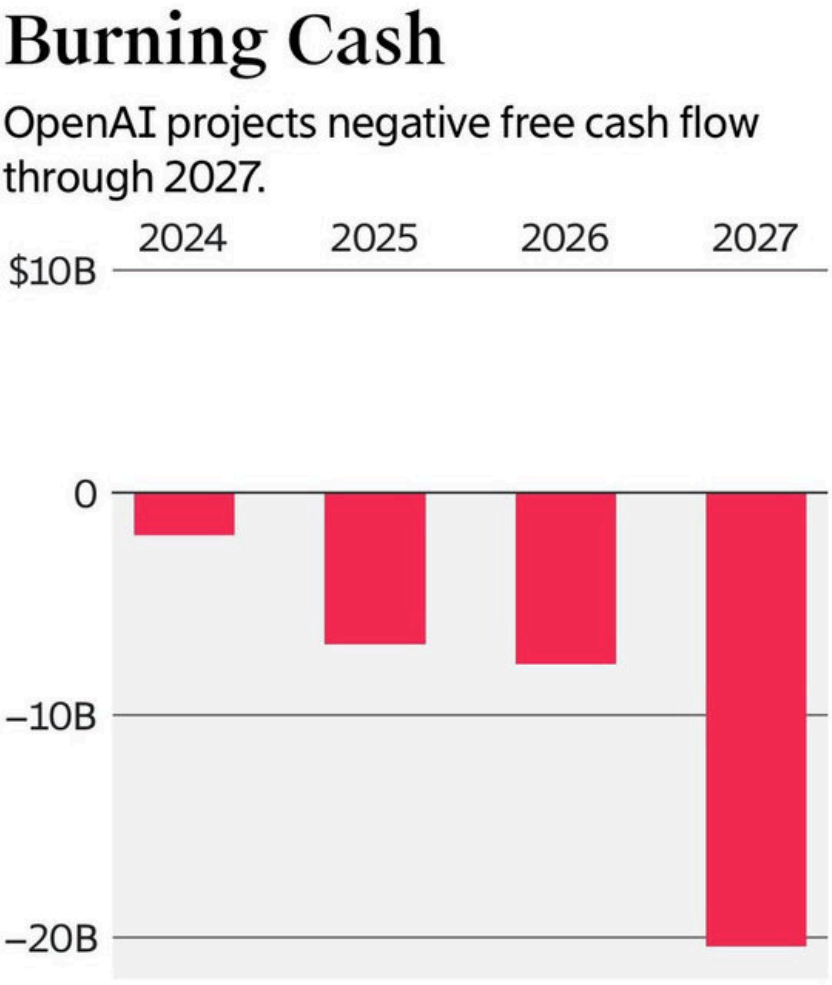


*Immagine NVIDIA2 - **Fonte** Wall Street Journal*

