MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

11 - 17 MAGGIO

ANNO 2026



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Indice

3 **MACRO**
le forze che muovono i mercati

10 **EQUITY**
dinamiche di mercato e allocazione del rischio

32 **FIXED INCOME**
curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

43 **COMMODITIES**
materie prime e dinamiche inflattive globali

54 **FOREX & CRYPTO**
liquidità globale, valute e asset digitali

62 **DISCLAIMER**
informazioni legali e credits

63 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

La settimana finanziaria sarà dominata dall'attesa per l'incontro tra Xi Jinping e Donald Trump previsto il 14-15 maggio a Pechino, evento destinato a influenzare simultaneamente geopolitica, commercio, energia e tecnologia. Sul tavolo vi sono il tema delle sanzioni, la crisi di Hormuz, il possibile percorso di pace con l'Iran e soprattutto il futuro di Taiwan, nodo cruciale per l'equilibrio globale del settore semiconduttori. Un comparto che Goldman Sachs ha recentemente definito eccessivamente tirato sotto il profilo delle valutazioni. Parallelamente, il calendario macroeconomico offrirà numerosi spunti: dati cinesi su disoccupazione e PPI, inflazione USA core e non-core, PIL e produzione industriale dell'Eurozona, asta BTp italiana, PIL britannico e indicatori manifatturieri statunitensi. Centrale anche il mercato del lavoro e dei consumi USA, mentre cresce l'attenzione verso il possibile futuro approccio della FED sotto Kevin Warsh e verso metriche come il 16% trimmed-mean CPI della FED di Cleveland.

Cosa aspettarsi dal mercato?

I mercati sembrano destinati a muoversi lungo due direttrici principali: da un lato la geopolitica, dall'altro la traiettoria dei tassi statunitensi. L'incontro di Pechino potrebbe infatti ridefinire le aspettative su commercio globale, energia e semiconduttori, con particolare attenzione alle implicazioni legate a Taiwan e alla stabilità dell'area di Hormuz. Sul fronte macro, il focus sarà soprattutto sull'inflazione americana e sulla possibilità che la FED possa progressivamente orientarsi verso una lettura meno aggressiva della dinamica dei prezzi, anche attraverso indicatori alternativi come la median inflation o il 16% trimmed-mean CPI. In questo contesto, eventuali dati inferiori alle attese potrebbero rafforzare le aspettative di tagli emergenziali dei tassi, sostenendo obbligazionario e comparti growth. Al contrario, numeri ancora rigidi su inflazione, consumi e produzione rischierebbero di riaccendere volatilità sui Treasury, pressione sul dollaro e dubbi sulla sostenibilità del rally tecnologico. Particolare attenzione anche a petrolio, BTp e dati manifatturieri USA.

Nemmeno a dirlo, tutto continua a ruotare attorno all'incontro tra Xi Jinping e Donald Trump, ufficialmente previsto per il 14-15 maggio a Pechino. L'"ufficialmente" resta però una precisazione necessaria, considerando come il Presidente statunitense abbia ormai abituato mercati e osservatori a cambi di agenda tanto clamorosi quanto strategicamente calibrati. Sul tavolo vi è, sostanzialmente, ogni dossier cruciale. In primo luogo, il tema sanzionatorio, che incorpora inevitabilmente anche la questione energetica legata alla crisi di Hormuz e all'ipotesi di un possibile accordo di pace con l'Iran. Parallelamente, il futuro di Taiwan e, con esso, non tanto il diritto internazionale quanto il delicatissimo equilibrio del mercato globale dei chip. Lo stesso comparto che Goldman Sachs, nel proprio ultimo report, ha definito ormai apertamente insostenibile sotto il profilo del rally delle valutazioni.

In questo contesto, la settimana macroeconomica si apre **lunedì 11 maggio** con una pubblicazione di assoluto rilievo proveniente dalla Cina: tasso di disoccupazione su base annua e mensile e PPI. Nemmeno a dirlo, l'unico altro indicatore realmente significativo della giornata arriva — quasi in un simbolico scambio tennistico — dagli Stati Uniti, con la lettura relativa alle vendite di case esistenti.

Martedì 12 maggio sarà invece l'Australia a catalizzare l'attenzione dei mercati, quale unico Paese che, nell'ultima tornata di board monetari, ha visto la propria Banca centrale procedere a un rialzo dei tassi di interesse. Prima verrà pubblicato l'indice WestPac sulla fiducia dei consumatori, successivamente il NAB relativo alla business confidence. A seguire, la Germania diffonderà l'indice ZEW sul sentiment economico, mentre nel pomeriggio europeo sarà atteso il fondamentale dato relativo all'inflazione statunitense, core e non-core, sia su base mensile che annuale.

Ovviamente, si tratterà anche di un primo vero indicatore in vista dell'insediamento di Kevin Warsh alla guida della FED. E non soltanto sul piano formale. È infatti noto come Warsh guardi con particolare attenzione alla cosiddetta median inflation della FED di Cleveland, o 16% trimmed-mean CPI. Di fatto, un indicatore che esclude dal computo totale l'8% degli aumenti di prezzo più elevati e più contenuti. Un 16% che, non casualmente, ha finora restituito una lettura sistematicamente meno allarmante e, al contempo, più favorevole all'ipotesi di eventuali tagli emergenziali dei tassi.

Mercoledì 13 maggio sarà la volta dell'asta BTp in Italia, dei dati relativi alla crescita del PIL, alla disoccupazione e alla produzione industriale dell'Eurozona e, soprattutto, del PPI statunitense. A seguire, l'attenzione si sposterà sul dato relativo alle scorte petrolifere e sulle richieste di mutui immobiliari negli Stati Uniti.

Giovedì 14 maggio riflettori puntati sul PIL del Regno Unito e, soprattutto, sui dati statunitensi relativi alle vendite al dettaglio e ai prezzi di import ed export.

Infine, **venerdì 15 maggio** si aprirà con il dato sul PPI giapponese, per poi proseguire con l'inflazione armonizzata e non armonizzata in Italia e con le pubblicazioni relative alla produzione industriale e manifatturiera statunitense, guidate dal New York Empire Manufacturing Index.

Ma, a quel punto, gli occhi dei mercati saranno ormai interamente rivolti verso Pechino, in attesa di quello che si configura già come l'incontro dell'anno.

Macro

Away
ake

Xi Jinping – Donald Trump: il vertice di Pechino del 14-15 maggio rappresenta il principale catalizzatore geopolitico e finanziario della settimana, con possibili implicazioni su sanzioni, commercio globale, energia e tecnologia.

Inflazione USA e FED: i dati core e non-core statunitensi saranno cruciali per comprendere la futura traiettoria monetaria della FED e il possibile approccio di Kevin Warsh, favorevole a metriche come il 16% trimmed-mean CPI della FED di Cleveland.

Crisi di Hormuz, Iran e sanzioni: il dossier energetico resta centrale, tra timori legati alla stabilità dell'area, possibili evoluzioni diplomatiche con l'Iran e impatti diretti sui prezzi del petrolio e sulle aspettative inflazionistiche globali.

Focus macro globale: Cina, Australia, Germania, Eurozona, Regno Unito, Giappone e Stati Uniti pubblicheranno dati chiave su disoccupazione, PIL, PPI, produzione industriale, fiducia economica e vendite al dettaglio.

Taiwan e semiconduttori: il tema non riguarda più soltanto il diritto internazionale, ma soprattutto l'equilibrio del mercato globale dei chip, settore che Goldman Sachs considera ormai eccessivamente tirato sotto il profilo delle valutazioni.

Mercati obbligazionari ed energetici: particolare attenzione a asta BTp italiana, PPI statunitense, scorte petrolifere USA e richieste di mutui immobiliari, indicatori potenzialmente decisivi per Treasury, petrolio e aspettative sui tassi.

Macro

Glossario

Asta BTp: Procedura attraverso cui il Tesoro italiano colloca sul mercato i Buoni del Tesoro Poliennali (BTp), cioè titoli di Stato a medio-lungo termine.

Board monetario: Riunione della banca centrale durante la quale vengono decise le politiche monetarie, in particolare i tassi di interesse.

Business confidence: Indicatore che misura il livello di fiducia delle imprese riguardo all'andamento futuro dell'economia.

Core inflation: Inflazione "depurata" dalle componenti più volatili, come energia e alimentari, utilizzata dalle banche centrali per valutare l'andamento strutturale dei prezzi.

CPI: Indicatore d'inflazione elaborato dalla FED di Cleveland che esclude dal calcolo il 8% dei prezzi con gli aumenti più elevati e il 8% con quelli più bassi, per ottenere una misura ritenuta più "stabile" dell'inflazione reale.

Export / import prices: Indicatori che misurano l'andamento dei prezzi dei beni esportati e importati da un Paese.

FED: Abbreviazione di Federal Reserve, la banca centrale degli Stati Uniti.

Fiducia dei consumatori: Indicatore che misura il livello di ottimismo o pessimismo delle famiglie rispetto alla situazione economica.

Indice ZEW: Indicatore tedesco che misura il sentiment economico di investitori e analisti finanziari sulle prospettive dell'economia.

Inflazione armonizzata: Misura dell'inflazione calcolata con criteri uniformi nell'Unione Europea per consentire confronti tra Paesi.

Inflazione non-core: Inflazione complessiva che include anche le componenti più volatili, come energia e alimentari.

Macroeconomia: Ramo dell'economia che studia fenomeni aggregati come PIL, inflazione, disoccupazione e crescita economica.

Median inflation: Misura statistica dell'inflazione che utilizza il valore mediano delle variazioni di prezzo anziché la media.

Macro

Glossario

New York Empire Manufacturing Index: Indicatore che misura l'andamento dell'attività manifatturiera nell'area di New York.

PIL (Prodotto Interno Lordo): Valore complessivo dei beni e servizi prodotti da un Paese in un determinato periodo.

PPI (Producer Price Index): Indice dei prezzi alla produzione che misura l'andamento dei prezzi sostenuti dai produttori prima che i beni arrivino ai consumatori.

Produzione industriale: Indicatore che misura il livello di attività del settore manifatturiero e industriale di un Paese.

Scorte petrolifere: Quantità di petrolio immagazzinata, osservata dai mercati per comprendere domanda, offerta e possibili tensioni sui prezzi energetici.

Sentiment economico: Clima di fiducia o pessimismo percepito da investitori, imprese e consumatori rispetto all'economia.

Vendite al dettaglio: Indicatore che misura la spesa dei consumatori nei negozi e nella distribuzione commerciale.

Vendite di case esistenti: Dato che misura il numero di abitazioni già costruite vendute in un determinato periodo, spesso utilizzato per valutare la salute del mercato immobiliare.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

abstract



In sintesi

L'AI continua a dominare mercati e narrativa finanziaria, ma sotto la superficie stanno emergendo segnali sempre meno trascurabili. Il primo riguarda il comparto semiconduttori, che dopo un rally superiore al +160% negli ultimi 12 mesi comincia a mostrare le prime crepe relative rispetto al software **(SEMI 1** e **2)**, mentre l'ETF di settore ha registrato outflow record per 2,3 miliardi di dollari **(SEMI3)**. Parallelamente, Goldman Sachs segnala il progressivo ridimensionamento dei buybacks da parte degli hyperscalers, ormai costretti a destinare quasi tutta la generazione di cassa al Capex AI. Ma il vero nodo riguarda la qualità stessa degli earnings e la sostenibilità del modello: il Financial Times ha acceso i riflettori sugli "other income" degli hyperscalers, definiti sempre più implicitamente come fake earnings. Nel frattempo, metà del cloud backlog di Microsoft, Oracle, Google e Amazon dipende da OpenAI e Anthropic, mentre circa metà dei progetti di data center previsti per il 2026 risultano già sospesi o cancellati. Il tutto in un contesto di debito crescente, trasferimenti di rischio silenziosi e banche che iniziano a scaricare esposizione AI dai propri books.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il rischio principale non è un crollo immediato dell'AI, bensì un progressivo deterioramento della fiducia attorno alla sostenibilità finanziaria dell'intero ecosistema. JP Morgan stima un AI buildout da 5 trilioni di dollari, oltre 1 dei quali legati alla spesa governativa, mentre banche come JP Morgan, Morgan Stanley, MUFG e Sumitomo Mitsui Banking Corporation stanno già tentando di alleggerire il rischio collegato ai data center. Il problema è che il mercato fatica ad assorbire questo debito: circa 38 miliardi legati ai progetti Oracle in Texas e Wisconsin non sono stati distribuiti con successo, spingendo gli istituti verso vendite a sconto e strutture di Significant Risk Transfer sempre più simili ai modelli pre-subprime. In parallelo, OpenAI e Anthropic sostengono oltre 1 trilione dei 2,1 trilioni di future cloud revenues dei principali provider AI statunitensi **(PONZI_AI2)**, con crescite implicite superiori al +2.000%. Se il ciclo degli investimenti AI dovesse rallentare, il rischio è quello di ritrovarsi con data center incompleti, leverage eccessivo e una narrativa di crescita infinita incapace di reggere la realtà dei flussi di cassa.

