MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

1 - 7 GIUGNO

ANNO 2026



Indice

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

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

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

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

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

59 **DISCLAIMER**
informazioni legali e credits

60 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

La settimana si apre all'insegna di un fitto calendario macroeconomico globale, con il mercato alla ricerca di conferme in vista del primo board della FED guidato da Kevin Warsh. Lunedì 1 giugno arriva una doppietta asiatica (capital spending giapponese e bilancia commerciale sudcoreana), seguita dal Global PMI manifatturiero che coinvolge mezzo mondo, dalle vendite al dettaglio tedesche e dal PIL turco, oltre a ISM e PMI in Nord America. Martedì 2 spiccano l'inflazione sudcoreana, i dati britannici su credito e mutui, il CPI dell'Eurozona e lo JOLTs statunitense, primo segnale utile alla FED. Mercoledì 3 in primo piano l'indice Ai Group e il PIL australiani, i PMI compositi e dei servizi worldwide, il PPI dell'Eurozona e le riserve petrolifere USA in area di pre-allarme. Giovedì 4 attesi i dati sul lavoro statunitense (richieste di disoccupazione e Challenger), in un contesto di risparmi crollati su livelli COVID. Venerdì 5 la decisione sui tassi della RBI indiana e, soprattutto, i Non-Farm Payrolls con la rilevazione dell'Università del Michigan. Domenica 7 chiusura con le riserve estere cinesi.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il nodo centrale resta la data-dependency come banco di prova del grande rebus tra azioni e obbligazioni. Le equities continuano a offrire conferme rialziste in modo univoco e unilaterale, ma sempre meno credibile, mentre i rendimenti obbligazionari sembrano fissare un muro senza appello, invocando un QE capace di sgonfiare gli yields. La domanda di fondo è quale dei due mercati viva su Marte e quale tenga invece i piedi ancorati alla Terra, al netto del leverage. I riflettori sono puntati sui dati che orienteranno le mosse della FED a metà mese: lo JOLTs di martedì, le dinamiche del lavoro di giovedì e, in particolare, i Non-Farm Payrolls di venerdì rappresentano lo showdown decisivo. Il crollo dei risparmi su livelli da era pandemica, unito a un mercato del lavoro in indebolimento, sta già alimentando voci interessate su un possibile taglio dei tassi. La rilevazione dell'Università del Michigan completerà il quadro, dalle aspettative inflazionistiche al sentiment delle imprese. Le riserve petrolifere USA in area di pre-allarme da drenaggio e le riserve estere cinesi aggiungono ulteriori variabili a una settimana ad alta tensione.

Parola d'ordine: conferme. Alla vigilia del primo board della FED sotto la presidenza di Kevin Warsh, il mercato ricerca – e continuerà a ricercare – nei dati macroeconomici quelle conferme che le equities offrono in modo univoco, unilaterale e via via meno credibile, e che i rendimenti obbligazionari sembrano invece fissare contro un muro senza appello, invocando a gran voce un QE capace di sgonfiare gli yields. La data-dependency si configura dunque come la cartina di tornasole del grande rebus: chi, tra azioni e obbligazioni, vive su Marte e chi, al contrario, tiene i piedi saldamente ancorati alla Terra, al netto del leverage?

Si apre **lunedì 1 giugno** con un'interessante doppietta asiatica: il dato sul capital spending giapponese e la bilancia commerciale della Corea del Sud – patria del KOSPI dei miracoli – che pubblicherà anche il Global PMI manifatturiero di Standard & Poor's. Quest'ultimo indicatore terrà sotto la lente mezzo mondo, dall'Australia all'India, dalla Russia alla Cina (in questo caso, Dagong) fino all'intera Eurozona. Seguiranno le vendite al dettaglio in Germania e l'indice Nationwide dei prezzi immobiliari in Gran Bretagna, oltre al PIL della Turchia. La Commissione UE diffonderà il tasso di disoccupazione, l'India le letture di produzione industriale e manifatturiera, e il Messico l'indice di fiducia delle imprese. Sull'altra sponda dell'Oceano, il PMI manifatturiero in Canada e l'ISM negli Stati Uniti, quest'ultimo comprensivo anche dei dati su nuovi ordinativi e prezzi.

Martedì 2 giugno la Corea del Sud renderà noto il tasso di inflazione, mentre l'Australia i profitti lordi delle imprese e i permessi di costruzione. L'Indonesia pubblicherà la propria bilancia commerciale, in attesa del dato sulla disoccupazione in Spagna, di quello su credito al consumo e approvazione mutui in Gran Bretagna e, soprattutto, della lettura su inflazione e CPI nell'Eurozona. Occhi puntati poi sullo JOLTs statunitense relativo all'apertura di nuove attività, primo indicatore utile alla FED in vista del board di metà mese.

Mercoledì 3 giugno l'Australia diffonderà il suo principale indice economico, l'Ai Group, relativo a industria, manifattura e costruzioni, accanto al PIL su base annua e trimestrale, al Capex e ai consumi finali.

A seguire, il PMI composito e dei servizi in Cina e in pressoché tutto il resto del mondo, con l'Eurozona in testa, che renderà noto anche il PPI. Negli Stati Uniti, il tasso fisso dei mutui trentennali, il PMI dei servizi, gli ordinativi industriali e, soprattutto, la variazione nelle riserve petrolifere, ormai in area di pre-allarme da drenaggio. Tra gli altri appuntamenti della giornata, il tasso di disoccupazione in Russia e la bilancia commerciale del Brasile.

Giovedì 4 giugno è la volta della bilancia commerciale australiana, del tasso di disoccupazione in Turchia, del PMI delle costruzioni in Gran Bretagna e delle vendite al dettaglio nell'Eurozona. Seguiranno le richieste iniziali di disoccupazione negli Stati Uniti e il dato Challenger sui licenziamenti: indicatori, questi ultimi, decisamente significativi in vista del board FED, stante un crollo dei risparmi ormai su livelli da era COVID che, sommandosi a dinamiche del lavoro deboli, alimenta qualche interessata voce di taglio dei tassi.

Venerdì 5 giugno spazio alle spese personali in Giappone e, soprattutto, alla decisione sui tassi di interesse della RBI indiana, cui faranno seguito l'indice Halifax sui prezzi immobiliari nel Regno Unito e i dati di produzione industriale e bilancia commerciale della Francia. In coda, il tasso di inflazione in Turchia, le vendite al dettaglio in Italia, il tasso di crescita in India e la disoccupazione in Canada. Showdown infine con i Non-Farm Payrolls e il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti, cui seguirà la consueta TAC total body dell'Università del Michigan, dai consumi personali alle aspettative inflazionistiche, fino al sentiment delle imprese.

Da ultimo, **domenica 7 giugno**, il dato sulle riserve estere della Cina.

Macro

Away
ake

Il primo board FED sotto Kevin Warsh: Il mercato cerca conferme nei dati macro in vista della prima riunione della Federal Reserve guidata dal nuovo presidente, con appuntamenti chiave (JOLTs, dati sul lavoro, Non-Farm Payrolls) che orienteranno le aspettative sulle mosse di metà mese.

La divergenza tra azioni e obbligazioni: Le equities offrono conferme rialziste in modo univoco e sempre meno credibile, mentre i rendimenti obbligazionari sembrano fissare un muro senza appello, invocando un QE capace di sgonfiare gli yields; la data-dependency diventa la cartina di tornasole per capire chi vive "su Marte" e chi resta ancorato alla realtà, al netto del leverage.

I PMI manifatturieri e dei servizi globali: Il Global PMI di Standard & Poor's e i PMI compositi terranno sotto la lente mezzo mondo, dall'Australia all'India, dalla Russia alla Cina (Dagong) fino all'intera Eurozona, fornendo una panoramica sullo stato di salute dell'industria e dei servizi worldwide.

I dati sul lavoro statunitense: JOLTs, richieste iniziali di disoccupazione, dato Challenger sui licenziamenti e Non-Farm Payrolls compongono il quadro occupazionale USA; in un contesto di risparmi crollati su livelli da era COVID e dinamiche del lavoro deboli, alimentano voci interessate su un possibile taglio dei tassi.

L'inflazione e i prezzi nelle principali economie: Le letture su CPI e inflazione nell'Eurozona, in Corea del Sud e in Turchia, insieme al PPI europeo e alle aspettative inflazionistiche dell'Università del Michigan, rappresentano un tassello cruciale per la lettura della politica monetaria.

Le materie prime e le riserve strategiche: La variazione nelle riserve petrolifere USA, ormai in area di pre-allarme da drenaggio, e il dato sulle riserve estere della Cina aggiungono variabili rilevanti a una settimana ad alta tensione sui mercati.

Macro

Glossario

Ai Group – Principale indice economico australiano elaborato dall'Australian Industry Group, che misura l'attività in industria, manifattura e costruzioni.

Bilancia commerciale – Differenza tra il valore delle esportazioni e quello delle importazioni di un Paese in un determinato periodo. Un saldo positivo indica più export che import.

Board – Riunione del comitato direttivo di una banca centrale (qui la FED), in cui si decidono le scelte di politica monetaria, tassi inclusi.

Capex (Capital Expenditure) – Spese in conto capitale, cioè gli investimenti delle imprese in beni durevoli come impianti, macchinari e infrastrutture.

Capital spending – Sinonimo di Capex: la spesa per investimenti produttivi sostenuta dalle aziende.

CPI (Consumer Price Index) – Indice dei prezzi al consumo, misura l'andamento dei prezzi di un paniere di beni e servizi e quindi l'inflazione percepita dalle famiglie.

Dagong – Agenzia di rating cinese, qui usata come riferimento per i dati provenienti dalla Cina.

Data-dependency – Approccio per cui le decisioni di politica monetaria di una banca centrale dipendono dall'andamento dei dati economici via via pubblicati, anziché da un percorso prestabilito.

Equities – Termine inglese per indicare le azioni, ovvero i titoli del mercato azionario.

FED (Federal Reserve) – La banca centrale degli Stati Uniti, che governa la politica monetaria americana e fissa i tassi di interesse.

Global PMI manifatturiero – Versione internazionale del PMI riferita al settore manifatturiero (vedi PMI).

Indice Halifax / Nationwide – Due indici britannici che monitorano l'andamento dei prezzi delle abitazioni nel Regno Unito.

ISM – Indice elaborato dall'Institute for Supply Management negli USA, che misura l'attività economica nei settori manifatturiero e dei servizi attraverso sondaggi tra i responsabili acquisti.

JOLTs (Job Openings and Labor Turnover Survey) – Rilevazione statunitense sui posti di lavoro vacanti e sul ricambio occupazionale, indicatore della salute del mercato del lavoro.

Macro

Glossario

KOSPI – Il principale indice della borsa sudcoreana ("dei miracoli" allude alla forte crescita storica del listino).

Leverage – Leva finanziaria: l'uso del debito per amplificare i rendimenti di un investimento, che aumenta però anche i rischi.

Non-Farm Payrolls – Dato statunitense mensile sull'occupazione esclusa l'agricoltura; tra gli indicatori più seguiti dai mercati per valutare lo stato del lavoro USA.

PIL (Prodotto Interno Lordo) – Valore totale dei beni e servizi prodotti da un Paese in un dato periodo; principale misura della dimensione di un'economia.

PMI (Purchasing Managers' Index) – Indice basato su sondaggi tra i responsabili acquisti delle aziende; sopra 50 segnala espansione dell'attività, sotto 50 contrazione. Può essere manifatturiero, dei servizi o composito (entrambi).

PPI (Producer Price Index) – Indice dei prezzi alla produzione, misura le variazioni dei prezzi praticati dai produttori, anticipando spesso l'andamento dell'inflazione al consumo.

QE (Quantitative Easing) – Allentamento quantitativo: politica con cui una banca centrale acquista titoli (spesso obbligazioni) per immettere liquidità nel sistema e abbassare i rendimenti.

RBI (Reserve Bank of India) – La banca centrale indiana, responsabile della politica monetaria del Paese.