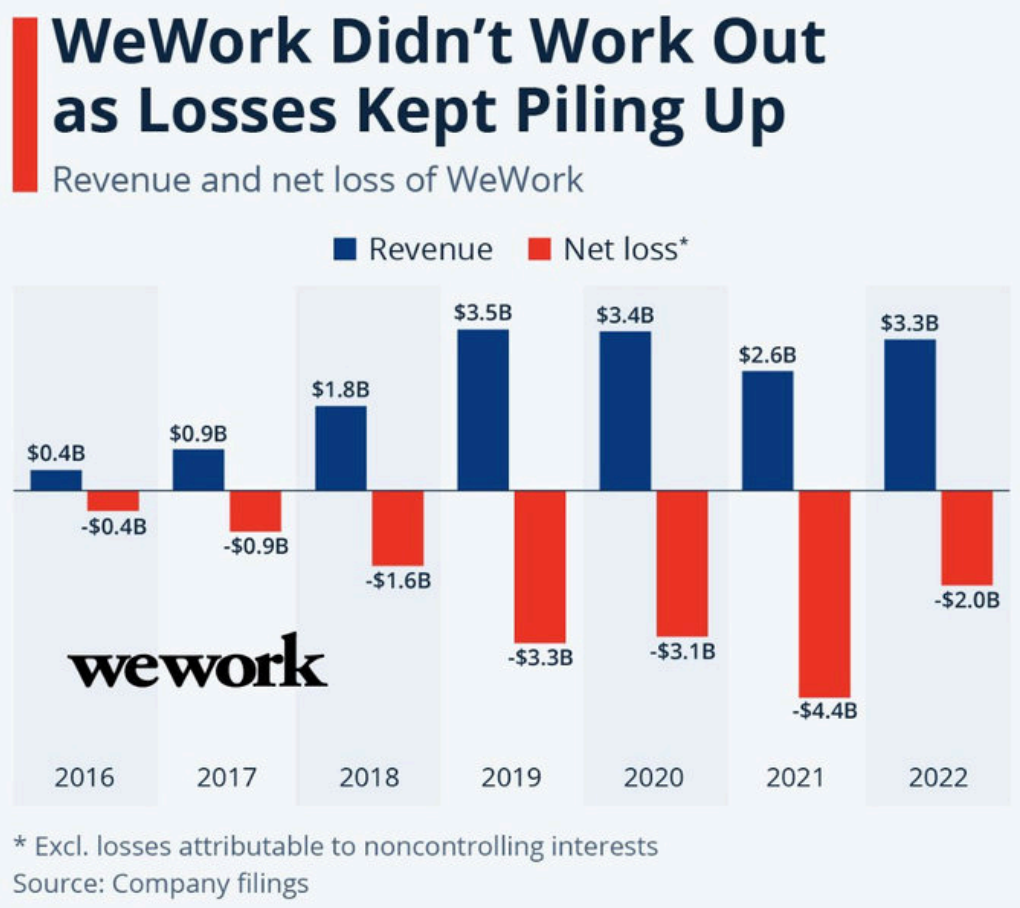
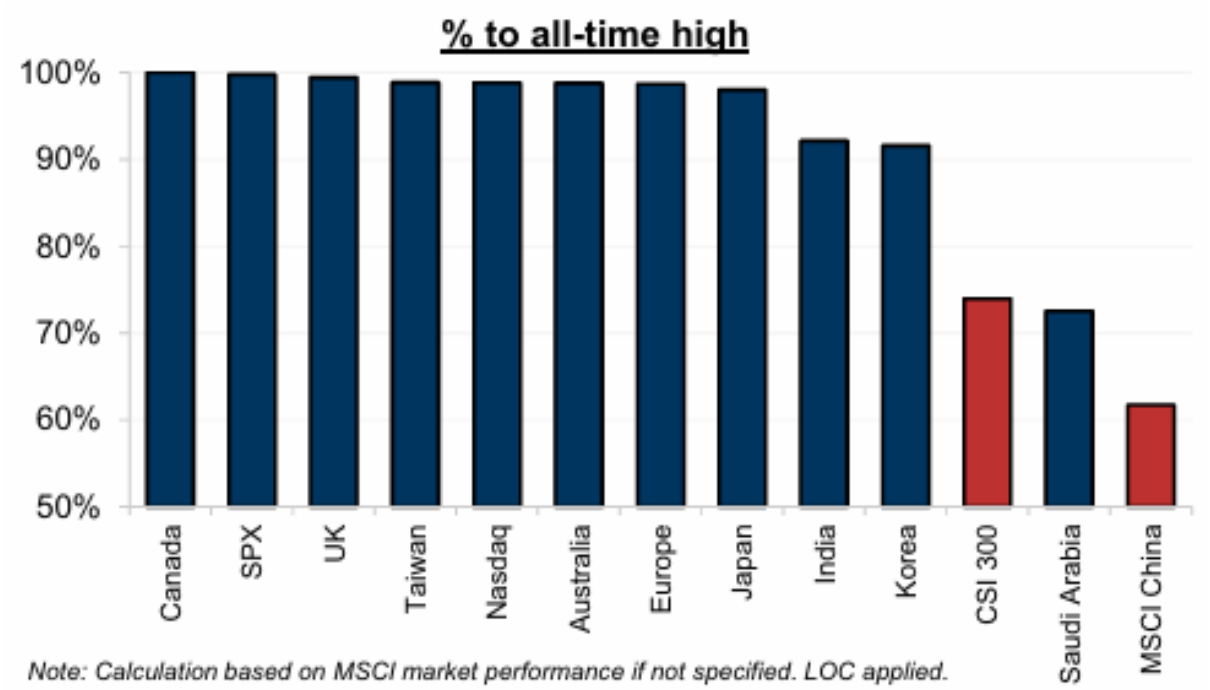