L'AI è tornata a dettare legge. Ma attenzione ai piccoli segnali. Quelli che, nella storia dei mercati, assomigliano alla traiettoria apparentemente innocua di una palla di neve che si stacca dal costone e comincia a rotolare lentamente a valle. All'inizio è quasi invisibile. Poi acquisisce velocità, massa, inerzia. Sempre in silenzio. Fino al momento in cui il fragore diventa impossibile da ignorare e coglie tutti di sorpresa.

In questa fase di continuo flip-flop bellico, dinamiche simili stanno emergendo su più fronti. Ma, a mio modo di vedere, la vera palla di neve cui prestare attenzione è quella evidenziata in questi grafici **(SEMI 1** e **2)**. Nelle ultime sedute di contrattazione, mentre il gigantesco carrozzone dell'AI tornava a monopolizzare le headlines tra fusioni e accordi miliardari, il comparto software si è preso una prima, timida rivincita nei confronti degli ormai sfrontati semiconduttori.

Il secondo grafico rimette peraltro l'episodio nella corretta prospettiva, evitando facili illusioni da short squeeze del secolo. L'under-performance dei semiconduttori rappresenta infatti ancora ben poco se confrontata con la price action degli ultimi dodici mesi: il software ha sostanzialmente girato a vuoto per 52 settimane, mentre i semiconduttori hanno registrato un rialzo di circa il +160% nello stesso arco temporale. Ma, appunto, ogni valanga nasce da una piccola palla di neve. Silenziosa. E proprio per questo meritevole di attenzione.

Anche perché la sostenibilità stessa di un eventuale recouple al rialzo richiede già oggi una prezzatura implicita coerente con il delirante rally in atto nel comparto semiconduttori, soprattutto se letto attraverso il proxy dell'ISM manifatturiero statunitense **(SOX_ISM)**.

E infine, attenzione a quanto evidenziato da Goldman Sachs nel suo ultimo report: il progressivo addio alla stagione dei grandi e strutturali buybacks proprio nel settore tech da parte dei cosiddetti hyperscalers.

"The hyperscalers now allocate 20% of total spending to buybacks and dividends compared with an average of 34% from 2017-2022. We expect minimal hyperscaler buyback growth through 2027. Consensus estimates show hyperscaler capex amounting to 100% of cash flows from operations this year."

E ancora:

"Which in turn leaves little room to return cash to shareholders without a sharp deceleration in capex growth, a large drawdown of cash balances or a major increase in debt. Some of the buyback headwind from the hyperscalers will likely be offset by increased buyback activity among the beneficiaries of that capex, such as semiconductor firms."

Qualcosa di ben più rilevante di un semplice vento contrario, soprattutto alla luce di quanto mostra il grafico **(SEMI3)**: nella settimana terminata il 7 maggio, l'ETF sui semiconduttori ha registrato outflow per 2,3 miliardi di dollari, il dato più elevato dal suo lancio nel 2011. Fondi destinati ai buybacks a rischio?

Appare poi decisamente interessante il fatto che il Financial Times di giovedì scorso abbia dedicato all'AI un titolo estremamente poco incoraggiante, ancorché sostanzialmente ignorato dal mercato: *The mysterious $53bn "other income" boost to AI hyperscaler earnings.*

Inutile girarci attorno: "other income" appare sempre più come un elegante eufemismo per evitare, almeno per ora, l'utilizzo della definizione probabilmente più appropriata di fake earnings. E il grafico **(OTHER_INCOME)** restituisce in maniera plastica la reale magnitudo del fenomeno.

Il riferimento è a quanto emerso dai conti trimestrali di Microsoft e OpenAI: alla luce dei numeri, Microsoft avrebbe corrisposto a OpenAI appena 100 milioni di dollari cash, a fronte di un impegno che il mercato aveva già incorporato e prezzato per circa 1,3 miliardi.

Ma allora la domanda diventa inevitabile: se il Microsoft di turno non paga, come fa OpenAI a reggersi in piedi? E, soprattutto, come può reggersi l'intero ecosistema AI, al netto di data centers che già oggi vedono circa metà dei progetti previsti per il 2026 messi in pausa o cancellati, mentre il debito continua a esplodere?

Questi grafici **(PONZI_AI, AI_FUNDING, AI_FINANCING, WEEKLY_MODEL)** dovrebbero preoccuparci per una ragione ben precisa. Una ragione che va persino oltre i numeri, poiché è evidente che il comparto sia ormai talmente TBTF da rappresentare già oggi il fulcro del QE in progress che, tra Iran e potenziali emergenze sanitarie sgonfia-inflazione, sembra prendere forma attraverso una recessione costruita a tavolino.

Il punto cruciale è che quei grafici e quei numeri provengono dalle stesse banche d'affari che quotidianamente aggiornano price target entusiastici. Tutti sanno che il sistema non è più sostenibile. E ormai non ci si limita neppure più a negarlo in pubblico. Lo si scrive apertamente. Perché nulla è meno creduto della verità.

Ad esempio, oggi viene ammesso chiaramente che circa metà del cloud backlog di Microsoft, Oracle, Google e Amazon dipende da OpenAI e Anthropic. Una pattinata sul lago ghiacciato con i pesci già visibili sotto il ghiaccio, tanto lo strato appare sottile. Certo, il paesaggio circostante resta magnifico sotto il primo sole caldo di primavera. Ma il problema resta il ghiaccio.

E vogliamo parlare del Capex da oltre 1,5 trilioni di dollari degli hyperscalers? Un Capex che, a occhio e croce, rischia presto di scontrarsi con un clamoroso gap di finanziamento, anche perché le banche stanno già iniziando silenziosamente a scaricare debito AI dai propri books.

A fronte di questo scenario, JP Morgan e Morgan Stanley – insieme a MUFG (la fu Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ) e Sumitomo Mitsui Banking Corporation, tra gli altri – stanno già operando un progressivo off-load della loro esposizione al debito legato ai data center.

Il motivo è semplice: negli ultimi sei mesi, mentre numeri e aspettative sull'AI continuavano a crescere, le medesime banche hanno tentato senza successo di distribuire circa 38 miliardi di dollari di debito riconducibili a un unico progetto, quello dei due data center Oracle in Texas e Wisconsin.

E, alla luce dei risultati ottenuti — o meglio, non ottenuti — sembra essere scattata una sorta di sindrome da Margin call: la necessità di essere i primi ad abbandonare la nave. O quantomeno i primi a negoziare il prezzo della scialuppa.

Cosa dovrebbe preoccupare davvero? Lo sconto. Alcune banche stanno già vendendo porzioni di quel debito a non-lenders applicando discount e introducendo modelli modificati di risk transfers che storicamente rappresentano il classico canarino nella miniera di una crisi stile subprime. Ancora una volta: la palla di neve che accelera mentre scende a valle.

Sul mercato stanno quindi circolando offerte at a discount relative a parcellizzazioni di blocchi di prestiti concentrati su singoli progetti, piuttosto che tradizionali pools negoziabili composti da decine di finanziamenti minori. Parliamo già oggi di operatività nell'ordine dei 500 milioni di dollari con un singolo prestatore a garanzia. Pronta cassa.

Ed è proprio qui che emerge il problema ulteriore. Un SRT (Significant Risk Transfer) tradizionale distribuisce infatti il rischio su decine di prestiti, riducendo l'impatto potenziale di un singolo default. Quanto viene proposto oggi, invece, assomiglia molto di più a un SRT con un unico mutuatario, in cui gli investitori si assumono la tranche più rischiosa di un finanziamento concentrato su un solo operatore, esposto a sua volta al rischio di progetto e a uno o due locatari principali.

In altre parole, qualcosa di molto più simile alle strutture tailor-made a nome singolo dell'era pre-subprime che ai tradizionali trasferimenti di portafoglio diversificati.

E allora la domanda inevitabile diventa: cosa può andare storto, considerando i numeri dell'AI e il peso che il comparto esercita sulla sostenibilità dei massimi storici di Wall Street?

Se il ciclo degli investimenti AI dovesse rallentare e ci si ritrovasse con data center incompleti nei mercati secondari, legati a operatori il cui modello di business dipende esclusivamente dal fatto che quella spesa continui all'infinito, cosa accadrebbe?

Schema Ponzi. Ma rapido. Rapidissimo.

E le banche, nei fatti, stanno già operando come se questo epilogo fosse ormai alle porte. O, quantomeno, inevitabile.

E non basta. Perché a fronte di un costo complessivo dell'AI buildout che JP Morgan stima in circa 5 trilioni di dollari, il grafico evidenzia come oltre 1 trilione dipenda direttamente dalla spesa governativa. Un autentico azzardo morale, soprattutto in un contesto caratterizzato da un'esplosione generalizzata di covenant guaranteeing sui pagamenti dei leasing dei data centers, persino in presenza di un eventuale default del locatario.

Praticamente, un circuito vizioso di debito senza precedenti.

"At the end of the day, these companies are selling a lot of debt and they're going to have to pay up to borrow. The market, after a spectacular narrowing in corporate spreads to historical tights, is seeing a wall of worry piled up before it", sintetizza Robert Tipp, head of global bonds di PGIM Fixed Income.

Il tutto sembra ormai aver raggiunto il parossismo, come mostra l'ultimo grafico. Dopo circular deals e buildout debitorio dei data centers, la nuova chimera cui il mercato finge collettivamente di credere è quella di una proliferazione settimanale di modelli AI sempre nuovi, rivoluzionari e imperdibili, teoricamente in grado di sostenere da soli una narrativa di crescita infinita.

E il grafico relativo alla model release cadence parla chiarissimo: a sostenere l'ultima narrativa da booster sono OpenAI e Anthropic. Gli stessi due nomi che reggono, almeno apparentemente, backlog miliardari dei colossi AI.

Per comprendere meglio la questione, questo secondo grafico **(PONZI_AI2)** la mette ulteriormente in prospettiva: circa 1,05 trilioni dei 2,1 trilioni di future cloud revenues dei quattro principali providers AI statunitensi fanno capo esclusivamente a quei due operatori, implicando una crescita superiore al +2.000% su base annua, contro il +57% del resto del backlog. Un tasso che, preso isolatamente, sarebbe già enorme ma che, in questo confronto, diventa quasi residuale.

Un anno fa quel backlog era una palla di neve. Oggi appare sempre più simile a una valanga. E la valle si avvicina rapidamente.

A confermarlo sono proprio l'onestà intellettuale — e il silenzioso trasferimento di rischio già in atto, peraltro a sconto — che emergono dagli ultimi report delle grandi banche. E persino dai titoli del Financial Times.



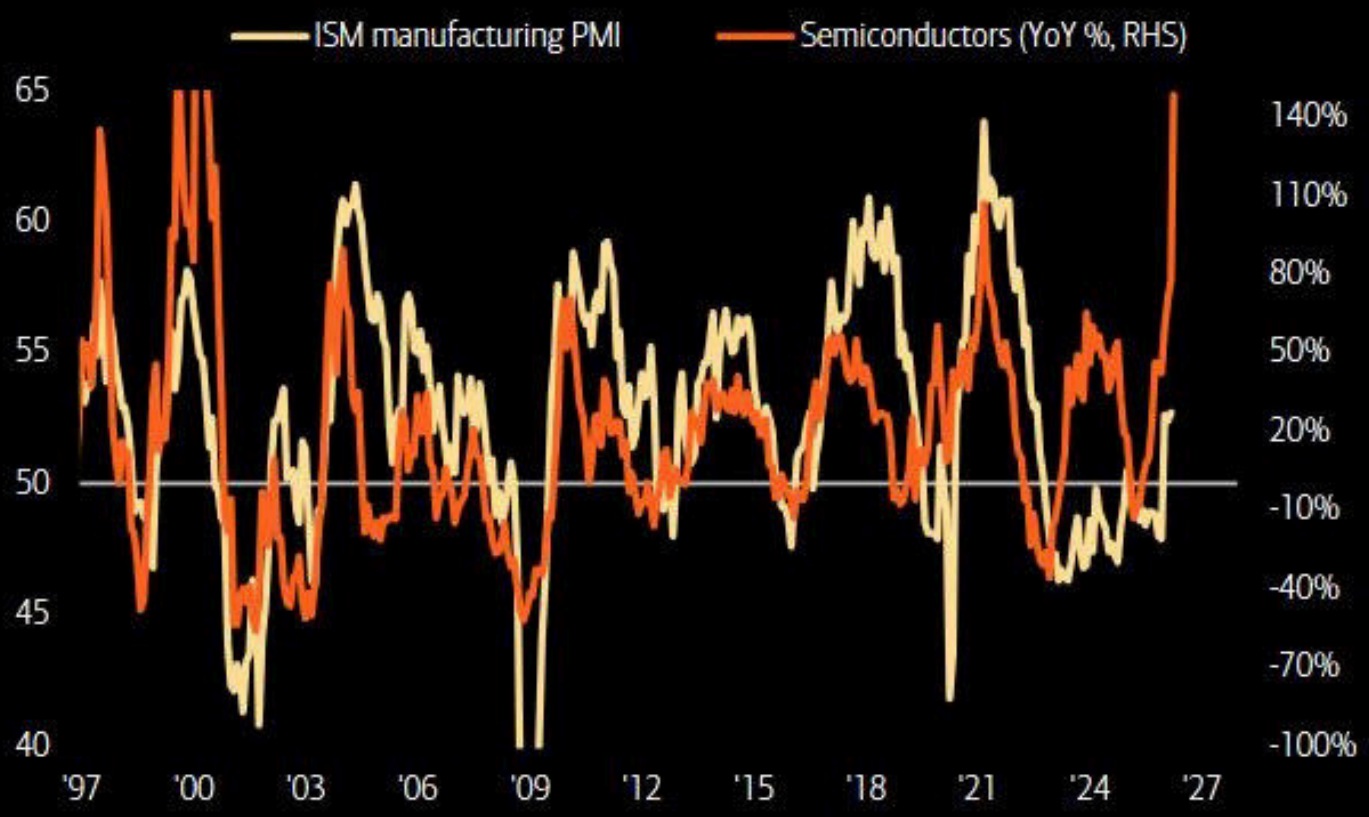
Immagine SEMI 1 - **Fonte** Zerohedge

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



Immagine SEMI 2 - **Fonte** Zerohedge

Chart 7: SOX price action implies ISM to surge >60
ISM manufacturing PMI (LHS) vs semiconductors index YoY % (RHS)