Rendimenti obbligazionari (yields) – Il rendimento offerto dalle obbligazioni; quando i prezzi delle obbligazioni salgono, i rendimenti scendono e viceversa.

Sentiment – Il clima di fiducia o di umore prevalente tra operatori, imprese o consumatori rispetto alle prospettive economiche.

Tasso di crescita – La variazione percentuale del PIL o di un'altra grandezza economica rispetto a un periodo precedente.

Yields – Vedi Rendimenti obbligazionari.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

abstract



In sintesi

In apparenza tutto procede secondo copione: lo S&P 500 ha archiviato la migliore serie di chiusure consecutive in positivo dal 2023, sostenuto da un rally dell'AI alimentato dal clima geopolitico e dall'imperativo di scongiurare l'escalation, mentre Trump valuta le bozze iraniane e prende tempo. Sotto la superficie, però, emerge un monito ignorato dai media: secondo Moody's, i 662 miliardi di investimenti degli hyperscalers e di Anthropic in data center equivalgono al 113% del loro debito rettificato e restano fuori bilancio pur essendo passività vincolanti, col rischio di diventare la versione tech dei subprime. I 36 miliardi raccolti da Anthropic tramite Apollo Management e Blackstone fungono da veicolo alla sua mega-valutazione pre-IPO. JP Morgan aggiunge che oltre il 60% della capacità di data center prevista per il 2027 non ha ancora avviato i cantieri. Eppure scommettere contro una leva simile appare temerario, come con gli MBS nel 2007: l'AI non può diventare subprime e nessun hyperscaler può subire la sorte di Lehman Brothers.

Cosa aspettarsi dal mercato?

La risposta è guardare oltre, fino allo spazio: il basket di Goldman Sachs sui data center orbitali segna un +180% in meno di sei mesi, sospinto dall'IPO di SpaceX e dalla frontiera aperta da Musk. Ma il vero pivot è la robotica asiatica. La prossima fase dell'IA passa dai chip all'implementazione nel mondo reale, con la robotica umanoide come frontiera di monetizzazione più chiara, favorita da carenza di manodopera e domanda di automazione in Corea, Giappone e Cina. Goldman la giudica un'opportunità di inizio ciclo: 14 aziende presentate in un roadshow tra Hong Kong, Shenzhen e Pechino mostrano la rapida integrazione dei modelli VLA/VTLA con i world model, benché la commercializzazione su larga scala sia attesa solo nel 2027-2029, oltre la fase di proof-of-concept. Attenzione, infine, agli MLCC, i condensatori ceramici multistrato: collo di bottiglia inatteso e terzo costo dei server AI dopo GPU e memoria, premieranno i primi a muoversi, con Murata, SEMCO e Taiyo Yuden quali fornitori chiave.

In apparenza, tutto procede secondo copione. Esattamente come anticipato nella scorsa newsletter. Il mercato prosegue la propria ascesa, avendo appena archiviato la migliore serie di chiusure consecutive in territorio positivo dello S&P 500 dal 2023. E lo fa nel rispetto dell'unico mantra di cui l'AI necessita come sostegno: scongiurare l'escalation. Nonostante le scaramucce, la rotta resta invariata. Donald Trump esamina le bozze iraniane, si confronta con i propri consiglieri e, in ultima istanza, domanda ulteriore tempo per la valutazione. Ma è l'ottimismo a regnare sovrano. In sintesi, nulla pare in grado di turbare il rally dell'AI alimentato dal clima geopolitico.

Qualcuno, però, guarda oltre. Anche alla luce di un singolare monito proveniente da Moody's e puntualmente ignorato dai media: i 662 miliardi di investimenti infrastrutturali degli hyperscalers, Anthropic inclusa — leggasi costruzione di data center — rischiano di tramutarsi nella versione tech dei subprime, nel momento in cui quella cifra extra-bilancio non potesse più essere contabilizzata come tale. I 36 miliardi ottenuti da Anthropic, in primis per il tramite di Apollo Management e Blackstone, rappresentano di fatto il veicolo della mega-valutazione appena conquistata dall'attore di riferimento del settore nei confronti di OpenAI e delle sue aspirazioni pre-IPO.

Ecco la tesi critica formulata da Moody's al riguardo: *The unrecorded $662 billion is equivalent to 113% of these five hyperscalers' most recent adjusted debt. These obligations remain entirely off-balance-sheet under current accounting rules, despite representing binding long-term liabilities. It's not as if (these hyperscalers) have avoided a liability through structuring, secondo una lettura che inquadra i 662 miliardi in questione come una passività non ancora iscritta a bilancio, piuttosto che assente. More accurately, they have not yet received the services to trigger this liability as of this time, but they will. This accounting deferral masks the true leverage in the system.*

Tradotto: *I 662 miliardi di dollari non contabilizzati equivalgono al 113% del debito rettificato più recente di questi cinque hyperscaler. Tali impegni rimangono completamente fuori bilancio secondo le attuali regole contabili, nonostante rappresentino obbligazioni vincolanti di lungo periodo.*

Non è corretto sostenere che questi hyperscaler abbiano evitato di registrare una passività grazie a particolari strutture contrattuali. Una lettura più accurata interpreta infatti i 662 miliardi in questione come una passività non ancora iscritta a bilancio, piuttosto che inesistente.

Più precisamente, tali società non hanno ancora ricevuto i beni o i servizi necessari affinché l'obbligazione diventi contabilmente esigibile e debba essere rilevata come passività. Tuttavia, quel momento arriverà inevitabilmente.

Questo rinvio contabile finisce per mascherare il reale livello di leva finanziaria presente nel sistema.

Ed ecco che JP Morgan aggiunge un ulteriore elemento critico: *The latest analysis based on satellite images shows that over 60% of data center capacity planned for completion in 2027 has not begun construction with another 7% delayed.*

Tradotto: *Le più recenti analisi satellitari rivelano che oltre il 60% della capacità di data center che dovrebbe entrare in funzione nel 2027 non è ancora nemmeno in fase di costruzione, mentre un altro 7% dei progetti sta accumulando ritardi.*

Meglio, dunque, non fingere che il problema non esista. Al tempo stesso, però, appare temerario scommettere contro una leva di simile portata come si fece con gli MBS nel 2007: il Sistema non reggerebbe l'urto. L'AI non può tramutarsi nei subprime. E nessun hyperscaler può permettersi di subire la stessa sorte di Lehman Brothers.
E allora? Allora non resta che guardare oltre. Molto oltre. Addirittura nello spazio. A questo proposito, conviene dare un'occhiata qui **(SPACE)**: si tratta della performance del basket di Goldman Sachs dedicato ai titoli di chi opera nel campo della futura costruzione di data center nello spazio. Un +180% per qualcosa che appare fantascientifico e che, invece, non lo è. Soprattutto alla luce dell'IPO di SpaceX, poiché fu proprio Elon Musk ad aprire questa ennesima frontiera. Tanto Morgan Stanley quanto Deutsche Bank dedicarono al tema appositi report, in verità con accenti assai critici. Quantomeno, all'epoca.

Goldman Sachs, al contrario, prese la questione molto sul serio. Forse consapevole delle liabilities terrestri della corsa ai data center poc'anzi evidenziate da Moody's. E quel +180% del basket tech/spaziale in meno di sei mesi è un segnale eloquente. Esattamente come il report ad hoc del desk asiatico della banca d'affari, secondo cui la prossima fase dell'IA sta transitando dai chip all'implementazione nel mondo reale, con la robotica umanoide a emergere quale frontiera di monetizzazione più nitida. In tale contesto, venti favorevoli di natura strutturale — carenza di manodopera, domanda di automazione — stanno accelerando l'adozione e orientando la rotazione degli investitori verso i nomi legati alla robotica in Corea, Giappone e Cina. La tesi d'investimento di lungo corso della banca è che, con la domanda strutturale in accelerazione e un'Asia prezzata a uno sconto di valutazione interessante a dispetto di una crescita più robusta, ci si trovi dinanzi a un'opportunità di inizio ciclo per posizionarsi in anticipo rispetto a una rotazione di capitali pluriennale nell'ecosistema della robotica.

In sintesi, dall'infrastruttura allo strato applicativo. Quantomeno nel laboratorio Asia. La nota — Mid-year check-in: Several steps closer toward commercial reality — è il frutto di due giornate di conferenze sul tema organizzate da Goldman Sachs il 18-19 maggio a Hong Kong e il 20-22 maggio a Shenzhen e Pechino. Il tutto in occasione di un roadshow dedicato per l'appunto alla robotica, che ha visto 14 aziende leader del settore presentare le proprie ultime novità: Daimon Robotics, Dobot, Estun Automation, Galaxea Dynamics, Galbot, Geek+, LimX Dynamics, Linkerbot, Mech-Mind, One Robotics, PaXini, Spirit AI, UBTech e X Square Robot.

A detta del team di Goldman, questo controllo di metà anno sugli sviluppi più recenti del comparto si è rivelato incoraggiante nel constatare la rapida integrazione dei modelli VLA/VTLA (Vision-Language-Action / Vision-Tactile-Language-Action) con i world model, in funzione di una migliore pianificazione e di una maggiore robustezza, e con scale di modelli rapidamente orientate verso l'alto.

L'ambito di commercializzazione si sta ampliando, sebbene permanga perlopiù nella fase di proof-of-concept (POC), soprattutto per applicazioni industriali e logistiche, anziché di distribuzione su larga scala.

Quest'ultima fase, secondo le attese della maggioranza degli operatori del settore, dovrebbe materializzarsi entro il 2027-2029, una volta accumulate decine di milioni di ore di dati di alta qualità, oltre a un modello pronto per la distribuzione. Nel frattempo, la riduzione dei costi viene conseguita principalmente attraverso la scala e il pieno controllo della R&S.

Goldman giudica le prospettive d'investimento di lungo periodo per questo settore come "altamente promettenti". I progressi discussi, in particolare negli stack di IA multimodali e nell'acquisizione sofisticata di dati, segnalano che il comparto si sta avvicinando di diversi passi all'implementazione pratica e diffusa. Tale percorso, tuttavia, esige ancora pazienza, mentre le aziende affrontano la complessa transizione dal proof-of-concept alla commercializzazione su larga scala, avendo come pietre miliari fondamentali la qualità costante e la riduzione dei costi. In sostanza, il dibattito sui modelli si sta spostando da un inquadramento ristretto al solo modello VLA (Vision-Language-Action) verso stack multimodali orientati all'esecuzione: nello specifico, la rapida integrazione VLA-world model, seguita dal perfezionamento del modello VLA verso il modello VTLA (Vision-Tactile-Language-Action), ossia l'aggiunta del tatto laddove la qualità dell'interazione fisica conta di più. Su questo sfondo, i dati di alta qualità, reali e multidimensionali rimangono il principale collo di bottiglia per l'implementazione pratica.

Daimon Robotics

Sul fronte della strategia dei modelli, anziché costruire il modello VLA completo, Daimon si concentra su piccoli modelli tattili o su uno strato plug-in/pre-addestramento integrabile in altri framework VLA/VTLA. I prodotti di Daimon non si limiteranno ai soli sensori, ma si configureranno come una soluzione comprensiva di hardware di rilevamento tattile, dati e piccoli modelli tattili. Daimon ritiene che il percorso della tecnologia visuo-tattile risulti maggiormente compatibile con l'integrazione dei modelli, poiché condivide il medesimo frame di immagine con i modelli VLA.

Dobot

Il percorso tecnologico di Dobot privilegia un approccio one-brain-multi-form, mirando a un modello capace di generalizzarsi su oltre 50 scene e di coprire le esigenze industriali di molteplici forme di robot. Il modello di alto livello fungerà da hub di intelligenza per la lettura dei dati, la distribuzione dei compiti e il controllo coordinato — ad esempio assegnando un umanoide alla manipolazione e un quadrupede alla logistica. Dobot dispone di un VLA interno, mentre un world model figura parimenti nella sua pipeline di R&S, in fase di sviluppo per la messa a punto del modello. La strategia complessiva muove dalla pre-programmazione 1.0 al deep-learning 2.0, fino all'intelligenza incarnata guidata dall'AI 3.0, con la direzione che sostiene come gli aggiornamenti hardware del corpo finiranno a loro volta per sospingere il progresso delle capacità software.