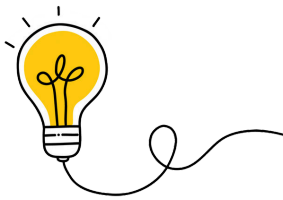
*Immagine NVIDIA3 - **Fonte** Statista*

Exhibit 6: Many key equity markets globally are trading at or close to all-time highs



Source: FactSet, MSCI, Goldman Sachs Global Investment Research

*Immagine CHINA_RISK - **Fonte** Goldman Sachs, FactSet*



In sintesi:

Il titolo Nvidia ha segnato quattro settimane consecutive di ribasso, la prima serie negativa dalla correzione di aprile, quando il rimbalzo successivo si tradusse in un +15% settimanale (NVIDIA4). Con una capitalizzazione di 4,4 trilioni di dollari e un ruolo centrale tra le Mag7, resta un punto di riferimento per il comparto AI. Le ultime settimane hanno però sollevato nuovi interrogativi: l'annuncio di OpenAI, impegnata nello sviluppo di chip proprietari con Broadcom, si aggiunge a iniziative analoghe di Amazon, Google, Meta, Microsoft, Alibaba e xAI, ponendo dubbi sulla sostenibilità della domanda per i chip Nvidia. Parallelamente, l'accordo da 1,5 miliardi di dollari con Lambda per il noleggio di chip è stato interpretato come un'operazione di revenue roundtripping, con rischi di percezione negativa da parte del mercato. Anche OpenAI affronta sfide: nonostante la prospettiva di una domanda "infinita", le previsioni indicano un cash flow negativo entro il 2027 (NVIDIA2 e 3), richiamando precedenti come il fallimento di WeWork nel 2023. A completare il quadro, il mercato cinese resta lontano dai massimi e l'intervento restrittivo di Pechino ha già colpito Cambricon con un crollo del -15% overnight (CHINA_RISK).

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Gli investitori si trovano davanti a un equilibrio delicato. Da un lato, la leadership di Nvidia nell'AI è indiscussa, ma l'autoproduzione di chip da parte dei grandi player tecnologici riduce le prospettive di domanda futura. Dall'altro, le dinamiche finanziarie di OpenAI sollevano dubbi sulla reale sostenibilità di un modello basato sull'espansione a ogni costo. Il settore tech/AI rimane quindi esposto a rischi di correzione improvvisa: un ridimensionamento disordinato metterebbe sotto pressione Wall Street, che ha beneficiato di multipli elevati e di aspettative di crescita spesso considerate illimitate. A questo si aggiunge il fattore Cina, dove le autorità hanno dimostrato di poter intervenire con misure restrittive capaci di influenzare pesantemente i titoli del comparto. Nel breve termine, la volatilità appare destinata ad aumentare, con possibili correzioni selettive e un'attenzione crescente agli indicatori di liquidità e sostenibilità dei flussi di cassa.