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

Immagine SOX_ISM - **Fonte** Bank of America

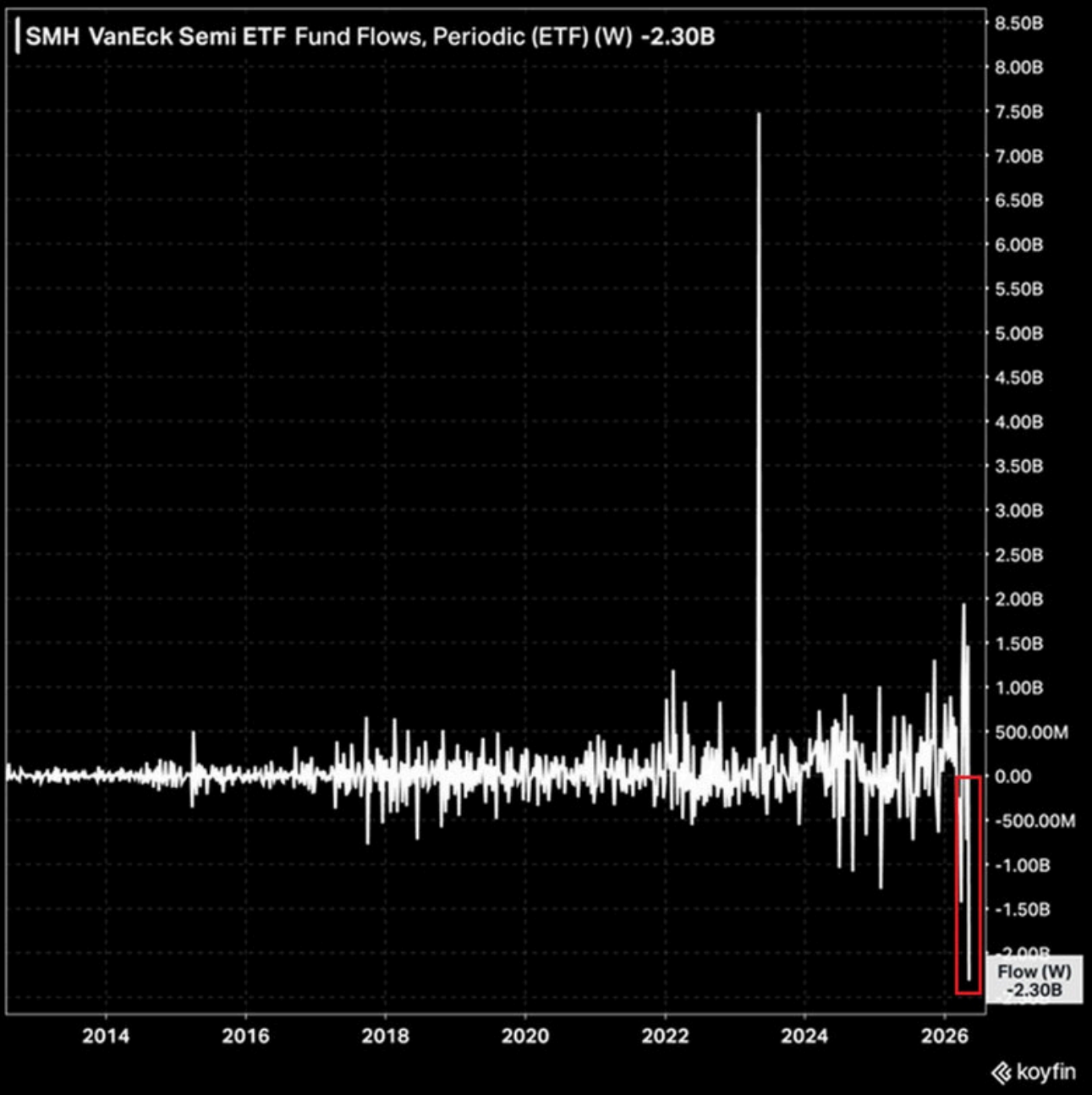
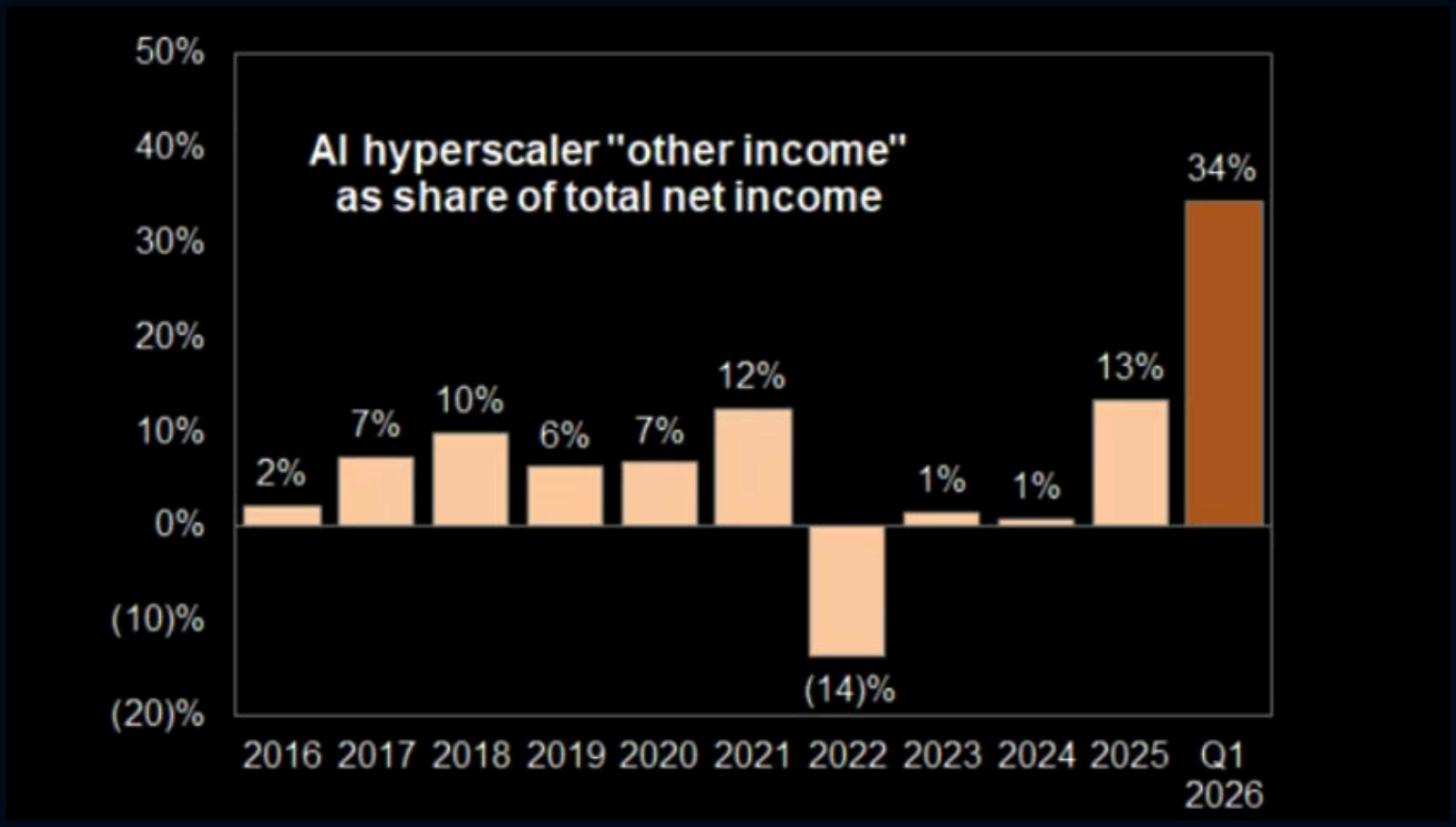


Immagine SEMI 3 - **Fonte** Koyfin



© Goldman Sachs

Immagine OTHER_INCOME - **Fonte** Goldman Sachs

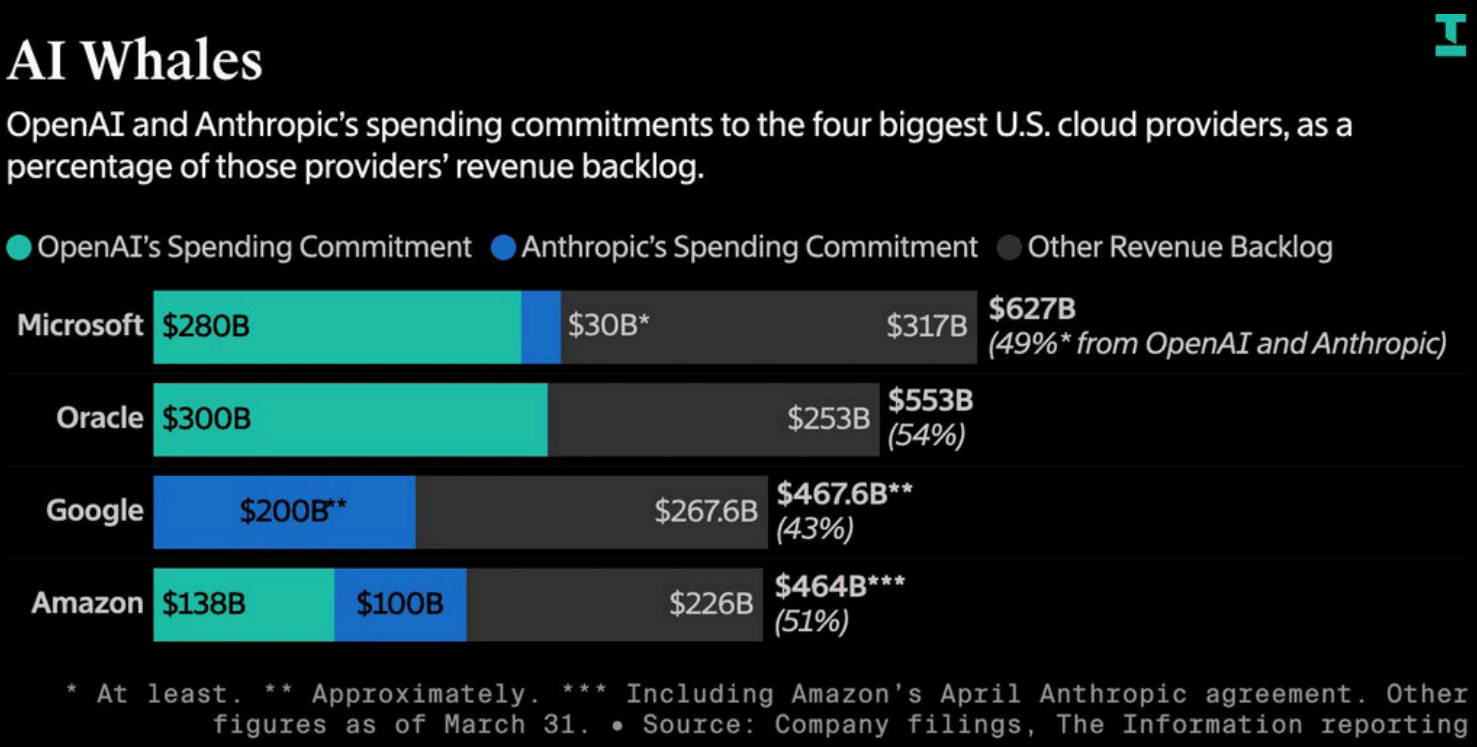
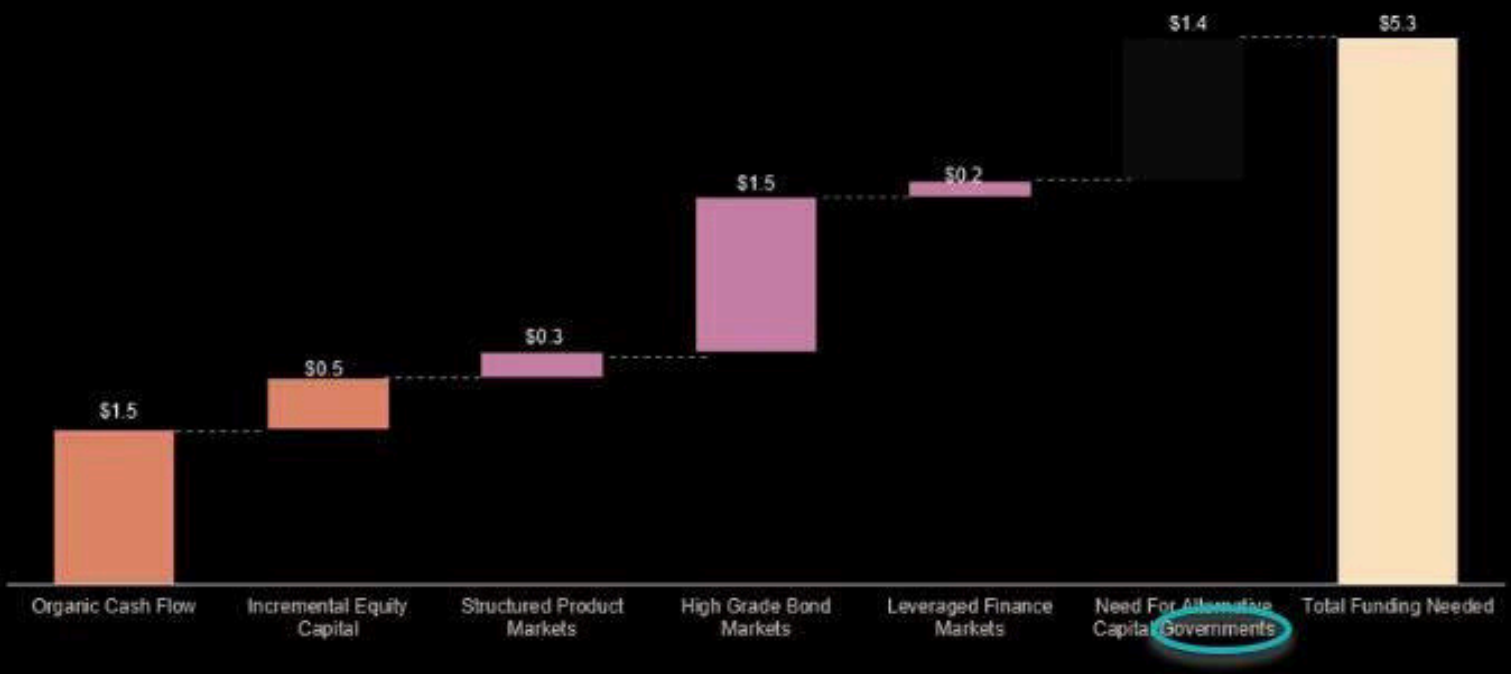