Galaxea

Lo stack tecnologico completo di Galaxea abbraccia un modello di base di AI incarnata (VLA + world model), i dati e l'intero design del corpo del robot, con la direzione a enfatizzare un percorso one-brain-multi-body. È stato aggiunto il valore distintivo della capacità del modello di trasferirsi tra corpi robotici, pur sottolineando come essa non sia ancora applicabile, richiedendo ulteriori iterazioni post-addestramento. Quanto ai progressi sul world model, Galaxea ha appena rilasciato il proprio Fast-WAM nel marzo 2026, con una bassa latenza di 190 ms e un'efficienza nettamente superiore rispetto a molti altri — quantomeno stando ai dati valutativi resi noti dall'azienda stessa.

Geek+

Geek+ ha posto l'accento sull'importanza di una mentalità — e di dati — scenario-first quando si tratta della forza del modello logistico: sfruttare i flussi di lavoro reali del magazzino e i loop di dati per orientare lo sviluppo di modelli e applicazioni. In concreto, i compiti complessi vengono scomposti in sotto-compiti più piccoli e addestrabili, con confini ben definiti (ad esempio, flusso di lavoro di prelievo: visione 2D → ricostruzione 3D → segmentazione → esecuzione del prelievo), dando priorità

all'affidabilità rispetto alla generalità. Per quanto concerne la sua sussidiaria di intelligenza incarnata (costituita nel luglio 2025 per concentrarsi sulla R&S e sui prodotti correlati all'intelligenza incarnata, prelievo robotico guidato dall'IA incluso), la direzione ha sottolineato come i percorsi modello/dati/tecnologia non siano ancora convergenti nel settore. L'attenzione, di conseguenza, resta rivolta a casi d'uso distribuibili e circoscritti, piuttosto che all'IA incarnata di frontiera. In sintesi, nessuna mossa di peso in fase iniziale.

LimX Dynamics

Il modello di LimX è un sistema articolato su tre livelli: il sistema 0 quale controllo del movimento dell'intero corpo, il sistema 1 quale insieme di competenze VLA umanoidi e il sistema 2 quale sistema operativo agente incarnato (COSA). La tesi del modello dell'azienda consiste nello scomporre ambienti complessi in competenze apprendibili, anziché affidarsi al controllo remoto. In merito alla stabilità su terreni irregolari di Oli e TRON 2, la direzione ha affermato che il modello di azione muove da modelli di generazione video esistenti, estraendone le informazioni di movimento per distillarle in un modello di guida del movimento semplificato.

Linkerbot

Oltre a posizionarsi come attore specializzato nelle mani destre, Linkerbot sta costruendo il proprio modello di grandi dimensioni incarnato, capace di convertire oggetti e scene 2D in operazioni 3D. Secondo la direzione dell'azienda, il business dell'AI si articola in una soluzione workstation senza dimostrazione, a monetizzazione più rapida (e che potenzia l'hardware esistente per il tramite di algoritmi), e nel percorso di intelligenza incarnata di lungo periodo.

Mech-Mind

Il focus del modello dell'azienda risiede nel fornire un rapido ciclo percezione-decisione in contesti industriali.

Stando alla direzione, l'attuale sistema di visione 3D esegue un ciclo di circa 0,3-0,4 secondi, comprensivo della cattura delle coordinate (XYZ), dell'apprendimento in tempo reale e dell'output decisionale. In concreto, ciò viene commercializzato come uno strato di intelligenza integrato e abbinato alla robotica, piuttosto che come un prodotto di visione autonomo.

One Robotics

L'architettura target è l'IA incarnata end-to-end, in transizione da sistemi modulari all'integrazione VLA + world model (con il VLM in funzione di strato di supporto). OneModel 1.7 (lanciato appena il 21 maggio) impiega un modello di azione latente del mondo, combinando la generalizzazione del world model con l'esecuzione VLA. Tra i moduli aggiuntivi figurano il controllo incentrato sul movimento per compiti domestici e uno strato di memoria di successo, che custodisce le esecuzioni precedenti andate a buon fine.

PaXini

La direzione ha enfatizzato un focus sul tatto, in aggiunta alla visione, per l'interazione fisica, citando un migliore allineamento con i compiti basati sulla forza rispetto agli approcci VLA fortemente incentrati sulla visione. È previsto per il mese di giugno il lancio di un modello VTLA guidato dal tatto, a integrazione degli stack incentrati sulla visione dei clienti.

Spirit AI

La tesi centrale di Spirit è la fusione VLA con world model (il VLA orientato alla comprensione, il world model alla predizione) lungo un percorso di predizione latente, e non frame-by-frame. Su base verificabile, Spirit v1.5 (open-sourced nel gennaio 2026) ha conquistato il primo posto nella RoboChallenge Table30 con 66,09 punti e un corrispondente 50,33% di successo: primo modello incarnato open-source cinese a superare Pi0.5.

Con una rapida espansione del volume dei dati di pre-addestramento e un miglioramento della qualità del modello di base, il tempo di post-addestramento si è ridotto in misura considerevole.
Questi grafici offrono un quadro sintetico del settore **(HUMANOID 1, 2, 3, 4** e **5).**

GLI MLCC, IL FATTORE INATTESO

In un'ottica che, in modo paradossale ma coerente, contrappone passato e futuro così da escludere gli eccessi attuali legati a chip e semiconduttori, Goldman Sachs invita chiunque intenda investire nell'AI a rivolgere l'attenzione ai condensatori. O, più precisamente, ai condensatori ceramici multistrato, i cosiddetti MLCC. In una nota a firma di Nelson Armbrust si legge come gli MLCC (un mercato di circa 15 miliardi di dollari, di cui la quota dedicata ai server vale 1,3 miliardi di dollari, in crescita e con un CAGR dell'80%, a differenza dei segmenti chiave — automobilistico e telefonia mobile — in netto rallentamento) siano divenuti il terzo elemento di costo più elevato nelle build di server AI, preceduti unicamente da GPU e memoria. In sostanza, il collo di bottiglia meno prevedibile risiede proprio nella ceramica. E questo grafico mostra come chi arriverà per primo ne trarrà i maggiori benefici **(MLCC).**

I condensatori ceramici multistrato agiscono alla stregua di una minuscola batteria ultraveloce e ricaricabile. Laddove una normale batteria immagazzina molta energia per rilasciarla lentamente, un MLCC ne immagazzina una piccola quantità per rilasciarla in una frazione di millisecondo. Assolvono così a due funzioni principali: la stabilizzazione dell'alimentazione, attraverso l'assorbimento di picchi improvvisi di elettricità e il sostegno nei cali repentini, così da garantire un flusso di alimentazione stabile e regolare ai chip sensibili; e il filtraggio del rumore o dell'interferenza suscettibile di corrompere i dati digitali.
Come si inseriscono nell'infrastruttura AI? I server AI non elaborano i dati secondo un flusso fluido e prevedibile. Quando un modello AI gestisce un calcolo massiccio, il processore richiede istantaneamente un'enorme ondata di energia elettrica; al termine del calcolo, la richiesta di energia precipita a zero. Gli alimentatori non riescono a reagire con sufficiente rapidità a variazioni dell'ordine dei microsecondi. Gli MLCC, collocati direttamente accanto ai chip AI, forniscono loro energia in

modo istantaneo nel momento del bisogno, scongiurando il blocco del server. Poiché i chip AI (come le GPU NVIDIA) gestiscono miliardi di attività simultaneamente, essi necessitano di enormi reti di tali condensatori. Un singolo rack di server AI avanzato richiede fino a 600.000 MLCC operanti di concerto per mantenere stabile il sistema.

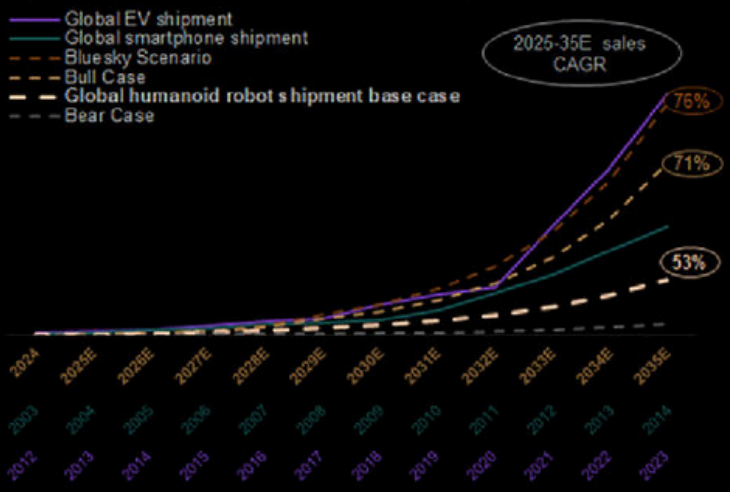
Quali sono i player di questo comparto? Per gli MLCC a bassa tensione e alta capacità disposti attorno alle GPU/ASIC nei server AI, miniaturizzazione e incremento della capacità procedono simultaneamente entro uno spazio limitato sulla scheda, mentre i requisiti tecnologici si fanno sempre più stringenti. Murata, SEMCO (Samsung Electromechanics) e Taiyo Yuden costituiscono i tre fornitori, e continueranno a beneficiare appieno dell'espansione della domanda, con conseguente aumento dei prezzi. TDK, per contro, non dispone attualmente della tecnologia necessaria per accedere al mercato degli MLCC a bassa tensione e alta capacità per GPU/ASIC (è in attesa dello sviluppo di materiali derivanti dalla collaborazione con Nippon Chemical Industrial). L'azienda, tuttavia, riceve già ordini sostenuti per MLCC ad alta tensione e alta capacità da impiegare attorno ai circuiti di alimentazione, potendo avvalersi di una tecnologia di prodotto pressoché identica a quella delle applicazioni automobilistiche, come i veicoli elettrici.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



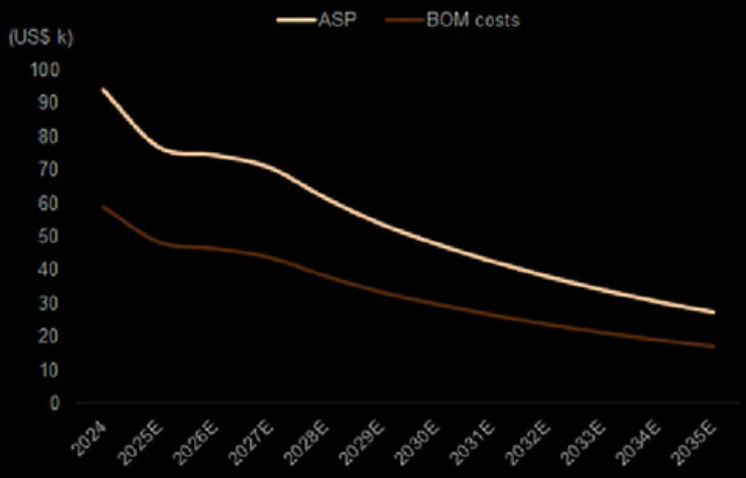
Immagine SPACE - **Fonte** Zerohedge

Exhibit 3: Humanoid robots have the potential to become the next widely adopted terminal device (after smartphones/cars)...
Our global humanoid robot shipment forecast (2024E-2035E) vs. global EV shipments (2012-2023) global smartphone shipments (2003-2014)