L'attenzione sul mercato obbligazionario questa settimana è concentrata su due scenari principali. Il primo riguarda le dimissioni del primo ministro giapponese, Shigeru Ishiba, e le conseguenze che la sua successione potrebbe avere, più che sul NIKKEI, sul mercato dei titoli di Stato e sui rendimenti a lungo termine, già ampiamente fuori controllo. Il secondo è la riunione della Federal Reserve del 16-17 settembre, alla luce di quanto evidenziato da questo grafico **(TSY5):** la dinamica del Treasury USA a 2 anni rispetto ai Fed Funds sembra anticipare con elevata probabilità un taglio dei tassi di 50 punti base, anziché di un quarto di punto, come inizialmente stimato dopo il debole dato delle non farm payrolls di agosto. In altre parole, lo scenario attuale riflette il rischio di una nuova crisi legata al carry trade.

Il secondo scenario riguarda la riunione della BCE del 10-11 settembre. Non tanto perché si tratti di un board chiamato ad anticipare le mosse della Fed, quanto per due motivi distinti. Il primo è comprendere quanto le decisioni dell'Eurotower siano effettivamente legate alla data-dependency sulle dinamiche di inflazione e prezzi, oppure piuttosto a esigenze emergenziali che cambiano di volta in volta.

Il recente surriscaldamento dei rendimenti sovrani dell'eurozona, in particolare in Francia, evidenzia il rischio di una pressione crescente per un taglio dei tassi che, tuttavia, finora si è dimostrato inefficace nel comprimere i rendimenti a lunga scadenza, come già accaduto nei casi britannico e australiano. Il secondo motivo è legato al confronto con gli Stati Uniti: la BCE appare in ritardo rispetto a una Fed che dispone di margini di intervento significativi, anche attraverso tagli consistenti, in un contesto in cui il Tesoro USA sta operando nei fatti un QE mascherato **(TSY3).**

Il mercato obbligazionario statunitense mostra infatti una dinamica divergente: il rendimento del Treasury decennale si è portato ai minimi da aprile, in controtendenza rispetto a Giappone, Regno Unito e Francia. Le immagini **(TSY1 e TSY2)** lo confermano: da un lato, il buyback del Tesoro USA del 3 settembre, per 2 miliardi di dollari, si inserisce in una serie di riacquisti che hanno raggiunto complessivamente 10 miliardi nelle ultime tre settimane, con effetti visibili sul calo dei rendimenti del benchmark a 10 anni. Dall'altro, il trend mostra un incremento costante dei controvalori dei riacquisti, con il Segretario al Tesoro che ha già annunciato ulteriori aumenti per numero e volume.

Il mercato, quindi, prezza in anticipo queste operazioni, valutando sia il potenziale di una Fed con ampi margini di taglio dei tassi, sia l'azione del Tesoro che utilizza le entrate derivanti dalle tariffe commerciali per facilitare i buyback, alleggerendo i bilanci bancari da titoli a lunga scadenza difficilmente negoziabili senza perdite.

Al tempo stesso, il Tesoro sta incrementando in misura significativa le emissioni di breve termine: giovedì scorso è stato collocato un record assoluto di 100 miliardi di dollari in Bills a 4 settimane, integralmente assorbiti dal mercato. In sostanza, gli Stati Uniti stanno modificando la duration del debito in mano alla Fed, privilegiando strumenti di brevissima scadenza che rappresentano collaterali di alta qualità e con domanda elevata e continua. I titoli a lungo termine, invece, restano esposti ai timori su debito e deficit pubblico e necessitano dei buyback per evitare di trasformarsi in perdite per le banche. Questo approccio evidenzia una strategia volta a gestire in anticipo la percezione di rischi legati ai 37 trilioni di stock di debito in circolazione.

Infine, il grafico **(TLT)** mostra l'andamento recente dell'ETF che replica i titoli di Stato USA con durata superiore ai 20 anni: i segnali confermano come il mercato obbligazionario potrebbe presto rappresentare un'opportunità unica. Tuttavia, più che sui fondamentali macro, l'attenzione dovrà restare focalizzata sulle variazioni nel calendario di emissioni e buyback del Tesoro USA.