Immagine PONZI_AI - **Fonte** The Information

Figure 1: AI/Data Center Funding Sources



Source: J.P. Morgan estimates. Reflects assumed permanent financings.

Immagine AI_FUNDING - **Fonte** The Information

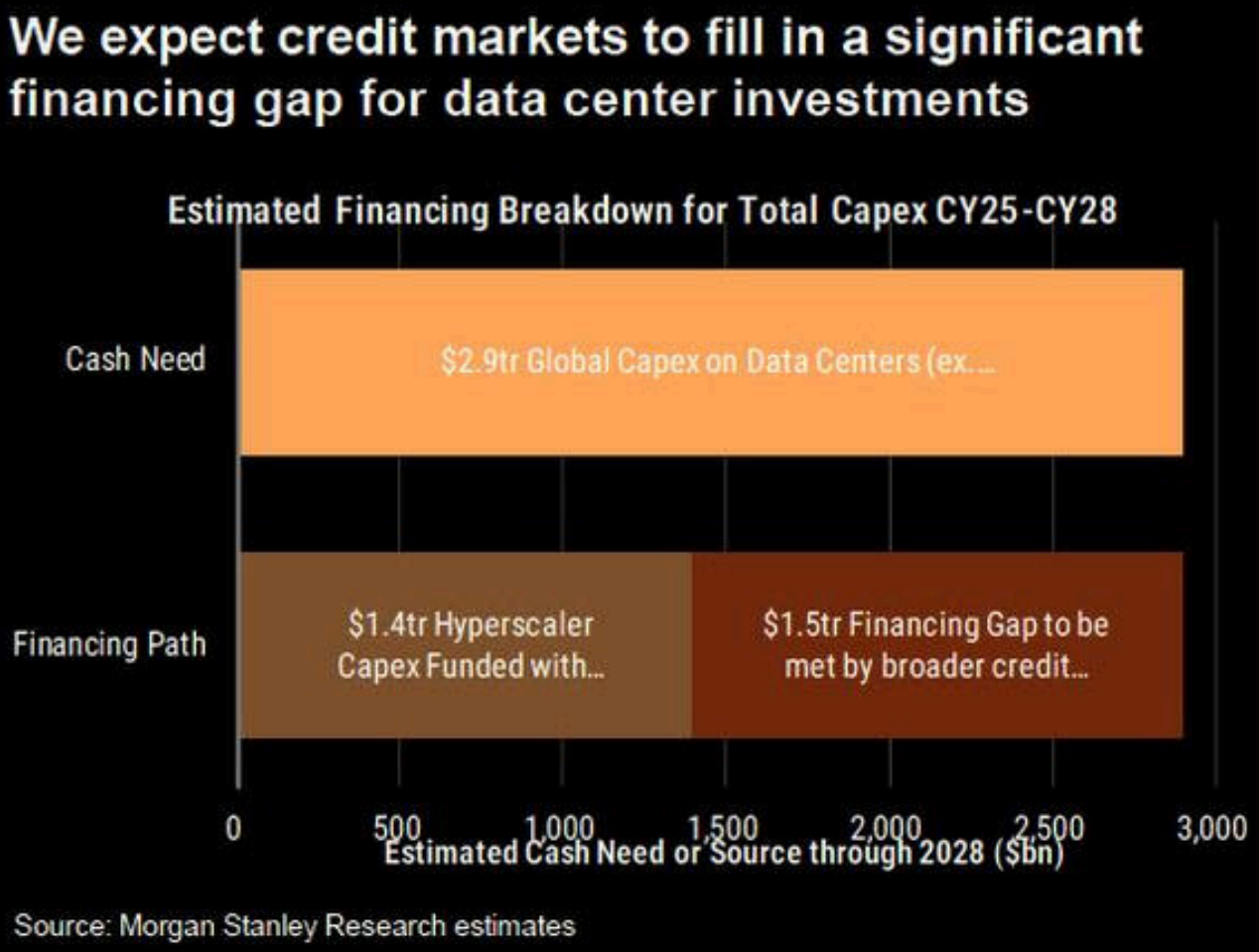


Immagine AI_FINANCING - **Fonte** Morgan Stanley

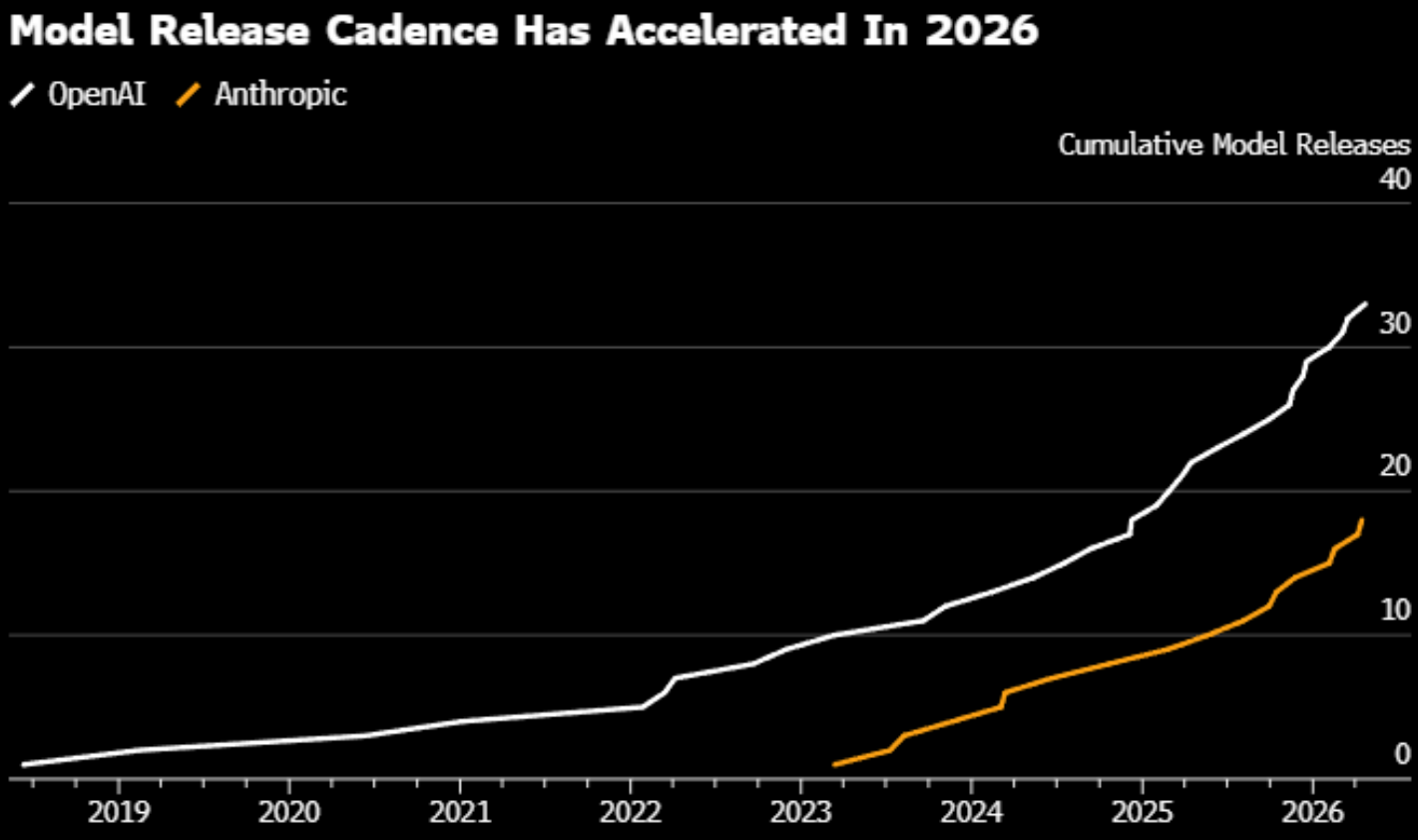
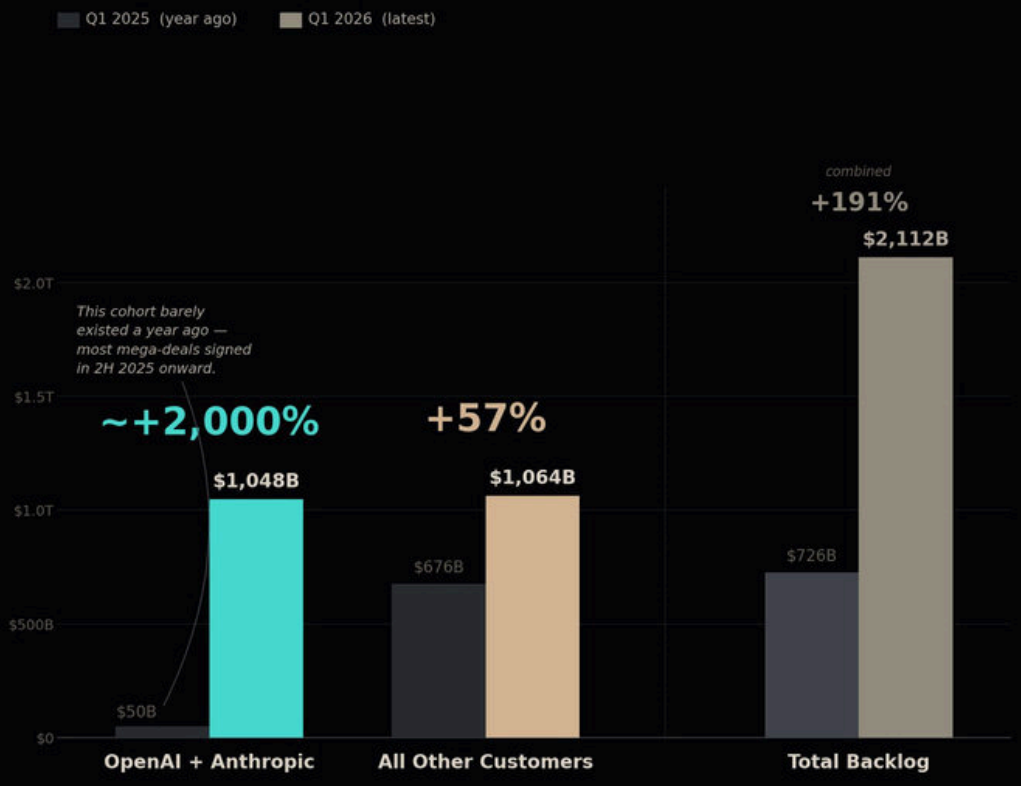


Immagine WEEKLY_MODEL - **Fonte** Bloomberg Economics

AI Whales Now Half the Cloud Order Book

OpenAI and Anthropic account for ~$1.05T of the ~$2.1T in committed future cloud revenue at the four largest US providers. Strip them out, and the rest of the backlog grew a healthy but unremarkable 57%.