Source: IDC, IEA, Goldman Sachs Global Investment Research

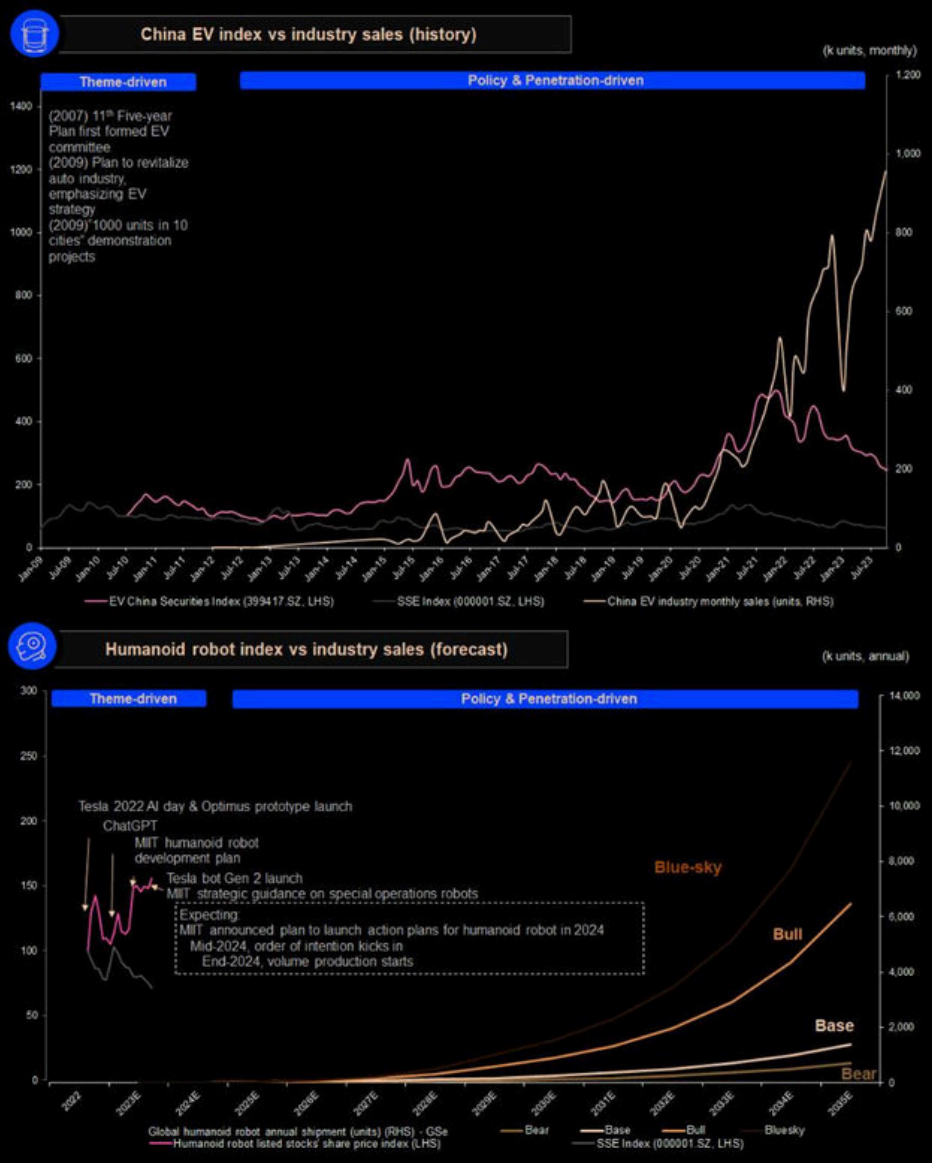
Exhibit 4: ...with likely deflationary ASP and BOM costs to drive better product economics
Our global humanoid robot ASP & BOM costs forecast (2024-2035E)



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Immagine HUMANOID 1 - **Fonte** IDC/IEA/Goldman Sachs

Exhibit 5: Humanoid robot stocks have been theme-driven since mid-2022 while in our view concrete shipment volumes could emerge more materially heading into 2024E onwards
Comparison of humanoid robot stocks performance since mid-2022 vs. EV index in history (2009-2023)



Note: EV China Securities Index is 399417.SZ. Humanoid robot index is constructed by us using Sanhua, LeaderDrive, Moons' Electric, BEST precision, Tuopu, using market-cap weighted method. EV China Securities Index (in July 2010), SSE Index (in July 2010), and humanoid robot index (in June 2022) are rebased to 100.

Source: Wind, MIIT, Goldman Sachs Global Investment Research

Immagine HUMANOID 2 - **Fonte** Wind/MIIT/Goldman Sachs

Exhibit 20: Most announced application partners with humanoid robot players are concentrated in auto & manufacturing industries
Mapping of humanoid robot players and corresponding application partners

Humanoid Robot Players	Application partners	Application industry
Tesla	Tesla	Auto
Sancturay AI	Magna International	Auto
Agility Robotics	Amazon	Logistics
	GXO	Logistics
	Ford Motors	Auto
Boston Dynamics	Hyundai	Auto
1X	Everon	Patrol and inspection
Figure	BMW	Auto
Apptronik	Mercedes Benz	Auto
AGIBOT	BYD	Auto
	iSoftStone Information	Manufacturing
	PIA Automation	Manufacturing
	Fulin Precision	Manufacturing
UBTECH	BYD	Auto
	NIO	Auto
	Zeekr	Auto
	Dongfeng Liuzhou Motor	Auto
	FAW	Auto
	S.F. Holding	Logistics
	Hon Hai	Manufacturing
	Miracle Automation	Manufacturing
Unitree	Hangzhou Government	Patrol and inspection
GAC	GAC	Auto
Leju Robot	BAIC	Auto
XPENG	XPENG	Auto
Zhejiang Embodied Intelligent Robot Innovation Center	Lenovo	Manufacturing
KEPLER	SIMPPLE	Patrol and inspection
DEEP Robotics	Boomy Intelligent	Patrol and inspection
Fourier Intelligence	SAIC	Auto
	China Construction Bank	Customer service
GALBOT	Meituan	Customer service
	Alibaba	Customer service
	Mercedes Benz (Beijing)	Auto
	Zeekr	Auto
	Miracle Automation	Manufacturing
Ti5 Robot	CATL	Manufacturing
	Fuyao Glass	Manufacturing
	HUAWEI	Manufacturing
JAKA	JAKA	Manufacturing

Source: Company data, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

Immagine HUMANOID 3 - **Fonte** Goldman Sachs

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Range 05/04/2026 - 05/26/2026 Period Daily No. of Period 22 Day(s) Table

	Security	Currency	Price Change	Total Return	Difference	Annual Eq
1)	GSXACHUM Index	USD	18.47%	18.54%	5.49%	1581.53%
2)	GSXAJATO Index	USD	13.05%	13.05%	--	665.27%
3)	000660 KS Equity	USD	42.54%	42.54%	29.49%	35705.75%
4)	005930 KS Equity	USD	28.99%	28.99%	15.94%	6724.58%
5)	2330 TT Equity	USD	.39%	.39%	-12.66%	6.66%
6)	BM7T Index	USD	3.98%	3.98%	-9.07%	91.18%