*Immagine TSY5 - **Fonte** Bloomberg Finance*



*Immagine TSY3 - **Fonte** Barchart*

TREASURY NEWS

Department of the Treasury • Bureau of the Fiscal Service

FOR IMMEDIATE RELEASE
September 03, 2025

CONTACT: Treasury Auctions
202-504-3550

TREASURY DEBT BUYBACK OPERATION
RESULTS

Operation Date	September 03, 2025
Settlement Date	September 04, 2025
Maturity Date Range	02/15/2036 - 08/15/2045
Maximum Par Amount to be Redeemed	$2,000,000,000
Total Par Amount Offered	$23,015,000,000
Total Par Amount Accepted	$2,000,000,000
Number of Issues Eligible	31
Number of Issues Accepted	2

*Immagine TSY1 - **Fonte** US Treasury*

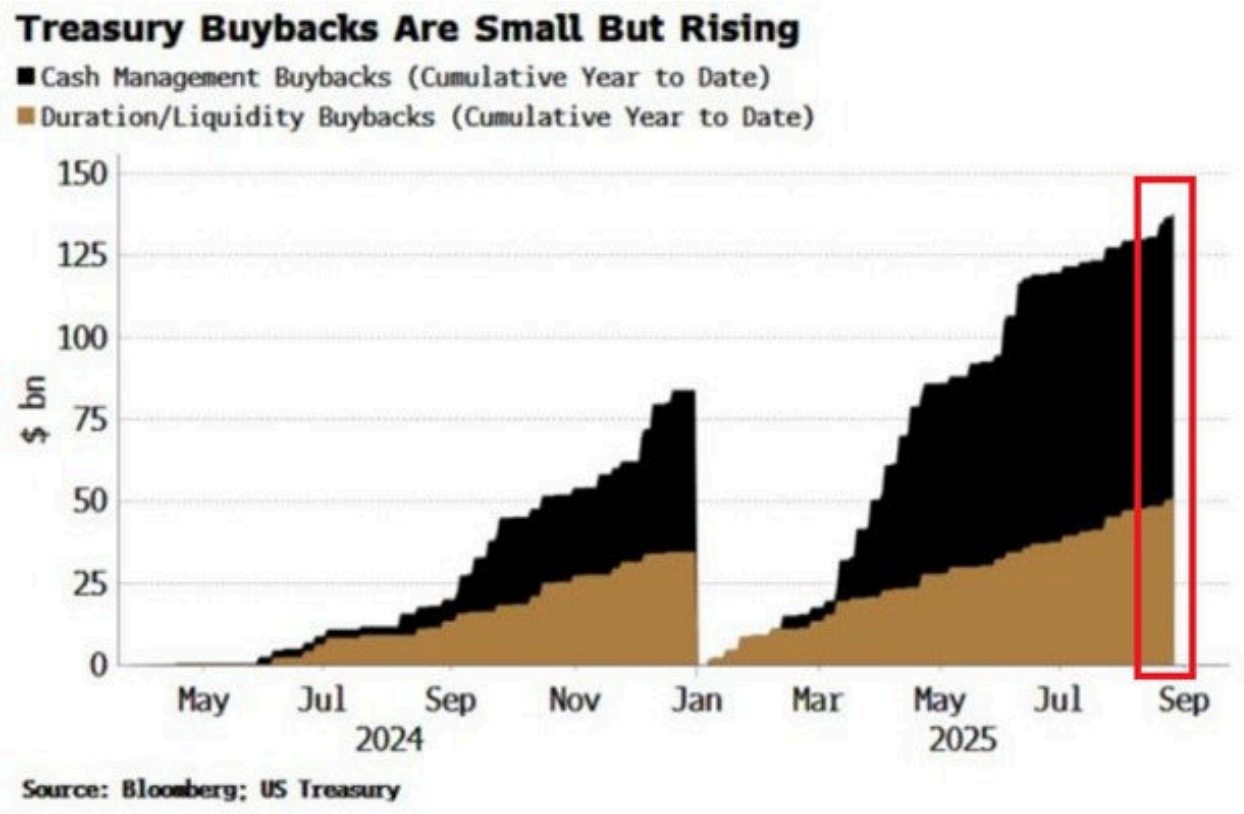
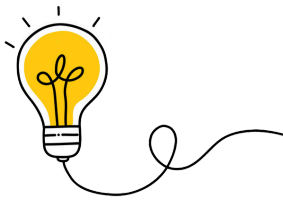


*Immagine TSY2 - **Fonte** Bloomberg/US Treasury*



*Immagine TSY2 - **Fonte** Bloomberg/US Treasury*

Cosa vuol dire?