Backlog by provider

$ billions · Q1 '25 → Q1 '26

PROVIDER	Q1 '26	YoY
Microsoft (from $315B)	$627B	+99%
Oracle (from $130B)	$553B	+325%
Google Cloud (from $92B)	$468B	+408%
AWS (from $189B)	$464B	+145%

Microsoft commercial RPO grew 26% YoY excluding OpenAI vs. 99% including it — independently confirms the non-lab cohort.

Source: Q1 2026 earnings filings — Microsoft (Mar 31, 2026), Alphabet (Mar 31, 2026), Amazon (Mar 31, 2026 + Apr 2026 Anthropic deal), Oracle (Q3 FY26, Feb 28, 2026).
Backlog = remaining performance obligations / revenue backlog. Year-ago AI-lab figure estimated; most named mega-deals were signed in 2H 2025 or later.

Immagine PONZI_AI2 - **Fonte** The Information

Prime crepe nel rally AI e semiconduttori: Il comparto software sta mostrando i primi segnali di recupero relativo rispetto ai semiconduttori (SEMI 1 e 2), nonostante questi ultimi abbiano registrato un rally di circa +160% in 12 mesi. Una possibile "palla di neve" ancora silenziosa ma da monitorare attentamente.

Fine dell'era dei buybacks degli hyperscalers: Goldman Sachs evidenzia come gli hyperscalers stiano destinando sempre più risorse al Capex AI e sempre meno a buybacks e dividendi, comprimendo il supporto strutturale ai mercati tech fino almeno al 2027.

Outflow record e dubbi sulla sostenibilità del settore: L'ETF sui semiconduttori ha registrato outflow per 2,3 miliardi di dollari (SEMI3), massimo storico dal 2011, mentre cresce il timore che il settore non riesca più a sostenere valutazioni e narrative attuali.

"Other income" e rischio fake earnings: Il Financial Times ha acceso i riflettori sui 53 miliardi di dollari di "other income" degli hyperscalers AI. I numeri di Microsoft e OpenAI alimentano dubbi sulla qualità reale degli earnings e sulla sostenibilità economica dell'intero ecosistema.

Debito AI e trasferimento silenzioso del rischio: JP Morgan, Morgan Stanley, MUFG e Sumitomo Mitsui stanno progressivamente scaricando esposizione al debito dei data center AI, mentre emergono strutture di risk transfer e SRT sempre più simili a quelle viste nell'era pre-subprime.

OpenAI e Anthropic come pilastri fragili della narrativa AI: Circa metà del cloud backlog di Microsoft, Oracle, Google e Amazon dipende da OpenAI e Anthropic (PONZI_AI2), con aspettative di crescita superiori al +2.000% annuo che rendono il sistema sempre più vulnerabile a rallentamenti o shock di fiducia.

Backlog: Valore complessivo di ordini, contratti o ricavi futuri già attesi ma non ancora realizzati.

Booster: Elemento o narrativa capace di sostenere ulteriormente rialzi di mercato o entusiasmo speculativo.

Books (scaricare debito dai books): Bilanci delle banche o degli intermediari finanziari.

Buildout debitorio: Crescita di infrastrutture finanziata prevalentemente tramite debito.

Buyback: Riacquisto di azioni proprie da parte di una società per sostenere il prezzo del titolo o remunerare indirettamente gli azionisti.

Capex (Capital Expenditure): Spese per investimenti strutturali di lungo periodo, come data center, infrastrutture o tecnologie.

Cash flow from operations: Flussi di cassa generati dall'attività operativa ordinaria di una società.

Circular deals: Operazioni finanziarie circolari in cui i soggetti coinvolti finiscono indirettamente per finanziarsi a vicenda.

Cloud backlog: Ricavi futuri attesi derivanti da contratti cloud già sottoscritti.

Consensus estimates: Stime medie elaborate dagli analisti finanziari sulle prospettive economiche di una società o settore.

Corporate spreads: Differenziale di rendimento tra obbligazioni societarie e titoli di Stato considerati privi di rischio.

Covenant guaranteeing: Clausole contrattuali che garantiscono determinati pagamenti o obblighi finanziari.

Data center: Strutture tecnologiche che ospitano server e infrastrutture necessarie al funzionamento di cloud e AI.

Default: Incapacità di un debitore di rispettare il pagamento di un debito.

Discount / At a discount: Vendita di un'attività finanziaria a un prezzo inferiore rispetto al suo valore nominale o teorico.

Earnings: Utili societari.

ETF (Exchange Traded Fund): Fondo quotato in Borsa che replica l'andamento di un indice o settore.

Fake earnings: Utili considerati artificiali o poco sostenibili, spesso generati da componenti straordinarie o contabili.

Flip-flop bellico: Continui cambiamenti e inversioni nelle tensioni geopolitiche o militari.

Future cloud revenues: Ricavi futuri attesi derivanti dai servizi cloud.

Gap di finanziamento: Mancanza di risorse necessarie a finanziare investimenti o debiti futuri.

Headlines: Titoli principali dei media finanziari e giornalistici.

Headwind: Fattore negativo che ostacola crescita economica o performance di mercato.

Hyperscalers: Giganti tecnologici del cloud e dell'AI come Microsoft, Google, Amazon o Oracle, capaci di operare su scala globale enorme.

ISM manifatturiero: Indicatore economico statunitense che misura lo stato di salute del settore manifatturiero.

Leasing dei data centers: Contratti di affitto a lungo termine relativi a infrastrutture tecnologiche.

Margin call: Richiesta di integrazione di garanzie da parte di un intermediario quando il valore delle posizioni finanziarie scende troppo.

Model release cadence: Frequenza con cui vengono rilasciati nuovi modelli di AI.

Narrativa di mercato: Racconto dominante utilizzato per giustificare valutazioni, trend o aspettative finanziarie.

Non-lenders: Soggetti che acquistano esposizioni creditizie pur non essendo banche tradizionali.

Off-load: Riduzione o vendita di esposizioni finanziarie considerate rischiose.

Other income: Voce di bilancio residuale che raccoglie ricavi non riconducibili all'attività principale della società.

Outflow: Uscita netta di capitali da un fondo o settore.

Pools negoziabili: Pacchetti di prestiti raggruppati e rivenduti sui mercati finanziari.

Ponzi scheme / Schema Ponzi: Sistema che si regge sull'arrivo continuo di nuovi capitali più che sulla reale sostenibilità economica.

Pre-subprime: Periodo precedente alla crisi finanziaria del 2007-2008 legata ai mutui subprime.

Price action: Movimento dei prezzi di un asset nel tempo.

Price target: Obiettivo di prezzo stimato dagli analisti per un titolo finanziario.

Prezzatura implicita: Valutazione incorporata nei prezzi di mercato rispetto a aspettative future.

Proxy: Indicatore utilizzato come sostituto o riferimento indiretto per misurare un fenomeno.

QE (Quantitative Easing): Politica monetaria espansiva con cui le banche centrali immettono liquidità acquistando titoli finanziari.

Rally: Forte e rapido rialzo dei mercati o di un settore.

Recouple al rialzo: Ritorno di due settori o asset a muoversi nuovamente insieme verso l'alto.

Risk transfer: Trasferimento del rischio finanziario da un soggetto a un altro.

Semiconduttori: Componenti elettronici essenziali per chip, server, AI e tecnologia avanzata.

Short squeeze: Forte rialzo provocato dalla chiusura forzata di posizioni speculative ribassiste.

SRT (Significant Risk Transfer): Struttura finanziaria con cui una banca trasferisce parte del rischio creditizio a investitori esterni.

Tailor-made: Struttura costruita su misura per esigenze specifiche.

TBTF (Too Big To Fail): Definizione usata per realtà talmente grandi e sistemiche da non poter essere lasciate fallire.

Under-performance: Performance peggiore rispetto a un benchmark o altro settore comparabile.

Valanga finanziaria: Metafora utilizzata per descrivere un problema inizialmente piccolo che cresce rapidamente fino a diventare sistemico.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

Il mercato obbligazionario sta iniziando a lanciare segnali molto diversi rispetto all'euforia che continua a dominare l'azionario. La scelta di Scott Bessent di mantenere nel Quarterly Refunding Statement la formula "at least", nonostante emissioni attese intorno ai 125 miliardi di dollari, è stata interpretata come una rassicurazione implicita sulla possibilità di modificare emissioni e coupon in caso di necessità. Nel frattempo, i rendimenti continuano a salire mentre l'equity festeggia come nel 1999. I primi segnali di tensione arrivano dal comparto high yield: il recover rate dei junk bond **(HY_RECOVER)** è già tornato sui livelli del crash pandemico. Parallelamente, il mercato delle obbligazioni ibride societarie **(HYBRID 1** e **2)** sta vivendo un boom storico, con 65 miliardi di dollari emessi da inizio anno e spread rispetto alle senior ridotti a soli 58 punti base, vicino ai minimi storici. Carlsberg, General Mills e Verizon guidano una corsa favorita anche dalle nuove regole Moody's del 2024, che consentono agli ibridi di essere parzialmente trattati come capitale proprio.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il contesto che si sta delineando è tipico di una fase avanzata di ciclo: domanda fortissima di carry, compressione estrema degli spread e investitori sempre meno attenti al rischio reale. Le emissioni ibride in euro rappresentano ormai oltre il 50% dell'offerta G10 e il mercato europeo si avvia verso i 100 miliardi di controvalore, sostenuto da sovra-iscrizioni medie di 4,5x. Tuttavia, dietro questa apparente solidità si accumulano vulnerabilità significative. Gli spread attuali incorporano uno scenario quasi perfetto, totalmente parametrato alla narrativa AI, a S&P e Nasdaq, ignorando rischi come Hormuz, shock energetici o recessioni da crisi dei consumi. In caso di allargamento degli spread – scenario considerato sempre più probabile – il comparto dei bond ibridi potrebbe subire una price action molto più violenta rispetto alle obbligazioni senior, proprio a causa dell'esiguo margine di carry oggi disponibile. La BCE, al momento, non sembra mostrare particolare preoccupazione. Ed è proprio questo il motivo per cui il fenomeno ricorda sempre più quanto già osservato nel precedente del private credit.

At least. Il senso profondo del mercato obbligazionario, da mercoledì scorso, si concentra interamente in questa formuletta. La stessa che Scott Bessent ha scelto di NON eliminare dal testo del Quarterly Refunding Statement. E al netto di emissioni destinate a restare nell'ordine dei 125 miliardi di dollari, sostanzialmente in linea con le attese, quella dicitura che JP Morgan si aspettava venisse rimossa sembra invece voler rassicurare il mercato circa la disponibilità del Tesoro a intervenire, qualora necessario, sulla struttura delle emissioni e dei coupon.

E occorre riconoscere che, da alcuni giorni, il comparto obbligazionario ex-sovrano stava già lanciando segnali inequivocabili in questa direzione. I rendimenti continuano infatti a salire, quasi nel tentativo di richiamare all'ordine un mercato azionario che, al contrario, continua a festeggiare con dinamiche sempre più simili a quelle del 1999.

Il primo campanello d'allarme arriva da qui **(HY_RECOVER)**: il tasso di recover dei junk bond, attestatosi al 35%, ha già raggiunto livelli analoghi ai picchi registrati durante il crash pandemico. Il tutto mentre l'economia statunitense continua a essere descritta come sufficientemente solida da trascinare il mondo fuori dalle secche belliche e inflazionistiche.

Il secondo segnale di tensione emerge invece da qui **(HYBRID 1** e **2)** e, purtroppo, individua il proprio epicentro nel cuore finanziario dell'Europa. Le obbligazioni ibride societarie hanno raggiunto la cifra RECORD di 65 miliardi di dollari da inizio anno: il livello più elevato mai registrato in questo periodo dell'anno.

Il vero colpo di scena, tuttavia, risiede altrove. Lo spread aggiuntivo rispetto alle obbligazioni senior si colloca infatti in prossimità del MINIMO STORICO di appena 58 punti base. Carlsberg, General Mills e Verizon stanno tutte partecipando al banchetto. Ma è il contesto a rendere particolarmente interessante questa dinamica.

Le obbligazioni ibride vengono infatti considerate in parte come CAPITALE PROPRIO dalle agenzie di rating, poiché consentono di migliorare le metriche creditizie senza diluire gli azionisti. E con un premio di spread ormai vicino ai minimi storici, il mercato sta vivendo una delle finestre di finanziamento più favorevoli di sempre per il debito subordinato. Se poi lo scenario prospettico è quello di un ritorno dell'inflazione alimentato da Hormuz, il ragionamento porta inevitabilmente a prefigurare condizioni economiche ben più complesse.