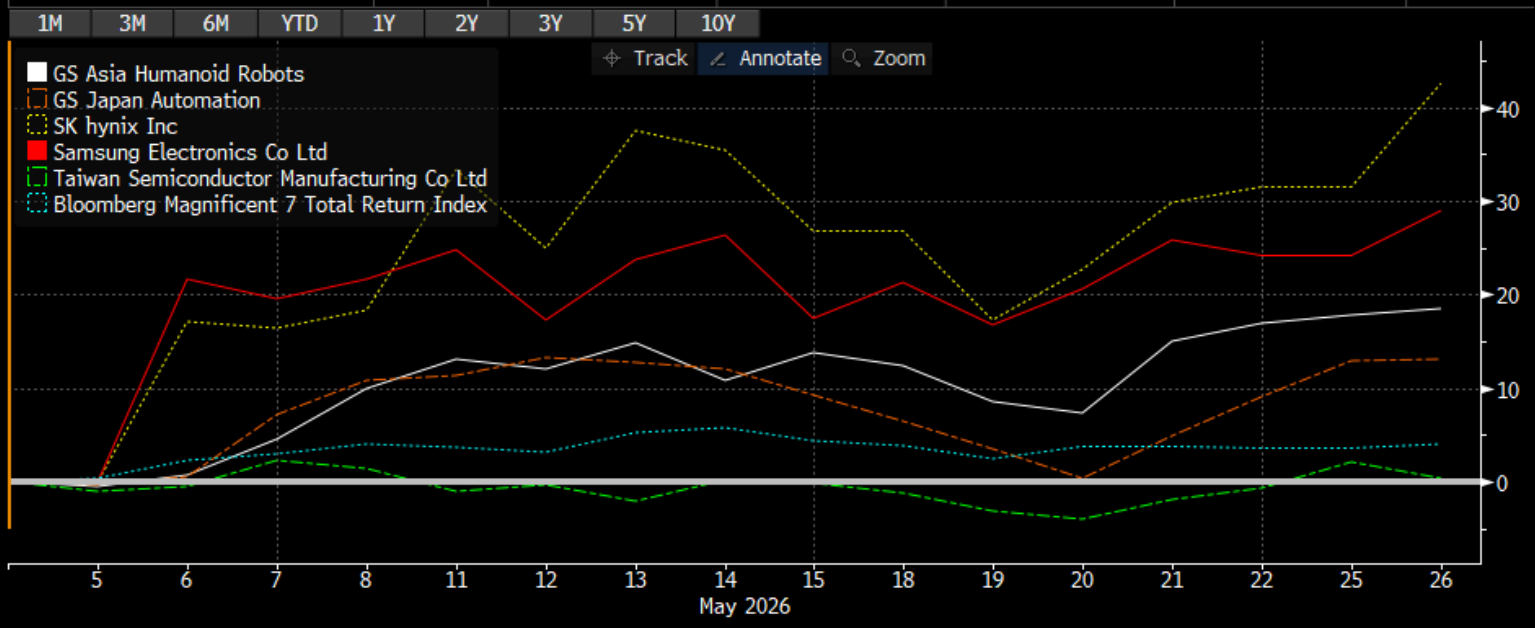


Immagine HUMANOID 4 - **Fonte** Bloomberg

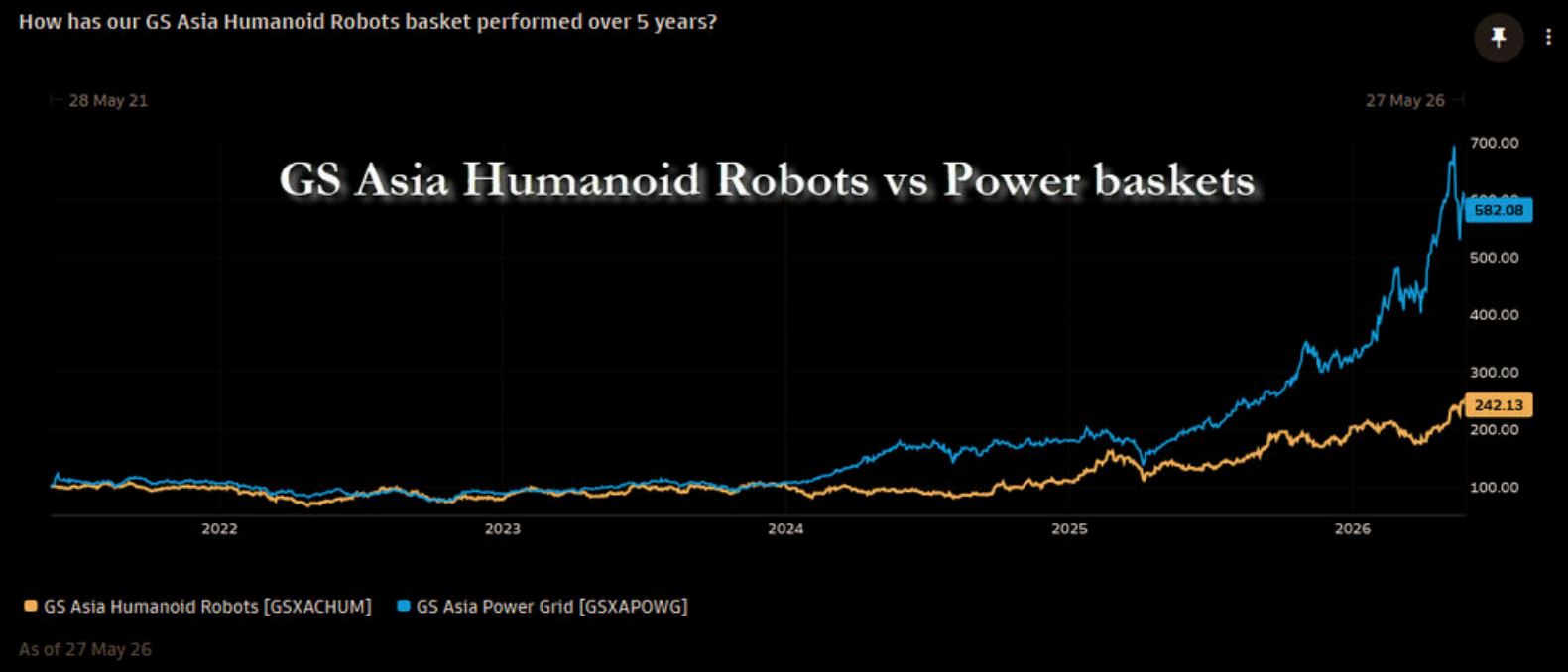
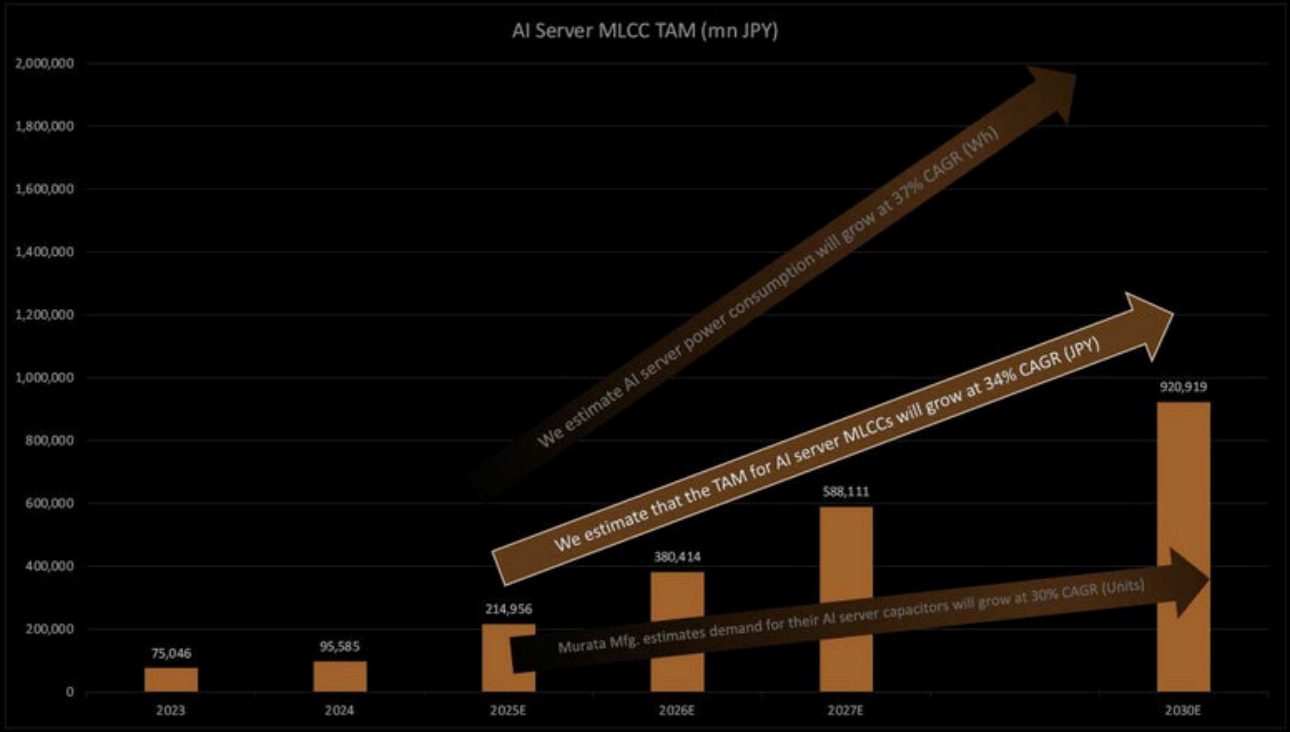


Immagine HUMANOID 5 - **Fonte** Goldman Sachs

Exhibit 8: MLCC market size for AI servers (value)—we estimate 2.7X growth from FY25 to FY27, and 4.3X from FY25 to FY30



Source: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

Immagine MLCC - **Fonte** Goldman Sachs

Il rally di mercato e l'ottimismo geopolitico – Lo S&P 500 archivia la miglior serie di chiusure consecutive in positivo dal 2023, con il rally dell'AI sostenuto dall'unico imperativo di scongiurare l'escalation (Trump, dossier iraniano).

Il monito di Moody's sui 662 miliardi fuori bilancio – Gli investimenti in data center di hyperscalers e Anthropic valgono il 113% del loro debito rettificato e restano contabilizzati fuori bilancio pur essendo passività vincolanti, col rischio di diventare la versione tech dei subprime.

L'allarme cantieri di JP Morgan e l'impossibilità di shortare – Oltre il 60% della capacità di data center prevista per il 2027 non ha ancora avviato i lavori, ma scommettere contro una leva di tale portata (come sugli MBS nel 2007) è temerario: il Sistema non reggerebbe e nessun hyperscaler può fare la fine di Lehman.

La frontiera spaziale dei data center – Il basket di Goldman Sachs dedicato alla costruzione di data center orbitali segna un +180% in meno di sei mesi, sospinto dall'IPO di SpaceX e dalla frontiera aperta da Elon Musk.

Il pivot di Goldman sulla robotica asiatica – La prossima fase dell'IA passa dai chip all'implementazione reale, con la robotica umanoide come frontiera di monetizzazione: roadshow su 14 aziende in Cina/Hong Kong, modelli VLA/VTLA integrati ai world model e commercializzazione su larga scala attesa nel 2027-2029.

Gli MLCC come collo di bottiglia inatteso – I condensatori ceramici multistrato sono il terzo elemento di costo dei server AI dopo GPU e memoria (fino a 600.000 per rack), con Murata, SEMCO e Taiyo Yuden quali fornitori chiave avvantaggiati dalla domanda.

ASIC — Chip progettato su misura per un compito specifico (a differenza di un processore generico). Nei server AI lavora accanto alle GPU per accelerare determinati calcoli.

Basket (paniere) — Insieme di titoli azionari raggruppati per tema; la sua "performance" (es. il +180%) misura l'andamento medio di quel gruppo, in questo caso le aziende dei data center spaziali.

CAGR — Tasso di crescita annuo composto: indica di quanto cresce mediamente ogni anno un mercato. Un CAGR dell'80% segnala un'espansione molto rapida.

Data center — Grandi strutture piene di server e computer che immagazzinano ed elaborano dati. Sono l'infrastruttura fisica su cui gira l'intelligenza artificiale.

Debito rettificato (adjusted debt) — Il debito di un'azienda corretto per includere voci che il bilancio standard non mostra, così da rappresentare l'indebitamento "reale".

Extra-bilancio (off-balance-sheet) — Impegni finanziari che, per le regole contabili, non compaiono nel bilancio ufficiale pur essendo obblighi reali. Il nodo del monito di Moody's: i 662 miliardi sono passività vere ma "invisibili".

GPU — Processore (reso celebre da NVIDIA) originariamente per la grafica, oggi cuore dei calcoli dell'AI perché gestisce moltissime operazioni in parallelo.

Hyperscaler — I colossi tecnologici che gestiscono data center su scala enorme (es. le grandi piattaforme cloud). Sono i principali investitori nelle infrastrutture AI.

Intelligenza incarnata (embodied AI) — AI inserita in un corpo fisico (un robot) che percepisce e agisce nel mondo reale, anziché operare solo come software su uno schermo.

IPO / pre-IPO — IPO è la quotazione in Borsa di un'azienda. "Pre-IPO" indica la fase precedente, quando l'azienda raccoglie capitali e definisce il proprio valore prima di sbarcare sul mercato.

Latenza — Il tempo di risposta di un sistema. Una bassa latenza (es. 190 ms) significa che il modello reagisce quasi istantaneamente.

Leva finanziaria (leverage) — L'uso del debito per amplificare gli investimenti: moltiplica i guadagni potenziali ma anche le perdite e i rischi per il sistema.

MBS (Mortgage-Backed Securities) — Titoli costruiti su mutui immobiliari, al centro della crisi dei subprime del 2007-2008. Citati come precedente storico di rischio sistemico.

MLCC (condensatori ceramici multistrato) — Minuscoli componenti che funzionano come batterie ultrarapide: stabilizzano il flusso di corrente verso i chip e filtrano i disturbi. Un singolo rack AI può richiederne fino a 600.000.

Open-source — Tecnologia (qui un modello AI) il cui codice è reso pubblico e liberamente utilizzabile o modificabile da chiunque.

Passività (liabilities) — In contabilità, i debiti e gli obblighi futuri di un'azienda. "Passività vincolanti" sono impegni che dovranno comunque essere onorati.

Proof-of-concept (POC) — Prototipo o test che dimostra che un'idea funziona, ma non è ancora pronto per la produzione e la vendita su larga scala.

Roadshow — Serie di incontri ed eventi in cui aziende e investitori si presentano e discutono prospettive; qui, due giornate di conferenze sulla robotica in Asia.

Robotica umanoide — Robot con forma e movenze simili a quelle umane, indicati come la prossima frontiera commerciale dell'AI applicata al mondo reale.

Stack (multimodale) — L'insieme integrato di tecnologie e modelli che lavorano insieme. "Multimodale" significa che combina più tipi di dati (visione, linguaggio, tatto).

Subprime — Mutui ad alto rischio la cui crisi innescò il crollo del 2008. Usato come metafora del pericolo nascosto negli investimenti AI fuori bilancio.

VLA (Vision-Language-Action) — Modello AI che collega ciò che il robot "vede" e le istruzioni in linguaggio all'azione fisica da compiere.

VLM (Vision-Language Model) — Modello che comprende insieme immagini e testo; qui funge da strato di supporto all'interno di architetture più ampie.

VTLA (Vision-Tactile-Language-Action) — Evoluzione del VLA che aggiunge il senso del tatto, utile dove conta la qualità dell'interazione fisica (forza, presa).

World model — "Modello del mondo": rappresentazione interna con cui l'AI prevede come evolverà una situazione, migliorando pianificazione e capacità di adattamento.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

Una fonte NATO presso le istituzioni UE aveva avvertito OilPrice.com che la Russia, nella fase finale del confronto, ne sta testando la determinazione con attacchi ibridi e fisici diretti contro l'infrastruttura energetica. Detto, fatto: un drone russo ha valicato la red line in Romania, suscitando la reazione occidentale e la provocazione di Putin. Lo scenario s'innesta su un'emergenza gas: gli stoccaggi europei sono al 30-35% e devono toccare l'85-90% entro novembre, servono 145 miliardi di metri cubi in sei mesi, una corsa contro il tempo e contro numeri impietosi. Persi 165 miliardi di forniture russe dal 2019, l'LNG USA copre metà del fabbisogno (salito da 5 a 81), mentre Qatar, Nord Africa e Norvegia faticano e Ras Laffan resta compromesso. Dietro l'attacco c'è Neptun Deep, il maggiore progetto offshore europeo (100 miliardi di metri cubi potenziali, OMV Petrom e Romgaz, 4 miliardi di Capex), che dal 2027 raddoppierà l'output rumeno trasformando il Paese in esportatore netto. La Russia avrebbe così inviato un messaggio al potenziale primo produttore di gas continentale.

Cosa aspettarsi dal mercato?