In sintesi:

Questa settimana il focus del mercato obbligazionario si concentra su tre fattori principali. In Giappone, le dimissioni del primo ministro Shigeru Ishiba pongono interrogativi sugli effetti che la successione potrà avere sul mercato dei titoli di Stato e sui rendimenti a lungo termine, già in forte tensione. Negli Stati Uniti, in vista della riunione della Federal Reserve del 16-17 settembre, il grafico (TSY5) segnala che la dinamica del Treasury a 2 anni rispetto ai Fed Funds indica una probabilità elevata di un taglio dei tassi di 50 punti base, anziché di 25, come inizialmente previsto dopo i deboli dati sul lavoro di agosto. In Europa, l'attenzione si concentra sulla riunione della BCE del 10-11 settembre, cruciale per valutare se le decisioni siano ancora guidate da un approccio data-dependent o piuttosto da logiche emergenziali. Il surriscaldamento dei rendimenti sovrani, soprattutto in Francia, evidenzia i limiti dei precedenti tagli nel contenere le lunghe scadenze, mentre la BCE appare in ritardo rispetto a una Fed sostenuta da un Tesoro attivo con operazioni di QE mascherato (TSY3).

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Il contesto attuale evidenzia una dinamica divergente tra Stati Uniti ed eurozona. Negli USA, i buyback del Tesoro (2 miliardi il 3 settembre, per un totale di 10 miliardi nelle ultime tre settimane) e l'aumento delle emissioni di breve termine — con il collocamento record di 100 miliardi di dollari in Bills a 4 settimane — stanno riducendo la duration del debito, sostenendo la domanda e contribuendo al calo del rendimento del decennale ai minimi da aprile (TSY1 e TSY2). Questo approccio consente alla Fed di mantenere ampi margini di manovra, con liquidità potenzialmente disponibile in caso di shock di mercato. In Europa, invece, la BCE deve confrontarsi con rendimenti elevati e margini di intervento più ridotti, mentre in Giappone l'incertezza politica si riflette sui bond sovrani. Nel complesso, il mercato obbligazionario globale potrebbe offrire opportunità significative, come suggerisce anche il grafico (TLT), ma la volatilità rimane elevata e gli operatori dovranno monitorare con attenzione il calendario delle emissioni e dei buyback del Tesoro USA.

Con il Dollar Index sceso a 97,73 alla fine della scorsa settimana, complice il dato occupazionale negativo che ha rafforzato le aspettative di un taglio dei tassi da parte della Fed, cresce l'attenzione sul rublo. In un contesto di relativa quiete mediatica, l'Europa sembra orientata a un'ulteriore estensione del proprio regime sanzionatorio nei confronti di Mosca, potenzialmente in coordinamento con Washington, qualora la Casa Bianca decidesse di abbandonare l'attendismo rispetto alla posizione del Cremlino su un cessate il fuoco e un confronto diretto con Kiev. Gli sviluppi più recenti sul campo evidenziano infatti una duplice strategia di Mosca: da un lato, aperture formali alla diplomazia; dall'altro, intensificazione delle operazioni militari. Un approccio che ha fatto seguito all'incontro con Xi Jinping a Pechino.