A oggi esistono sostanzialmente due categorie di emittenti. Da un lato i soggetti difensivi, come Carlsberg, impegnati a proteggere il proprio rating creditizio. Dall'altro gli opportunistici, che sfruttano la compressione degli spread per raccogliere capitale mantenendo invariata la quota degli azionisti, come dimostra la seconda obbligazione ibrida in EUR di Verizon.

Il catalizzatore di questa dinamica è noto. La modifica delle regole Moody's introdotta nel 2024 ha ampliato il riconoscimento patrimoniale per gli ibridi non finanziari, innescando inizialmente un'ondata di emissioni negli Stati Uniti e successivamente un effetto contagio esteso a Canada e Australia.

Infine, l'Europa. Le emissioni in euro rappresentano ormai OLTRE il 50% dell'offerta del G10 e il mercato degli ibridi denominati nella valuta unica europea si avvia per la prima volta verso i 100 miliardi di controvalore.

E la domanda continua a mostrarsi estremamente robusta. I nuovi bond ibridi emessi nel 2026 hanno registrato un tasso medio di sovra-iscrizione pari a 4,5x, a conferma di come un numero crescente di investitori continui a riversarsi su strumenti a carry più elevato nella ricerca disperata di rendimento.

Tuttavia, i rischi si stanno accumulando rapidamente. In primo luogo, la vulnerabilità strutturale in caso di allargamento degli spread. In secondo luogo, l'elevata esposizione dei mercati europei a un eventuale shock energetico proveniente dal Medio Oriente.

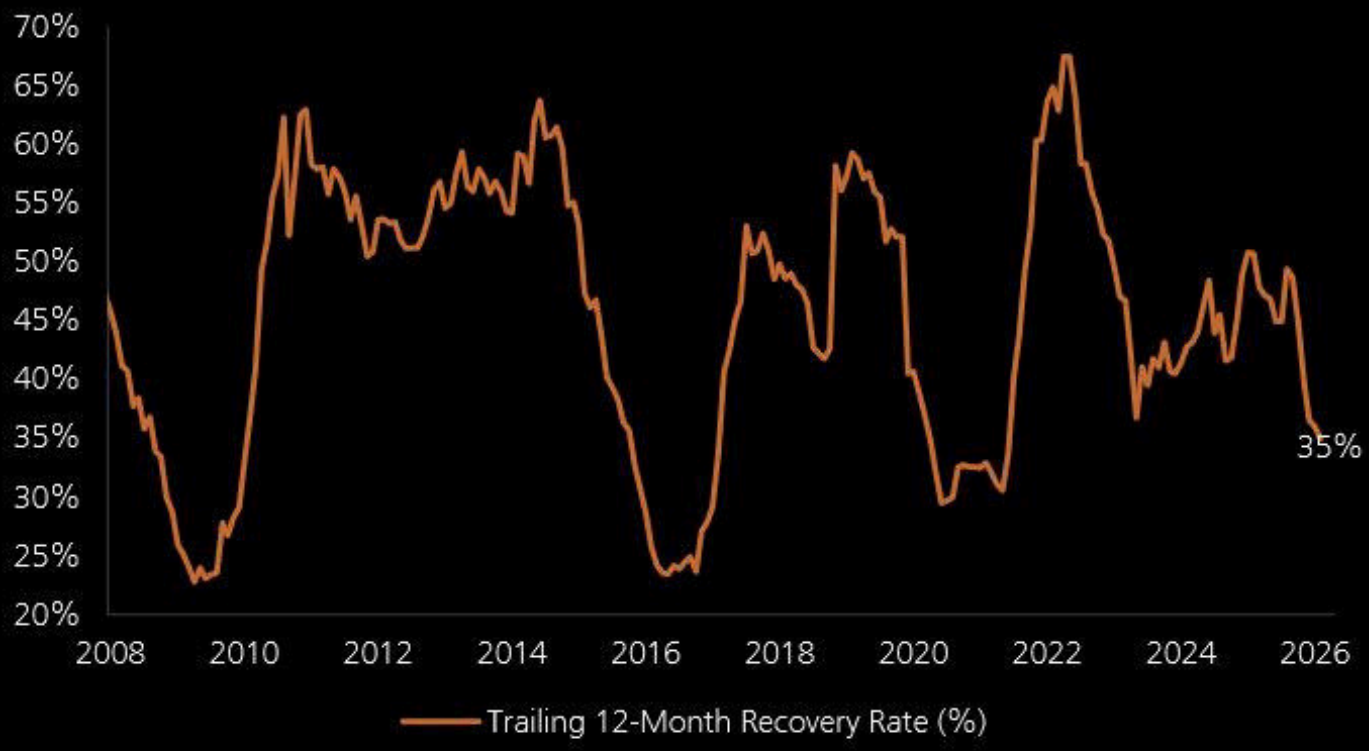
E in presenza di una recessione innescata da una crisi dei consumi, gli spread degli ibridi verrebbero verosimilmente colpiti in misura molto più severa rispetto alle obbligazioni senior.

Tipico scenario da fine ciclo. Ma formalmente ancora immerso nel pieno di un rally. Un contesto nel quale gli emittenti si finanziano tramite debito subordinato a spread storicamente compressi, mentre gli investitori inseguono il carry senza pretendere un'adeguata remunerazione del rischio assunto. Con appena 58 punti base di differenziale rispetto alle obbligazioni senior, gli acquirenti di bond ibridi stanno implicitamente prezzando uno scenario quasi perfetto.

L'offerta è razionale. Non lo sono i prezzi. Perché tutto continua a essere parametrato a S&P, Nasdaq e AI. Al migliore dei mondi possibili, alla faccia di Hormuz.

Ma nel momento in cui gli spread inizieranno ad allargarsi — e accadrà — la prima vera price action nel comparto degli ibridi potrebbe rivelarsi estremamente violenta, proprio in virtù dell'esiguità del margine di carry oggi disponibile. La BCE, per il momento, non sembra mostrare particolare preoccupazione. Ed è esattamente questa la ragione per cui il fenomeno merita di essere monitorato con estrema attenzione, soprattutto osservando quanto già accaduto nel precedente del private credit.

Figure 23: US HY Trailing 12-Month Recovery Rate



Source: UBS/CS Indices, UBS

Immagine HY_RECOVER - **Fonte** UBS



Immagine HYBRID 1 - **Fonte** Bloomberg

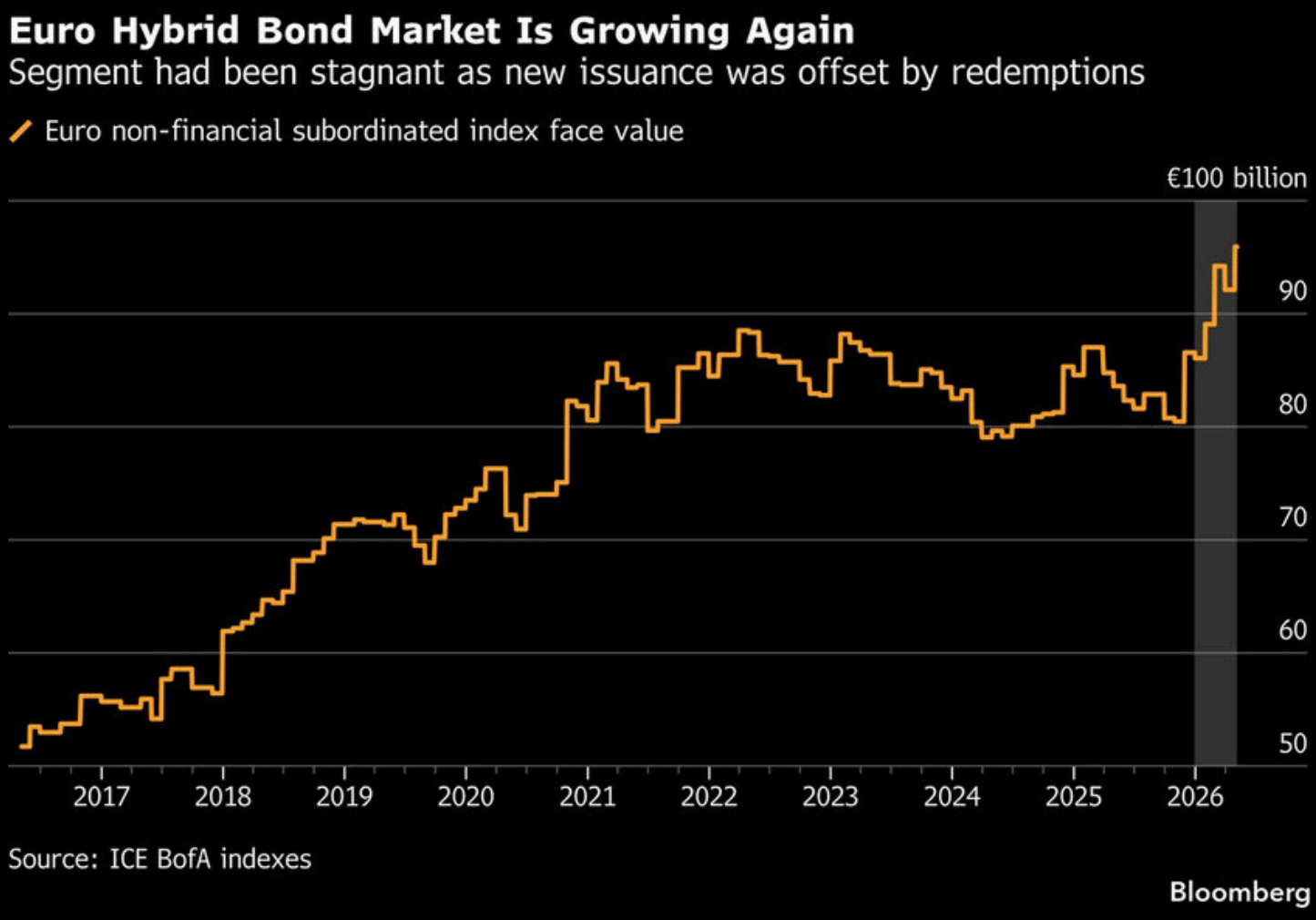


Immagine HYBRID 2 - **Fonte** BIlomberg

fixed income

Take Away

Quarterly Refunding Statement e messaggio del Tesoro USA: La scelta di mantenere la formula "at least" nel Quarterly Refunding Statement segnala la disponibilità del Tesoro USA a intervenire su emissioni e coupon in caso di tensioni sul mercato obbligazionario.

Boom delle obbligazioni ibride (HYBRID 1 e 2): Le emissioni ibride hanno raggiunto 65 miliardi di dollari da inizio anno, con spread rispetto alle senior ridotti a soli 58 punti base, vicino ai minimi storici.

Divergenza tra obbligazionario ed equity: I rendimenti continuano a salire mentre l'azionario prosegue il rally con dinamiche sempre più simili al 1999, evidenziando una crescente distanza tra rischio reale e narrativa di mercato.

Nuove regole Moody's e centralità dell'Europa: Le modifiche Moody's del 2024 hanno favorito il boom degli ibridi non finanziari, con l'Europa ormai oltre il 50% dell'offerta G10 e vicina ai 100 miliardi di emissioni.

Stress nel comparto high yield (HY_RECOVER): Il recover rate dei junk bond è tornato al 35%, livello vicino ai picchi del crash pandemico, segnalando deterioramento della qualità creditizia.

Rischio di repricing degli spread: Gli investitori stanno inseguendo carry e rendimento sottovalutando i rischi. In caso di shock energetico o recessione, il comparto ibrido potrebbe subire una violenta correzione.

Allargamento degli spread: aumento della differenza di rendimento tra obbligazioni considerate più rischiose e quelle più sicure. È spesso segnale di crescita della percezione del rischio da parte del mercato.

Bond ibridi / Obbligazioni ibride: strumenti finanziari a metà strada tra obbligazioni e azioni. Pagano cedole come un bond ma possono assorbire perdite o avere caratteristiche simili al capitale proprio.

Carry: rendimento ottenuto semplicemente detenendo uno strumento finanziario, spesso legato all'incasso di cedole o interessi.

Compressione degli spread: riduzione della differenza di rendimento tra titoli rischiosi e titoli sicuri. Indica maggiore propensione al rischio degli investitori.

Coupon: cedola pagata periodicamente da un'obbligazione al possessore del titolo.

Crash pandemico: crollo dei mercati finanziari avvenuto nel 2020 durante la fase iniziale della pandemia da Covid-19.

Debito subordinato: obbligazioni che, in caso di fallimento dell'emittente, vengono rimborsate dopo i creditori ordinari. Per questo offrono normalmente rendimenti più elevati.

Ex-sovrano: comparto obbligazionario diverso dai titoli di Stato, quindi riferito soprattutto a obbligazioni societarie o corporate.

G10: gruppo delle principali economie avanzate e delle relative valute più importanti nei mercati finanziari globali.

High Yield: obbligazioni ad alto rendimento emesse da soggetti con rating più basso e rischio maggiore. Sono spesso chiamate anche "junk bond".