L'attacco arriva il giorno dopo l'anticipazione del Financial Times sui poteri d'emergenza UE per i semiconduttori: chip trattati come i vaccini durante il Covid. Va difesa l'infrastruttura del gas, perciò atteso il ritorno emergenziale di ReArm EU (600 miliardi via eurobond), implicito scudo anti-spread per Bund, OAT, BTp e Bonos, e nuovi investimenti sui chip tutelati dal Chip Act. Un piano di acquisti/emissioni in stile PEPP dovrebbe normalizzare rapidamente i rendimenti e favorire un reprice della carta sovrana, mentre HY e IG patiscono l'esposizione parallela al private credit. Stealth QE in arrivo, grazie a Putin. Ma intanto i fondi pensione italiani subiscono una mini-patrimoniale (contributo Covip ora sull'intero patrimonio, 261,2 miliardi anziché 17,4 di flussi annui), in stile 11 luglio 1992. Lo stress test BCE rassicura sulle banche, non su assicurazioni e fondi: se le potential losses sul private credit in Germania e Francia divenissero reali, occhio alle reazioni a bilancio. Attenzione, infine, alla capital key: un rating nel rating, con Parigi a rischio dell'inconfessabile.

«We're into the final phase now, in which we're making a stand, and Russia's testing how resolved we are», ha sottolineato. «We expect hybrid attacks of the sort we've seen in recent years, and more direct physical ones, which have also increased in recent months, primarily against gas infrastructure, electricity cables, offshore networks, and control systems. The full array of these measures has already been used by Russia in Ukraine, so they're ready to roll out whenever Putin wants. It's just a question of how far he's willing to push the boundaries before he thinks we'll react with true deterrent force».

Tradotto: *«Siamo ormai entrati nella fase finale, quella in cui dobbiamo tenere la posizione, mentre la Russia sta mettendo alla prova la nostra determinazione.*
Ci aspettiamo attacchi ibridi del tipo che abbiamo visto negli ultimi anni, ma anche azioni fisiche più dirette, che sono aumentate negli ultimi mesi, soprattutto contro infrastrutture del gas, cavi elettrici, reti offshore e sistemi di controllo.
L'intero ventaglio di queste misure è già stato utilizzato dalla Russia in Ucraina, quindi le capacità operative sono pronte per essere impiegate ogni volta che Putin lo riterrà opportuno. La vera incognita è capire fino a che punto sarà disposto a spingersi prima di ritenere che reagiremo con una forza realmente deterrente.»

Così si esprimeva, appena la scorsa settimana, una fonte NATO operante in seno alle istituzioni UE, intervistata in forma anonima da OilPrice.com. Detto, fatto: ecco materializzarsi l'incidente in Romania. Il drone russo che oltrepassa la red line. La reazione occidentale. E quelle parole di Vladimir Putin che suonano come una provocazione: portateci i resti del drone e vediamo se è nostro. Cosa sta accadendo? E, soprattutto, perché un simile scenario dovrebbe interessare il comparto obbligazionario?

Procediamo con ordine. Gli stoccaggi europei di gas si attestano oggi al 30-35%, mentre dovrebbero raggiungere l'85-90% entro novembre. Occorrono 145 miliardi di metri cubi in sei mesi: a tutti gli effetti, una corsa contro il tempo. E contro numeri impietosi.

Tra il 2019 e oggi sono di fatto svaniti 165 miliardi di metri cubi di gas che la Russia forniva all'Europa, mentre nello stesso arco temporale i volumi di LNG che gli USA garantiscono al Vecchio Continente sono saliti da 5 a 81 miliardi di metri cubi: metà del fabbisogno. L'altra metà dovrebbe essere compensata da Qatar, Nord Africa e Norvegia, ma l'operatività dell'hub di Ras Laffan appare ancora compromessa e QatarEnergy stima 3-5 anni prima del ritorno ai livelli operativi pre-bellici. Secondo i dati IEEFA, le importazioni di LNG statunitense raggiungeranno i 115 miliardi di metri cubi – l'80% del fabbisogno europeo – non prima del 2030; il tutto mentre i modelli di Equinor hanno confermato questa settimana che il prezzo del TTF ad Amsterdam si assesterà sui €90/MWh, qualora Hormuz restasse bloccato o semi-bloccato fino all'autunno.

Un problema, insomma. Ma anche un'opportunità. Dietro a quanto accaduto in Romania si cela un nome: Neptun Deep. Il più grande progetto offshore sul gas europeo, con le prime trivellazioni attese per il 2027, a 160 chilometri al largo delle coste rumene sul Mar Nero **(NEPTUN_DEEP)**. Si parla di un potenziale di circa 100 miliardi di metri cubi attraverso due giacimenti operativi, Domino e Pelican South. Gli operatori sono due consorzi paritari, OMV Petrom e Romgaz, per un Capex complessivo di 4 miliardi di euro; i primi lavori sono già in corso lungo tre workstreams simultanei, ai quali partecipa – per la parte relativa alla pipeline sottomarina – anche Saipem, con un contratto da 1,75 miliardi di euro. A regime, i 10 pozzi di Pelican South, già in lavorazione, garantiranno 8 miliardi di metri cubi di gas l'anno. Considerando che la produzione totale della Romania ammonta oggi a 9,2 miliardi di metri cubi, il progetto Neptun Deep ne raddoppierà l'output, trasformando il Paese in esportatore netto, con flussi di volumi in surplus diretti verso Moldavia, Slovacchia, Ungheria e Germania.

In sintesi: la Russia avrebbe inviato un messaggio, via drone, al potenziale primo produttore di gas europeo. E lo avrebbe fatto nel pieno di un'emergenza di refill degli stoccaggi che alcuni considerano la variabile impazzita in grado di sancire un passaggio ufficiale dell'economia UE in recessione. Attenzione, peraltro: al netto dei deliri di Wall Street, venerdì il Canada è entrato formalmente in recessione tecnica. E l'economia di Ottawa funge solitamente da canarino nella miniera per quella statunitense, con un anticipo di 3-5 mesi. Ops: proprio a ridosso del mid-term.

Ma torniamo all'Europa. Perché è il timing dell'attacco alla Romania a sollevare interrogativi. E quanto state per leggere non è frutto di elucubrazione dietrologica, bensì di un articolo del Financial Times. Del 28 maggio. Il giorno prima. Ecco l'estratto:

«The EU — which is badly lagging the rest of the world when it comes to AI development — is preparing sweeping emergency powers to intervene in Europe's semiconductor supply chains during shortages, including by forcing chipmakers to override existing contracts... The draft law also enables common purchasing to boost the bloc's negotiating power and would mark a clear expansion of the EU's powers to intervene directly in industrial supply chains...».

Tradotto: *«L'Unione Europea — che è significativamente in ritardo rispetto al resto del mondo nello sviluppo dell'intelligenza artificiale — sta predisponendo ampi poteri d'emergenza per intervenire nelle catene di approvvigionamento dei semiconduttori in Europa durante eventuali carenze, arrivando anche a imporre ai produttori di chip di derogare ai contratti già esistenti.*
La bozza di normativa prevede inoltre la possibilità di effettuare acquisti congiunti per rafforzare il potere negoziale del blocco europeo e rappresenterebbe una chiara espansione delle competenze dell'UE nell'intervenire direttamente nelle catene di fornitura industriali.»

E ancora:

«The draft law, which is still subject to change ahead of its expected publication next week, would allow the European Commission far-reaching powers in the event of semiconductor shortages that threaten supplies of weapons, medical devices, digital infrastructure and other key categories of goods. In such a crisis, the Commission could impose fines of up to €300,000 on companies that fail to provide requested information on their supply-chain capacity. It could also "force semiconductor manufacturers to prioritize orders for crisis-critical products, overriding existing contracts", the draft reads».

Tradotto: *«La bozza di legge, che potrebbe ancora subire modifiche prima della sua prevista pubblicazione la prossima settimana, attribuirebbe alla Commissione Europea poteri molto ampi in caso di carenze di semiconduttori tali da compromettere la fornitura di armamenti, dispositivi medici, infrastrutture digitali e altre categorie strategiche di beni.*
In uno scenario di crisi, la Commissione potrebbe infliggere sanzioni fino a 300.000 euro alle aziende che non forniscano le informazioni richieste sulla capacità delle proprie catene di approvvigionamento.
Il testo prevede inoltre la possibilità di «obbligare i produttori di semiconduttori a dare priorità agli ordini relativi a prodotti considerati critici in situazione di emergenza, derogando ai contratti già in essere», si legge nella bozza.»

L'Europa si appresta dunque a trattare i chip come i vaccini durante il Covid. Contestualmente, la sua infrastruttura strategica per l'approvvigionamento di gas diviene bersaglio di un avvertimento diretto da parte della Russia, quantomeno sul piano geografico. Andrà perciò difesa. Ed ecco, allora, cosa ci attende all'orizzonte: ReArm EU, con i suoi 600 miliardi di investimenti via eurobond, pronto a tornare emergenzialmente in auge e a garantire un implicito scudo anti-spread a Bund e OAT in prima linea, a BTp e Bonos in seconda battuta. Il tutto nel pieno di una santabarbara di emissioni. Parallelamente, serviranno investimenti miliardari anche su quei chip che il Chip Act intende tutelare dalla Cina. E che, casualmente, vanno in discussione nella settimana entrante. L'UE sta predisponendo un piano emergenziale di acquisti/emissioni in stile PEPP: l'obbligazionario è dunque destinato a un rapido processo di normalizzazione dei rendimenti. Anzi, a un reprice decisamente favorevole della carta sovrana. Il tutto in un contesto di HY e IG che cominciavano a soffrire il rating parallelo dell'esposizione parallela al private credit.

Il diavolo, si sa, è nei dettagli. Ne sanno qualcosa i fondi pensione, quelli italiani in testa, che hanno scoperto come una piccola modifica contenuta nel decreto PNRR – convertito in legge in aprile – possa tramutarsi in una mini-patrimoniale. Si fa cassa come si può, insomma. E, più della finalità e dell'intento, a far riflettere dovrebbe essere la modalità prescelta: una mossa in stile 11 luglio 1992.

In quell'occasione si scelse il favore delle tenebre per mettere le mani nei conti correnti degli italiani, in nome dell'ingresso a tutti i costi in Europa; questa volta, invece, il simbolico passamontagna è stato rappresentato dall'oscura e bizantina ritualità burocratica degli iter parlamentari e delle conversioni, degli articoli, delle postille e degli ordini del giorno. Diciamola in breve: cambia la modalità di calcolo del contributo di vigilanza dovuto alla Covip, la Commissione sui fondi pensione preposta al controllo del sistema della previdenza complementare in Italia. Il prelievo non sarà più calcolato sulla base dei flussi dei contributi incassati ogni anno, bensì sull'intero patrimonio accumulato dai fondi pensione. Una modifica che rischia di colpire i fondi di maggiori dimensioni, penalizzando così i risparmiatori che, nel tempo, hanno accantonato capitali più consistenti, anche in virtù di adesioni di più lunga data.

E questo perché tale modifica amplia non poco la base imponibile, includendo tutti i patrimoni accumulati nel tempo e gestiti dalle forme complementari, laddove il precedente sistema di calcolo si limitava ai soli flussi dei contributi versati annualmente. Il vecchio criterio si applicava a circa 17,4 miliardi di euro di nuovi versamenti annui; quello nuovo interessa un patrimonio di circa 261,2 miliardi di euro. Una tonnara, insomma. Ora, lasciamo per un attimo da parte la questione tutta italiana della pesca a strascico fiscale e diamo un'occhiata a questo **(ECB_PC)**, assai più rilevante ai fini del nostro ragionamento. Si tratta di un estratto del report BCE pubblicato mercoledì scorso e dedicato allo stress test di impatto sul private credit nell'Eurozona. I pochi media che hanno affrontato il tema hanno ovviamente incentrato i titoli su una frase rassicurante che l'Eurotower – non a caso – ha messo in evidenza nella presentazione alla stampa. Ovvero: *«unlikely that private credit in isolation could be a source of systemic financial instability at present».*

Tradotto: *«Allo stato attuale, appare improbabile che il settore del private credit, considerato di per sé, possa costituire un rischio sistemico per la stabilità finanziaria.»*

Tutto tranquillo, dunque. Sulla carta, però. E soltanto per le banche, però. Si osservi piuttosto la simulazione di impatto finanziario potenziale per le compagnie assicurative e, appunto, per i fondi pensione. Certo, parlare di simulated losses equivale a richiamare le unrealized losses delle banche USA sulle detenzioni di Treasuries in regime di shock sui rendimenti: tutti gridano al catastrofismo e invitano a osservare il dito di Wall Street. Ma siamo davvero certi che, sotto la scorza apparentemente dura, resistente e lucente di un mercato che conosce un'unica direzione rialzista grazie al totem AI, l'Eurozona – che di quel rally rappresenta unicamente una coda di riflesso – non celi qualche eccesso di troppo sotto il tappeto dei Level 3?