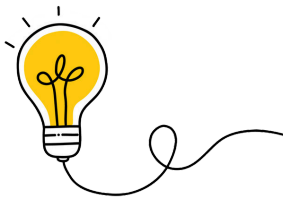
La valuta russa ha guadagnato il 45% rispetto al dollaro da inizio anno. Un dato significativo, soprattutto considerando che nel 2024 il 95% dei commerci tra Cina e Russia – rafforzati da 27 accordi commerciali e infrastrutturali siglati tra Mosca e Pechino – è stato denominato in rubli e yuan.

Le transazioni bilaterali tra le due valute hanno raggiunto un controvalore di 33 trilioni di rubli (420 miliardi di dollari) nel 2024, a fronte di un interscambio record di 245 miliardi di dollari. Inoltre, il rublo ha registrato un +25% sullo yuan nello stesso periodo. Le imprese energetiche russe rimpatriano utili in yuan, mentre gli importatori utilizzano la stessa valuta per gli acquisti. Di conseguenza, l'attenzione degli analisti si concentra sempre più sul tasso rublo/yuan, piuttosto che sul dollaro. Tuttavia, un eccessivo apprezzamento del rublo riduce le entrate fiscali del bilancio federale, in quanto le revenues energetiche denominate in dollari vengono penalizzate dal cambio.

Un'eventuale intensificazione del regime sanzionatorio europeo, combinata con un bando statunitense, rischierebbe di spingere ulteriormente Mosca verso Pechino, con conseguenze rilevanti sul mercato energetico e delle terre rare. La recente firma sul progetto della pipeline Power of Siberia 2 via Mongolia conferma tale direzione strategica. Parallelamente, mentre in Italia il dibattito pubblico si concentra su temi marginali, emergono cifre di rilievo sulla crescente proiezione internazionale della Cina: nella prima metà

del 2024, le aziende cinesi hanno investito 44 miliardi di dollari in accordi commerciali e infrastrutturali energetici con Paesi aderenti alla Belt and Road Initiative, il massimo dall'avvio del programma nel 2013. Il totale dei finanziamenti ha raggiunto quasi 124 miliardi di dollari, distribuiti su 176 progetti, più del doppio rispetto al medesimo periodo del 2023, secondo un report del Green Finance & Development Center della Fudan University. Per confronto, l'intero 2023 aveva registrato investimenti per 122 miliardi.

Dei 44 miliardi dedicati al comparto energetico, 30 miliardi sono stati destinati all'Oil&Gas, inclusi 20 miliardi di dollari per un contratto della China National Chemical Engineering International Co. Ltd., relativo alla costruzione di un impianto di processazione nel parco industriale di Ogidigben, Nigeria. Parallelamente, l'intensificazione delle pressioni statunitensi sul Venezuela, con la motivazione ufficiale della lotta al narcotraffico, conferma che il comparto energetico resta al centro delle dinamiche geopolitiche e finanziarie globali.



Sintesi:

Il Dollar Index a 97,73 e i dati sul lavoro USA deboli hanno rafforzato l'attesa di un taglio dei tassi Fed. Intanto, il rublo si è apprezzato del 45% sul dollaro e del 25% sullo yuan, sostenuto da un interscambio record con la Cina di 245 miliardi di dollari, di cui il 95% in rubli e yuan (33 trilioni di rubli, 420 miliardi di dollari). La cooperazione si consolida con 27 accordi bilaterali e il progetto Power of Siberia 2, mentre la Cina ha già investito 124 miliardi di dollari nella Belt and Road nella prima metà del 2024, di cui 44 miliardi nell'energia e un contratto da 20 miliardi in Nigeria.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

L'asse rublo/yuan riduce il peso del dollaro negli scambi Russia-Cina, ma un rublo troppo forte limita le entrate fiscali russe. Un irrigidimento delle sanzioni UE-USA spingerebbe Mosca ancora più verso Pechino, rafforzando la cooperazione energetica. La Cina consolida il suo ruolo nei mercati emergenti tramite la Belt and Road, mentre gli USA intensificano la pressione su Paesi produttori come il Venezuela. Il mercato energetico e valutario resta quindi altamente esposto alle tensioni geopolitiche globali.



© 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