Junk bond: obbligazioni speculative con rating basso e rischio elevato di insolvenza, compensate da rendimenti generalmente superiori.

Metriche creditizie: indicatori utilizzati per valutare la solidità finanziaria di un'azienda e la sua capacità di ripagare il debito.

Moody's: una delle principali agenzie che assegnano rating sul rischio di credito di Stati e aziende.

Obbligazioni senior: titoli di debito con priorità di rimborso più elevata rispetto alle obbligazioni subordinate o ibride.

Punti base: unità di misura usata nei mercati finanziari. Un punto base equivale allo 0,01%.

Price action: movimento dei prezzi di mercato di un asset o di un comparto finanziario.

Private credit: mercato dei prestiti erogati da fondi privati anziché da banche tradizionali, spesso caratterizzato da minore liquidità e trasparenza.

Quarterly Refunding Statement: comunicazione trimestrale del Tesoro USA sulle future emissioni di debito pubblico.

Rating creditizio: giudizio assegnato da agenzie specializzate sulla capacità di un emittente di ripagare il proprio debito.

Recover rate / Tasso di recover: percentuale di capitale recuperata dagli investitori dopo il default di un'obbligazione.

Sovra-iscrizione: situazione in cui la domanda per una nuova emissione obbligazionaria supera di molto l'offerta disponibile.

Spread: differenza di rendimento tra due obbligazioni. È utilizzato per misurare il rischio percepito dal mercato.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

abstract



In sintesi

Da *"Taco trade"* a *"Nacho trade"*: Wall Street prova a sintetizzare questa fase di mercato con l'acronimo *"Not A Chance Hormuz Opens"*, evidenziando come il petrolio resti il vero baricentro delle tensioni macro-finanziarie globali. Il grafico **(OIL_TRIANGLE)** individua nel 15 maggio la cutoff date di un gigantesco pattern di symmetrical triangle, configurazione tecnica che spesso precede movimenti violenti di prezzo. Il mercato attende quindi un esito definitivo sul piano americano attualmente al vaglio dell'Iran: un eventuale fallimento diplomatico potrebbe tradursi in nuovi raid nel weekend e in una riapertura fortemente rialzista del greggio il 18 maggio; viceversa, un accordo sorprenderebbe chi si è posizionato in maniera aggressivamente ribassista. Nel frattempo, gli Stati Uniti sembrano dover conciliare due esigenze incompatibili con un petrolio troppo elevato: il voto di mid-term e la necessità di fermare la debolezza del mercato dei Treasuries, in un contesto aggravato dal crollo del Consumer Sentiment dell'Università del Michigan a 48,2, minimo storico assoluto.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il +11% registrato dall'argento in cinque sedute sembra rafforzare l'idea che il mercato stia iniziando a prezzare un nuovo scenario inflattivo e geopolitico. Area 81,5 dollari diventa ora la nuova "Maginot line" per capire se futures e relativo "casinò cartaceo" siano pronti ad accettare un ulteriore reprice rialzista oppure a riportare immediatamente pressione sul supporto. Parallelamente, cresce l'attenzione verso il comparto materiali. Michael Hartnett, capo strategist di Bank of America, dopo aver chiamato il bottom di marzo intercettando il successivo +17% dello Standard & Poor's, individua proprio nei materials il possibile "new bull on the block". Secondo i grafici **(MATERIALS1, 2** e **3)**, il settore quota appena il 2% della market cap dello S&P 500, vicino ai minimi trentennali, ma potrebbe beneficiare contemporaneamente di AI capex boom, corsa geopolitica alle risorse naturali, aumento della spesa militare, shortage immobiliare USA e rivalutazione dello yuan. Un mix che potrebbe trasformare i materiali nel perfetto contrappeso ciclico alla bolla tecnologica attuale.

Da *"Taco trade"* a *"Nacho trade"*. Secondo CNBC, Wall Street avrebbe già coniato un nuovo acronimo per interpretare questa fase di mercato: *"Nacho"*, ovvero *Not A Chance Hormuz Opens*. Una definizione sospesa tra ironia, provocazione e pragmatismo da investitore long only, ma che riflette con estrema efficacia la centralità assunta dal petrolio nelle attuali dinamiche macro-finanziarie.

E proprio sul greggio occorre prestare attenzione a un elemento che potrebbe presto generare conseguenze inattese. Questo grafico **(OIL_TRIANGLE)**, infatti, parla in modo piuttosto chiaro: il 15 maggio rappresenterebbe la cutoff date di un imponente pattern di symmetrical triangle, tipica fase di consolidamento che spesso precede movimenti direzionali particolarmente violenti. In altre parole, il mercato si troverebbe ormai a ridosso di un punto di risoluzione, tra breakout rialzista o breakdown ribassista.

Se la politica osservasse i grafici del petrolio ragionando in termini di convenienza strategica, il mercato sembrerebbe attendere entro la fine della settimana un esito definitivo – deal o no deal – sul noto piano americano che, secondo indiscrezioni, Teheran starebbe valutando da giorni. Da qui, il rischio di una ripresa dei raid a mercati chiusi nel prossimo weekend, con una conseguente riapertura del 18 maggio caratterizzata da una price action fortemente rialzista. In alternativa, potrebbe concretizzarsi una soluzione diplomatica capace di sorprendere quanti si stanno posizionando in maniera estremamente ribassista sul comparto energetico.

E la recente comparsa di almeno un paio di grosse "balene" shorts sembrerebbe suggerire come gli Stati Uniti stiano iniziando a privilegiare due priorità difficilmente compatibili con un petrolio fuori controllo: da un lato, il voto di mid-term in un contesto in cui l'ultimo report dell'Università del Michigan ha registrato il minimo storico assoluto del Consumer Sentiment, precipitato a 48,2; dall'altro, la necessità di tagliare i tassi di interesse e arrestare l'emorragia sul mercato dei Treasuries.

Nel frattempo, il +11% registrato dall'argento in appena cinque sedute sembrerebbe confermare la validità dell'indicazione fornita da questa newsletter la scorsa settimana.

Il livello di 81,5 dollari diventa ora la nuova *"Maginot line"* per comprendere se il mercato – leggasi futures e relativo casinò cartaceo sottostante – sia realmente disposto ad accettare un nuovo reprice rialzista oppure intenda mettere immediatamente sotto pressione il supporto.

Ma attenzione anche all'ultimo report di Michael Hartnett, capo strategist di Bank of America. Lo stesso Hartnett che, a fine marzo, chiamò il bottom del mercato, spegnendo il sell signal e intercettando così un successivo +17% dello Standard & Poor's.

Secondo questi grafici **(MATERIALS1, 2** e **3)**, il settore dei materiali potrebbe ora trasformarsi nel new bull on the block, nonostante un peso ormai residuale pari ad appena il 2% della market cap complessiva dello S&P 500, livello vicino ai minimi degli ultimi trent'anni.

Ecco infatti il passaggio chiave del suo report:

..driven by global geopolitical grab for natural resources, $750bn and rising AI capex boom, global defense spend approaching $3tn, US housing shortage of over 4 million units, and stealth China FX appreciation... materials also are the candidate to pair in an optimal bubble barbell strategy of long "hubris" (AI & chips today) & long "humiliation" (out-of-favor, distressed cyclical plays lifted by final bubble surge in nominal GDP, e.g. EM in '99 internet mania, oil in '07/'08 subprime/China bubble).

Tradotto: il comparto dei materiali potrebbe diventare il perfetto contrappeso speculativo in una fase finale di bolla, sospesa tra euforia tecnologica e rivalutazione improvvisa degli asset ciclici più trascurati.

Tutti avvisati. Soprattutto alla luce delle performance del MSCI World Materials, pari rispettivamente a +31,2%, +38,2% e +41,2% su orizzonte a 1, 3 e 5 anni.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



Immagine OIL_TRIANGLE - **Fonte** TradingView

Chart 2: Materials... the new bull on the block
Materials as a % of S&P 500 market cap



Source: BofA Global Research, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

Immagine MATERIALS 1 - **Fonte** Bank of America

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Chart 11: Stealth Chinese renminbi appreciation
Chinese renminbi vs US dollar



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

Immagine MATERIALS 2 - **Fonte** Bank of America

Chart 12: Steel testing its '08 high in geopolitical grab for resources
Steel ETF (SLX)



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

Immagine MATERIALS 3 - **Fonte** Bank of America

commodities

Away
ake

“Nacho trade” sostituisce il precedente “Taco trade” e sintetizza la convinzione del mercato che lo Stretto di Hormuz non verrà chiuso, confermando il ruolo centrale del petrolio nelle attuali dinamiche macro-finanziarie.

La presenza di grosse “balene” shorts suggerisce che gli Stati Uniti stiano cercando di evitare un petrolio troppo elevato, incompatibile sia con il voto di mid-term sia con la necessità di tagliare i tassi e stabilizzare il mercato dei Treasuries, mentre il Consumer Sentiment dell’Università del Michigan crolla a 48,2.

Il grafico (OIL_TRIANGLE) individua nel 15 maggio la cutoff date di un gigantesco pattern di symmetrical triangle, configurazione tecnica che potrebbe anticipare un movimento violento del greggio tra breakout rialzista e breakdown ribassista.

Il rally dell’argento (+11% in cinque sedute) rafforza l’ipotesi di un nuovo reprice rialzista delle commodities, con area 81,5 dollari individuata come nuova “Maginot line” per valutare la tenuta del movimento.

Il mercato attende un esito definitivo sul piano americano valutato dall’Iran: un fallimento diplomatico potrebbe tradursi in nuovi raid nel weekend e in una riapertura fortemente rialzista del petrolio il 18 maggio; viceversa, un accordo sorprenderebbe gli operatori più ribassisti sul comparto energetico.

Secondo Michael Hartnett di Bank of America, il settore dei materiali potrebbe diventare il “new bull on the block”, sostenuto da AI capex, corsa geopolitica alle risorse naturali, spesa militare e shortage immobiliare USA, nonostante pesi appena il 2% della market cap dello S&P 500.

Asset ciclici: investimenti legati a settori che tendono a performare meglio nelle fasi di espansione economica e peggio durante rallentamenti o recessioni.

Balene shorts: grandi operatori finanziari che assumono posizioni speculative ribassiste di dimensioni molto elevate.

Barbell strategy: strategia d'investimento che combina due estremi opposti di mercato, riducendo o eliminando l'esposizione alle posizioni intermedie.

Bottom del mercato: punto minimo raggiunto dai mercati prima di una ripresa significativa dei prezzi.

Breakdown ribassista: rottura verso il basso di un livello tecnico importante, spesso interpretata come segnale di ulteriore debolezza del mercato.

Breakout rialzista: superamento verso l'alto di una resistenza tecnica, generalmente interpretato come segnale positivo per i prezzi.

Bubble barbell strategy: approccio che combina investimenti nei settori più euforici del mercato e in quelli più penalizzati, puntando su una fase finale di bolla speculativa.

Consumer Sentiment: indicatore che misura il livello di fiducia e ottimismo dei consumatori rispetto alla situazione economica.

Consolidamento: fase di mercato in cui i prezzi si muovono lateralmente dopo forti rialzi o ribassi, in attesa di una nuova direzione.

Cutoff date: data limite o punto temporale oltre il quale ci si attende un evento decisivo o un cambiamento rilevante.

Deal o no deal: espressione utilizzata per indicare la possibilità che venga raggiunto oppure no un accordo politico o economico.

Distressed cyclical plays: titoli o settori ciclici molto penalizzati dal mercato ma considerati potenzialmente pronti a recuperare valore.

EM (Emerging Markets): mercati emergenti, ovvero economie in forte crescita ma considerate più rischiose rispetto ai Paesi sviluppati.

Futures: contratti derivati che obbligano ad acquistare o vendere un'attività finanziaria o materia prima a una data futura e a un prezzo prefissato.

Hubris: termine inglese che indica eccessiva fiducia o arroganza dei mercati, spesso associata alle fasi speculative.

Long only: approccio d'investimento che punta esclusivamente al rialzo degli asset, senza utilizzare strategie ribassiste.

Maginot line: metafora finanziaria che indica un livello tecnico considerato decisivo come supporto o resistenza.

Market cap: valore complessivo di una società quotata, calcolato moltiplicando il prezzo delle azioni per il numero di azioni in circolazione.

MSCI World Materials: indice azionario internazionale che rappresenta le principali società globali del settore materiali.

Nacho trade: acronimo di mercato per "Not A Chance Hormuz Opens", usato per descrivere la convinzione che lo Stretto di Hormuz non verrà chiuso.

Nominal GDP: Prodotto Interno Lordo nominale, cioè il valore dell'economia senza correggere l'effetto dell'inflazione.

Pattern di symmetrical triangle: figura di analisi tecnica caratterizzata da minimi crescenti e massimi decrescenti, spesso preludio a forti movimenti di prezzo.

Price action: andamento diretto dei prezzi di mercato osservato senza l'uso prevalente di indicatori.

Reprice rialzista: rivalutazione improvvisa verso l'alto dei prezzi di un asset o di un settore.