Viene da chiederselo, perché nello stesso giorno della pubblicazione del report e del suo rassicurante abstract, la medesima BCE avvertiva il dovere di mettere le mani avanti. Scomodando, chiaramente, il babau della speculazione brutta e cattiva, ci mancherebbe. Pur consapevole che quel bond market – oggi costretto a fare i conti con un regime di rendimenti globali sui massimi – sta in piedi, ormai dal Covid, unicamente grazie allo sputo delle detenzioni pro quota di Francoforte e al conseguente reinvestimento dei titoli a bilancio. Lo stesso oggi in phase out. Accelerato e accelerante.

Ora, se qualcosa dovesse andare storto sul fronte della gestione del rischio private credit nell'Eurozona – magari in Germania o in Francia – e quelle potential losses si traducessero in perdite reali da contabilizzare a bilancio per i soggetti interessati, come pensate reagirebbero le assicurazioni e, soprattutto, i fondi pensione in Italia, stante l'ultimo contributo involontario imposto con un blitz parlamentare per tamponare un debito che non scende, come la Commissione UE ci ripete con preoccupazione ormai da giorni? E quelli in Germania e in Francia, Paesi le cui banche risultano peraltro particolarmente esposte a certe pratiche esotiche?

Stealth QE in arrivo. Grazie a Putin. Ma i problemi – l'approvvigionamento energetico in testa – non potranno certo essere risolti da qualche emissione comune o dall'ennesimo, per quanto miliardario, acquisto pro quota di debito da parte della BCE. Un'ultima notazione: se così sarà, attenzione alla capital key relativa agli acquisti. Un rating nel rating. E Parigi potrebbe ritrovarsi costretta ad ammettere l'inconfessabile. Sarà per questo che il governatore della Banque de France ha deciso di andarsene in anticipo a fare il filantropo?



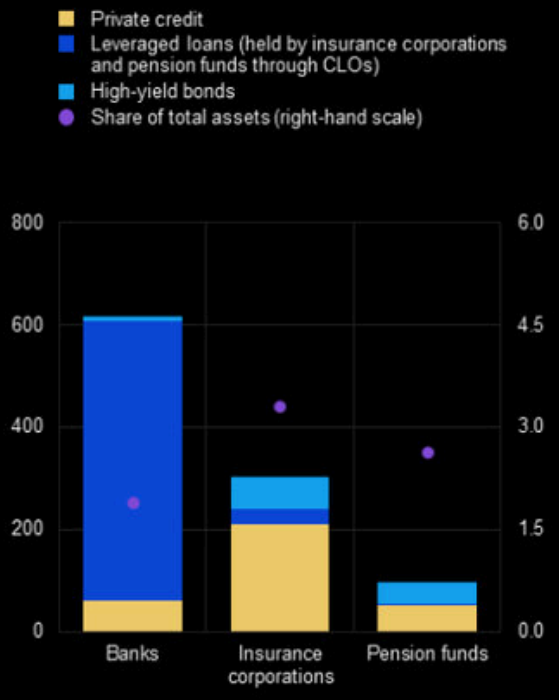
Immagine NEPTUN_DEEP - **Fonte** OVM Petrom/FT

Chart D.4

Exposures to private credit and leveraged debt markets are limited in aggregate, but a shock to private credit markets could spill over and cause wider valuation losses

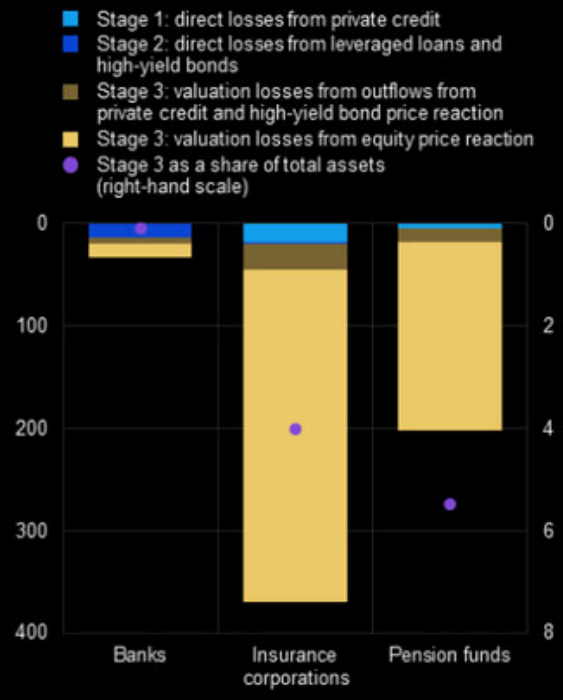
a) Direct exposures of euro area entities to private credit and leveraged debt markets

(2025; € billions, percentages of total assets)



b) Simulated losses for euro area financial entities from broad defaults in private credit and a severe shock in the software sector

(2025; € billions, percentages of total assets)



Sources: ECB (ICB, PFBR, SHS, supervisory data), EIOPA and ECB calculations.

Immagine ECB_PC - **Fonte** BCE

fixed income

Away
ake

L'avvertimento NATO e il drone russo in Romania - Una fonte NATO presso le istituzioni UE aveva preannunciato a OilPrice.com attacchi ibridi e fisici contro l'infrastruttura energetica; pochi giorni dopo un drone russo ha valicato la red line in Romania, con reazione occidentale e provocazione di Putin.

L'emergenza gas europea - Stoccaggi al 30-35%, da portare all'85-90% entro novembre (145 miliardi di metri cubi in sei mesi). Persi 165 miliardi di forniture russe dal 2019, l'LNG USA copre metà del fabbisogno (da 5 a 81), mentre Qatar, Nord Africa e Norvegia faticano.

Neptun Deep, opportunità e bersaglio - Il maggiore progetto offshore europeo (100 miliardi di metri cubi potenziali, OMV Petrom e Romgaz, 4 miliardi di Capex) raddoppierà l'output rumeno dal 2027, rendendo il Paese esportatore netto: proprio qui la Russia avrebbe indirizzato il suo messaggio.

La risposta UE e l'impatto obbligazionario - Tra poteri d'emergenza sui semiconduttori, Chip Act, ritorno di ReArm EU (600 miliardi via eurobond) e un piano in stile PEPP, si profila uno scudo anti-spread per Bund, OAT, BTp e Bonos: uno "stealth QE" grazie a Putin.

La mini-patrimoniale sui fondi pensione italiani - Una modifica nel decreto PNRR (stile 11 luglio 1992) sposta il contributo Covip sull'intero patrimonio (261,2 miliardi) anziché sui flussi annui (17,4), penalizzando i fondi più grandi e i risparmiatori di lunga data.

Lo stress test BCE sul private credit - Il report rassicura sulle banche ma non su assicurazioni e fondi pensione: se le potential losses in Germania e Francia divenissero reali, attenzione alle reazioni a bilancio e alla capital key — un rating nel rating, con Parigi a rischio.

Bund — Titolo di Stato tedesco (l'equivalente del nostro BTp). Per la solidità della Germania è considerato il bond "rifugio" di riferimento dell'Eurozona.

Capex (Capital Expenditure) — Spesa per investimenti in beni durevoli (impianti, infrastrutture). Qui i 4 miliardi destinati a costruire il progetto Neptun Deep.

Capital key — Criterio con cui la BCE ripartisce i suoi acquisti di titoli di Stato tra i vari Paesi, in proporzione al peso economico-demografico di ciascuno.

Carta sovrana — I titoli di debito pubblico emessi dagli Stati (BTp, Bund, OAT, ecc.). "Reprice della carta sovrana" significa una rivalutazione di questi titoli.

Chip Act — Normativa europea (European Chips Act) volta a rafforzare la produzione di semiconduttori in Europa e ridurre la dipendenza dall'estero, Cina inclusa.

Covip — Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione: l'autorità italiana che controlla la previdenza complementare (i fondi pensione integrativi).

Eurobond — Titoli di debito emessi congiuntamente dall'Unione Europea (e non dai singoli Stati), per finanziare progetti comuni.

HY / IG (High Yield / Investment Grade) — Due categorie di obbligazioni in base al rischio: gli IG sono titoli affidabili con rating elevato; gli HY ("alto rendimento") sono più rischiosi ma offrono interessi maggiori.

LNG (Liquefied Natural Gas) — Gas naturale liquefatto, raffreddato per essere trasportato via nave anziché via gasdotto.

Level 3 — Categoria contabile per gli attivi finanziari più difficili da valutare, privi di prezzi di mercato osservabili: il loro valore si basa su modelli interni, da cui i timori di "eccessi nascosti".

Mini-patrimoniale — Prelievo fiscale (qui indiretto) che colpisce il patrimonio accumulato anziché i soli redditi o flussi annui.

OAT (Obligations Assimilables du Trésor) — I titoli di Stato francesi, equivalenti dei Bund tedeschi e dei BTp italiani.

PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) — Programma straordinario con cui la BCE acquistò titoli durante la pandemia da Covid per sostenere economia e mercati.

Phase out – Graduale dismissione o uscita da un programma. Qui la BCE sta progressivamente cessando di reinvestire i titoli in scadenza nel proprio bilancio.

Private credit – Credito erogato fuori dal canale bancario tradizionale, da fondi e operatori privati; mercato in forte crescita ma meno regolamentato e trasparente.

Rating – Giudizio sull'affidabilità creditizia di un emittente. "Un rating nel rating" allude a una gerarchia di rischio nascosta tra i Paesi dell'area euro.

ReArm EU – Piano europeo per finanziare il riarmo e la difesa comune, con ingenti risorse (qui citati 600 miliardi via eurobond).

Recessione tecnica – Definizione convenzionale di recessione: due trimestri consecutivi di calo del PIL.

Red line – "Linea rossa": il limite invalicabile oltre il quale una violazione comporta una reazione decisa.

Reprice – Rivalutazione del prezzo di uno strumento finanziario in seguito a un mutato scenario.

Scudo anti-spread – Meccanismo (reale o implicito) che protegge i titoli di Stato dei Paesi più fragili dall'allargamento dello spread, cioè dal differenziale di rendimento rispetto ai titoli più sicuri.

Spread – Differenza di rendimento tra due titoli di Stato (tipicamente BTp e Bund): misura la fiducia del mercato nel debito di un Paese.

Stealth QE – "Quantitative Easing furtivo": un'immissione di liquidità da parte della banca centrale realizzata in modo dissimulato, senza annunciarla come tale.

Stress test – Simulazione con cui si verifica la tenuta di banche o istituzioni finanziarie in scenari avversi ipotetici.

Treasuries – Titoli di Stato statunitensi, l'equivalente americano dei BTp.

TTF (Title Transfer Facility) – Il principale mercato di riferimento per il prezzo del gas in Europa, con sede ad Amsterdam.

Unrealized losses / Simulated losses – Perdite "non realizzate" (potenziali, solo contabili, finché il titolo non viene venduto) o "simulate" (stimate tramite modelli in uno scenario ipotetico).