Sell signal: segnale tecnico o strategico che suggerisce di vendere un asset.

Stealth China FX appreciation: graduale rafforzamento dello yuan cinese rispetto alle altre valute, percepito dal mercato come poco evidente o non ufficialmente dichiarato.

Supporto: livello di prezzo considerato importante perché potenzialmente in grado di fermare o rallentare una discesa del mercato.

Treasuries: titoli di Stato emessi dal Tesoro degli Stati Uniti.

Volatilità: intensità e rapidità delle oscillazioni dei prezzi di mercato.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

abstract



In sintesi

Il passaggio parlamentare del Clarity Act rappresenta oggi la vera svolta del mondo crypto. Donald Trump ha già dichiarato di voler firmare immediatamente la legge, mentre il voto del Senato è stato fissato per il 14 maggio. Non si tratta più soltanto di regolamentare un settore ancora opaco, ma di creare le condizioni per aprire il mercato crypto ai grandi capitali istituzionali, inclusi fondi pensione e piani previdenziali. I segnali arrivano in simultanea da più fronti: BlackRock, JP Morgan e Morgan Stanley stanno ampliando i team crypto, mentre Bitwise conferma l'esposizione crescente delle principali banche globali tra trading, pagamenti, ETF e tokenizzazione. Parallelamente, prende forma un asse strategico tra Stati Uniti e Giappone. Tokyo ha annunciato la tokenizzazione dei propri titoli di Stato su blockchain con negoziazione 24/7, mentre il Tesoro USA prosegue con buyback sulle lunghe scadenze. Il mondo crypto sta quindi mutando pelle: da alternativa al sistema fiat a possibile infrastruttura parallela per la gestione e il roll-over del debito pubblico.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il 14 maggio rischia di trasformarsi in una data spartiacque per l'intero ecosistema finanziario-digitale. La progressiva istituzionalizzazione delle crypto potrebbe infatti accelerare l'integrazione tra stablecoin, debito sovrano tokenizzato e finanza tradizionale, soprattutto in vista dei giganteschi fabbisogni di capitale legati ad AI, SpaceX, OpenAI e Anthropic. Tuttavia, il quadro non appare lineare né privo di rischi. Un eventuale sell-off di Bitcoin, soprattutto in area 80.000, potrebbe risultare perfettamente funzionale al contesto: spaventare il mercato, generare outflows dagli ETF e creare le condizioni psicologiche per rendere "necessaria" una regolamentazione più invasiva. Le recenti reazioni negative delle crypto a ogni escalation geopolitica e ai rialzi del petrolio mostrano già una crescente sensibilità macro del comparto. Per questo motivo sarà fondamentale monitorare non solo il voto sul Clarity Act, ma anche le mosse di Scott Bessent, lo yen, la Bank of Japan e il flusso di notizie proveniente da Axios.

Al netto di uno yen che continua a richiedere un attento monitoraggio dopo il recente triplo intervento della Bank of Japan, e in vista dell'incontro di questa settimana tra Scott Bessent e la sua controparte nipponica, la vera notizia sul fronte crypto è rappresentata dalla formalizzazione del passaggio parlamentare del Clarity Act. Un'accelerazione impressa direttamente da Donald Trump che, nei giorni scorsi, aveva dichiarato senza esitazioni la propria intenzione di firmare immediatamente il provvedimento e trasformarlo in legge *"non appena verrà appoggiato sul mio tavolo"*.

Per alcuni giorni ha iniziato a circolare la simbolica data del 4 luglio come deadline altamente mediatica e patriottica. Tuttavia, venerdì, il Comitato bancario del Senato ha calendarizzato il voto sul Clarity Act per giovedì 14 maggio alle 10.30 ora di Washington. E il fatto che la questione stia ormai assumendo una portata ben più ampia rispetto alla semplice valutazione di opportunità per un ecosistema ancora opaco e scarsamente regolamentato — ma che, proprio grazie a questa cornice normativa, potrebbe aprire i gates a investimenti da centinaia di miliardi da parte di fondi pensione e piani previdenziali — emerge chiaramente anche dall'intervento del presidente della SEC, Paul Atkins, pronunciato poche ore prima dell'ufficializzazione.

Ma non è tutto. Con tempistiche che qualcuno definirebbe quasi degne di Nostradamus, il giorno precedente alla mossa del Senato USA, BlackRock, JP Morgan e Morgan Stanley hanno annunciato l'apertura di decine di nuove posizioni lavorative dedicate al settore crypto. Contestualmente, Bitwise pubblicava una nota in cui confermava come *"BNY Mellon, Citi, DBS, Deutsche Bank, JPMorgan, Société Générale and UBS are among the banks with the broadest crypto exposure across trading, payments, ETFs and tokenization"*.

Ancora più interessante appare però il peculiare incastro nippo-statunitense. Scott Bessent è infatti atteso a Tokyo per una tre giorni di incontri, prima di raggiungere Donald Trump e la delegazione USA in Cina in occasione del meeting del fine settimana.

E proprio nel giorno in cui l'FMI ammoniva la Bank of Japan circa la possibilità legale di intervenire sullo yen ancora soltanto per due volte, la risposta di Tokyo è apparsa strategicamente coerente sia con il Clarity Act sia, soprattutto, con il più ampio progetto di tokenizzazione del crescente debito pubblico statunitense che sembra sottendere l'intera operazione.

Sempre il 7 maggio, il Giappone annunciava infatti la tokenizzazione dei propri titoli di debito su blockchain con negoziabilità 24/7. Subito dopo, il Tesoro USA effettuava il secondo buyback della settimana: altri 6 miliardi, interamente concentrati sulle lunghe scadenze.

Il mondo crypto sta cambiando pelle. E lo sta facendo sotto i nostri occhi. Non a caso, il sistema sembra aver scelto il pannicello caldo del Clarity Act per costruire un set up utile a distogliere l'attenzione dal vero nodo della questione. Payward, società parallela alla crypto-piattaforma Kraken, ha infatti comunicato la propria intenzione di candidarsi al ruolo di banca federale, con l'obiettivo di offrire Bitcoin e relativi servizi di custodia alla clientela retail.

Da un lato, si assiste così all'istituzionalizzazione di massa di ciò che, originariamente, avrebbe dovuto rappresentare l'alternativa al sistema fiat e alle Banche centrali. Dall'altro, e contestualmente, prende forma la migrazione verso l'universo parallelo crypto di una quota non ancora esiziale, ma certamente non residuale, del debito pubblico: sia quello ancora da emettere sia, soprattutto, quello destinato alle future operazioni di roll-over.

Ecco come un analista con consolidata esperienza sintetizza il quadro, lasciando volutamente da parte ogni forma di diplomazia:

"Translation? We need the USD stablecoin ecosystem instituted before the $700b+ AI capex and SpaceX/OpenAI/Anthropic IPOs hit fully. We funded the 98-00 tech boom with capital extracted from 97-98 Asian/Russian FX Crises. Nice way or hard way, FX RV is how we will do it again."

Segnare il 14 maggio sul calendario equivale quasi a segnare un 14 luglio. Con la speranza, questa volta, di assistere non a decapitazioni ma alla definitiva caduta del mito – ormai da tempo logoro – della Bastiglia di una blockchain realmente libera.

Tutto questo è necessariamente bullish per le crypto? Forse. Ma attenzione a quota 80.000, almeno per chi guarda al mercato in ottica di negoziazione e non di semplice analisi. Un tonfo sufficientemente violento da spaventare il mercato, generare outflows dagli ETF e consegnare allo status quo finanziario una criptovaluta improvvisamente in crisi di fiducia – cui soltanto una legge di regolamentazione potrebbe porre rimedio – risulterebbe, infatti, estremamente funzionale al contesto.

E le recenti oscillazioni ribassiste registrate a ogni segnale di escalation bellica e di rimbalzo del greggio sembrano già suggerire una dinamica piuttosto chiara. Monitorare Axios prima di investire. E poi seguire con attenzione Scott Bessent tra i samurai valutari.

forex & crypto

Take Away

Clarity Act e accelerazione politica USA: Il Clarity Act viene ormai trattato come snodo strategico nazionale: Trump vuole firmarlo immediatamente, mentre il Senato ha fissato il voto al 14 maggio, trasformando la regolamentazione crypto in una priorità politica e sistemica.

Asse strategico USA-Giappone e tokenizzazione del debito: L'incontro tra Scott Bessent e Tokyo si inserisce in un contesto delicato per lo yen e per la Bank of Japan. Contestualmente, il Giappone annuncia la tokenizzazione del proprio debito pubblico su blockchain con negoziabilità 24/7.

Apertura ai capitali istituzionali: La nuova cornice normativa potrebbe spalancare i gates a centinaia di miliardi di dollari provenienti da fondi pensione e piani previdenziali, come suggerito anche dall'intervento del presidente della SEC, Paul Atkins.

Crypto come nuova infrastruttura del sistema finanziario: Il settore crypto starebbe passando da alternativa al sistema fiat a componente integrata della finanza tradizionale, anche attraverso la possibile migrazione di parte del debito pubblico verso ecosistemi blockchain e stablecoin.

Espansione delle grandi banche nel settore crypto: BlackRock, JP Morgan e Morgan Stanley stanno ampliando i team dedicati alle crypto, mentre Bitwise evidenzia l'esposizione crescente di colossi come BNY Mellon, Citi, DBS, Deutsche Bank, Société Générale e UBS tra trading, ETF, pagamenti e tokenizzazione.

Rischio volatilità e scenario manipolativo sul Bitcoin: Un eventuale tonfo del Bitcoin sotto area 80.000 potrebbe risultare funzionale a generare paura, outflows dagli ETF e consenso verso una regolamentazione più invasiva, in un mercato ormai fortemente sensibile a guerra, petrolio e dinamiche macro.

AI capex: Spese in conto capitale legate allo sviluppo dell'intelligenza artificiale, come investimenti in data center, chip, infrastrutture e software.

Bitcoin custody: Servizio di custodia sicura di Bitcoin e criptovalute offerto da banche o intermediari finanziari.

Blockchain: Tecnologia basata su registri digitali distribuiti e immutabili, utilizzata per criptovalute, tokenizzazione e trasferimento di dati o asset.

Bullish: Termine di mercato che indica aspettative positive o rialziste su un asset o un settore.

Buyback del Tesoro USA: Operazione con cui il Tesoro riacquista sul mercato titoli di Stato già emessi, spesso per gestire liquidità e struttura del debito.

Clarity Act: Proposta legislativa statunitense volta a definire una cornice normativa più chiara per il settore crypto.

Crypto exposure: Livello di esposizione di una banca o di un investitore al settore delle criptovalute tramite trading, ETF, tokenizzazione o servizi finanziari collegati.

ETF (Exchange Traded Fund): Fondo quotato in Borsa che replica l'andamento di un indice, settore o asset, negoziabile come un'azione.

FMI (Fondo Monetario Internazionale): Organizzazione internazionale che monitora la stabilità economica e finanziaria globale.

FX Crises: Crisi valutarie che colpiscono una moneta o un sistema monetario, spesso con forti svalutazioni e fughe di capitali.

FX RV (Foreign Exchange Relative Value): Strategia finanziaria basata sulle differenze di valore relativo tra valute.

Gates: Espressione usata per indicare l'apertura di accesso a nuovi capitali o investitori.

Istituzionalizzazione: Processo attraverso cui un settore viene adottato e integrato dai grandi operatori finanziari tradizionali.

IPO (Initial Public Offering): Quotazione iniziale in Borsa di una società privata.

Negoziabilità 24/7: Possibilità di comprare e vendere un asset in qualsiasi momento, 24 ore su 24 e 7 giorni su 7.

Outflows: Deflussi di capitale da fondi, ETF o mercati finanziari.

Retail: Clientela composta da piccoli investitori o consumatori privati, contrapposta agli investitori istituzionali.

Roll-over del debito: Processo di rinnovo di titoli di debito in scadenza tramite emissione di nuovo debito.

SEC (Securities and Exchange Commission): Autorità statunitense di vigilanza sui mercati finanziari.

Stablecoin: Criptovaluta ancorata a un'attività stabile, come il dollaro USA, per ridurre la volatilità.

Tokenizzazione: Trasformazione digitale di un asset reale o finanziario in token registrati su blockchain.

Trading: Attività di compravendita di strumenti finanziari sui mercati.

USD stablecoin ecosystem: Infrastruttura finanziaria basata su stablecoin ancorate al dollaro USA.



OCF Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari

CFP

PARTNER 24ORE

ANCP associazione nazionale consulenti patrimoniali

NAFOP FEE-ONLY PLANNERS

aief ASSOCIAZIONE ITALIANA EDUCATORI FINANZIARI

© 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

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

SEDE DI ROMA
Viale dell'Arte 25, 00144 Roma
+39 06 9670 1880

SEDE DI MILANO
Via San Raffaele 1, 20121 Milano
+39 02 3035 6801

www.massimilianosilla.com

info@massimilianosilla.com

massimiliano-silla

massimiliano_silla

Iscritto all'Albo dei Consulenti Finanziari Autonomi con delibera OCF n. 2425 del 19.03.2024