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

abstract



In sintesi

L'AD di Chevron Mike Wirth avverte che i prezzi del petrolio saliranno nei prossimi due mesi, perché le scorte di greggio, già ai minimi storici, continueranno a contrarsi per la guerra in Iran: i margini di assorbimento del mercato si erodono e la spinta al rialzo si farà più marcata tra giugno e luglio. Il monito giunge però dopo un calo del 10% delle quotazioni, sospinto dall'ottimismo su una tregua che riapra lo Stretto di Hormuz. Citando Tolstoj ("sappiamo solo di non sapere nulla"), ci si chiede se il petrolio sia mera commodity o metronomo della FED, attesa al primo FOMC sotto Warsh. Deutsche Bank delinea tre scenari: un accordo di pace (rischi al rialzo attenuati nel breve, latenti nel medio, probabili nel 2027); un fallimento con muddle through e Hormuz chiuso (massimo rischio di rialzi nel 2026, non prima del FOMC di settembre); e una re-escalation, che apre rischi a due vie tra disancoraggio delle aspettative inflazionistiche ed effetti non lineari recessivi.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Nello scenario di re-escalation la FED sceglierà in base alla sequenza dei rischi: inasprire se l'economia resta resiliente con aspettative disancorate, o tagliare se il mercato del lavoro crolla. La scommessa è sulla seconda ipotesi, prima del mid-term. Ma il vero jolly, scomodo per Washington e tale da spiegare la remissività di Trump dopo l'attacco iraniano che avrebbe ferito cinque soldati USA in Kuwait, è che il banco delle valutazioni petrolifere lo tengano soggetti esterni agli USA, pur top exporter. I grafici **(CHINA_OIL** e **JAPAN_OIL)** lo confermano: dopo due anni di stockpiling, la Cina ha invertito la rotta e non assorbe più il surplus, ponendo un tetto ai rialzi nonostante Hormuz. Il Giappone, primo importatore, dissangua invece le riserve per comprimere i prezzi ed evitare fiammate inflazionistiche che farebbero deragliare il NIKKEI e innescherebbero uno smobilizzo del carry trade peggiore del 5 agosto 2024. Così la Bank of Japan ricambierebbe la swap line alla FED, che rinvierebbe i rialzi per data-dependency. Salvo poi, sotto mid-term, optare per un limitato shock da taglio.

Venerdì scorso, l'amministratore delegato di Chevron, Mike Wirth, ha lanciato un monito: i prezzi del petrolio sono destinati con ogni probabilità a salire nel corso dei prossimi due mesi, poiché le scorte di greggio — già prossime a minimi storici — continueranno a contrarsi per effetto della guerra in Iran. Riportiamo le sue testuali parole: i cuscinetti e gli ammortizzatori vengono erosi senza sosta, e la capacità del mercato di assorbire tale squilibrio risulta oggi drasticamente ridotta rispetto al punto di partenza. Nelle prossime settimane è verosimile che queste tensioni si traducano in maniera più diretta sui prezzi fisici, con una spinta al rialzo che mi attendo via via più marcata con l'arrivo di giugno e, a maggior ragione, di luglio.

I commenti di Wirth giungono tuttavia all'indomani di un calo del 10% delle quotazioni petrolifere nell'ultima settimana, sospinto dal diffuso clima di ottimismo circa l'ipotesi di una tregua capace di porre fine alla chiusura dello Stretto di Hormuz. E questi due grafici **(PETROLEUM 1** e **2)** restituiscono con chiarezza la giusta prospettiva, al di là della retorica dell'accordo storico ormai imminente che pare avvolgere ogni dichiarazione ufficiale.

Ma il petrolio si limita a recitare la parte di una semplice commodity o, congiuntamente ai dati su occupazione e apertura di nuove attività, potrebbe ergersi a metronomo di una FED che, di qui a due settimane, sarà chiamata a deliberare sui tassi di interesse nel suo primo FOMC sotto la presidenza Warsh? Sappiamo soltanto di non sapere nulla, scriveva Lev Tolstoj in Guerra e pace. E la guerra USA-Iran non fa che confermarlo. Ecco perché risulta tanto istruttivo il modo in cui Deutsche Bank ha articolato le proprie prospettive sui negoziati in tre distinti scenari — e, soprattutto, ciò che ciascuno di essi implica per la FED.

Scenario 1: Accordo di pace — I rischi di rialzo a breve termine si attenuano, ma il potenziale al rialzo permane sul medio termine

In questo scenario, le quotazioni petrolifere proseguono nel ritracciamento di parte del recente, vigoroso rialzo, pur mantenendosi stabilmente al di sopra dei livelli antecedenti alla guerra.

Anche i rendimenti dei Treasury ritracciano parzialmente l'incremento registrato nelle ultime settimane, mentre le condizioni finanziarie complessive si distendono ulteriormente, via via che i mercati degli asset di rischio espungono un rischio estremo connesso a una re-escalation.

La pressione sulla Fed affinché alzi i tassi nelle riunioni a venire si allenterà in parte, poiché l'inflazione generale si rivelerà fiacca e le aspettative di inflazione a breve termine inverteranno parte del recente rialzo. I funzionari della Fed saranno con tutta probabilità propensi a guardare oltre le pressioni di breve periodo sull'inflazione di base eventualmente riconducibili al recente rincaro del greggio, trattando i prezzi energetici elevati alla stregua di un ulteriore shock temporaneo a carattere inflazionistico. Sospettiamo che il nuovo presidente della Fed, Warsh, finirà per consolidare tale orientamento.

La narrazione predefinita – secondo cui un'inflazione elevata difficilmente si rivelerà persistente – richiederà tempo per essere confutata, e occorrerà presumibilmente una combinazione tra un mercato del lavoro in contrazione, un ulteriore innalzamento delle aspettative di inflazione o letture persistentemente elevate dell'inflazione oltre l'orizzonte entro cui dazi e pressioni energetiche dovrebbero rientrare. Ma i rischi di rialzo dei tassi permarranno anche in questo scenario, giacché individuiamo ragioni per ritenere il tasso neutrale più alto di quanto la FED preveda, l'inflazione potenzialmente più persistente e il mercato del lavoro verosimilmente resiliente. Il rischio che tassi più elevati si materializzino diverrà concreto, con maggiore probabilità, soltanto nel 2027.

Scenario 2: Fallimento dell'accordo di pace e prosecuzione del muddle through – Maggiore rischio di rialzi nel 2026

In questo scenario, l'accordo di pace naufraga e lo Stretto di Hormuz resta chiuso per un arco temporale più esteso, senza tuttavia che si verifichi una re-intensificazione del conflitto. I prezzi del petrolio si manterranno con ogni probabilità elevati, pur senza crescere in misura sostanziale.

Riteniamo che sia proprio questo lo scenario foriero del maggior rischio di rialzi dei tassi nel corso dell'anno. Quotazioni petrolifere stabilmente elevate potrebbero trasferirsi in modo più rilevante sull'inflazione di base. Per di più, le aspettative di inflazione corrono un rischio di disancoraggio tanto più elevato quanto più a lungo i prezzi del greggio permangono alti. Al contempo, in questo scenario le valutazioni del barile non risultano sufficientemente alte da deprimere in misura significativa la domanda e da costringere la FED a riportare il proprio focus sul versante occupazionale dell'obiettivo del doppio mandato.

I rialzi dei tassi USA nel 2026 rappresentano, in questo scenario, un rischio concreto.

Sospettiamo nondimeno che la FED si asterrà dall'innalzare i tassi prima della riunione del FOMC di settembre, ossia trascorsi tre incontri e il simposio di Jackson Hole. Servirà tempo e un cronoprogramma scandito in tre fasi: dapprima la rimozione del bias di taglio (giugno), poi l'emergere di alcuni funzionari a sostegno dei rialzi (luglio-settembre) e infine la convergenza del Comitato sulla necessità di un rialzo. Tuttavia, il commento del Governatore Waller – secondo cui i rialzi potrebbero risultare giustificati qualora l'inflazione non rientri in tempi brevi – lascia intendere che la FED potrebbe mostrarsi disposta a muoversi con rapidità per inasprire la politica in risposta alle persistenti pressioni al rialzo sul petrolio e sui prezzi in generale. Non escluderemmo, pertanto, rialzi dei tassi (peraltro multipli) nel 2026 in questo scenario.

Scenario 3: Re-escalation – Rischi a due vie per le prospettive di politica monetaria

Lo scenario conclusivo contempla una re-escalation delle tensioni in Iran, con un conseguente, ulteriore e duraturo picco delle quotazioni petrolifere.

Per quanto si possa argomentare che tale scenario comporti una più marcata implicazione di rialzi dei tassi da parte della FED, riteniamo verosimile che esso introduca piuttosto rischi a due vie per le prospettive di politica monetaria.

Da un lato, una re-escalation delle tensioni condurrà a un picco più prolungato e severo dell'inflazione generale, con il rischio di una trasmissione più significativa e duratura all'inflazione di base. Di conseguenza, il disancoraggio delle aspettative di inflazione diverrebbe un rischio concreto. La FED dovrà mantenersi vigile contro un simile esito, segnalando la disponibilità a inasprire la politica in risposta a questi emergenti rischi per la stabilità dei prezzi. Dall'altro lato, un ulteriore picco significativo e duraturo dei prezzi del petrolio acuirebbe il rischio di effetti non lineari sull'economia reale, suscettibili in ultima istanza di tradursi in condizioni del mercato del lavoro sensibilmente più deboli.

I consumatori possono reggere prezzi energetici prossimi ai livelli attuali per un certo tempo, poiché i tagli fiscali compensano i maggiori costi alla pompa; quel cuscinetto, tuttavia, verrebbe annullato da un ulteriore rincaro di petrolio e gas. Ciò potrebbe far uscire il mercato del lavoro dall'attuale equilibrio di bassa occupazione e licenziamenti crescenti, innescando un netto deterioramento e una prospettiva di stagnazione. A quel punto la FED dovrebbe – e potrebbe – propendere per un atteggiamento di reazione immediata, espansiva e proattiva nel fronteggiare la debolezza del mercato del lavoro.

In definitiva, la risposta della FED dipenderà dalla sequenza con cui tali rischi potenziali si concretizzeranno. Un'economia ancora resiliente a fronte di rischi reali di disancoraggio delle aspettative inflazionistiche imporrebbe una robusta risposta di inasprimento. All'opposto, qualora gli effetti non lineari si palesassero rapidamente con un mercato del lavoro in crisi, la FED potrebbe segnalare prospettive di pressioni sui prezzi deboli, orientandosi al contempo verso i tagli. I miei 2 cents li ripongo su questa seconda ipotesi. Prima del mid-term.

Attenzione, però, al jolly. Un jolly decisamente scomodo per Washington, e che varrebbe a spiegare l'atteggiamento quanto mai remissivo di Donald Trump, malgrado l'attacco missilistico iraniano che avrebbe ferito cinque soldati USA in Kuwait. Ovvero: il fatto che a tenere il banco delle valutazioni petrolifere siano soggetti estranei agli Stati Uniti, nonostante il ruolo di top exporter rivestito da questi ultimi.

I due grafici parlano chiaro **(CHINA_OIL** e **JAPAN_OIL)**, al punto da spostare nettamente l'equilibrio sin qui descritto, che vede Hormuz come motore immobile del gioco delle parti. Dopo due anni di stockpiling ininterrotto, la Cina ha invertito la rotta e non assorbe più il surplus di barili in circolazione sul mercato. Il non-attivismo cinese sta dunque imponendo un tetto ai rialzi, e ciò a dispetto delle pressioni legate a Hormuz. La domanda cinese non agisce da decisore degli shock sull'offerta, ma ne è di certo il metronomo che ne scandisce la velocità. Fondamentale. All'opposto, il Giappone – primo importatore al mondo – sta letteralmente dissanguando, a ritmo di emorragia fatale, le proprie riserve, allo scopo di comprimere il prezzo ed evitare fiammate inflazionistiche che imporrebbero rialzi dei tassi destinati a far deragliare il NIKKEI e a generare un secondo smobilizzo di massa sul carry trade – la cui magnitudo potenziale potrebbe oggi superare persino quella del 5 agosto 2024. E in tal modo la Bank of Japan potrebbe ricambiare il favore della swap line concessa alla FED, garantendole dinamiche tali da rinviare il rialzo dei tassi per obbligo di data-dependency. Salvo poi pervenire, a ridosso del mid-term, alla conclusione che il mercato del lavoro necessiti di un piccolo, circoscritto shock da taglio del costo del denaro. Con buona pace di Hormuz e dell'intera pantomima mediorientale in atto.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

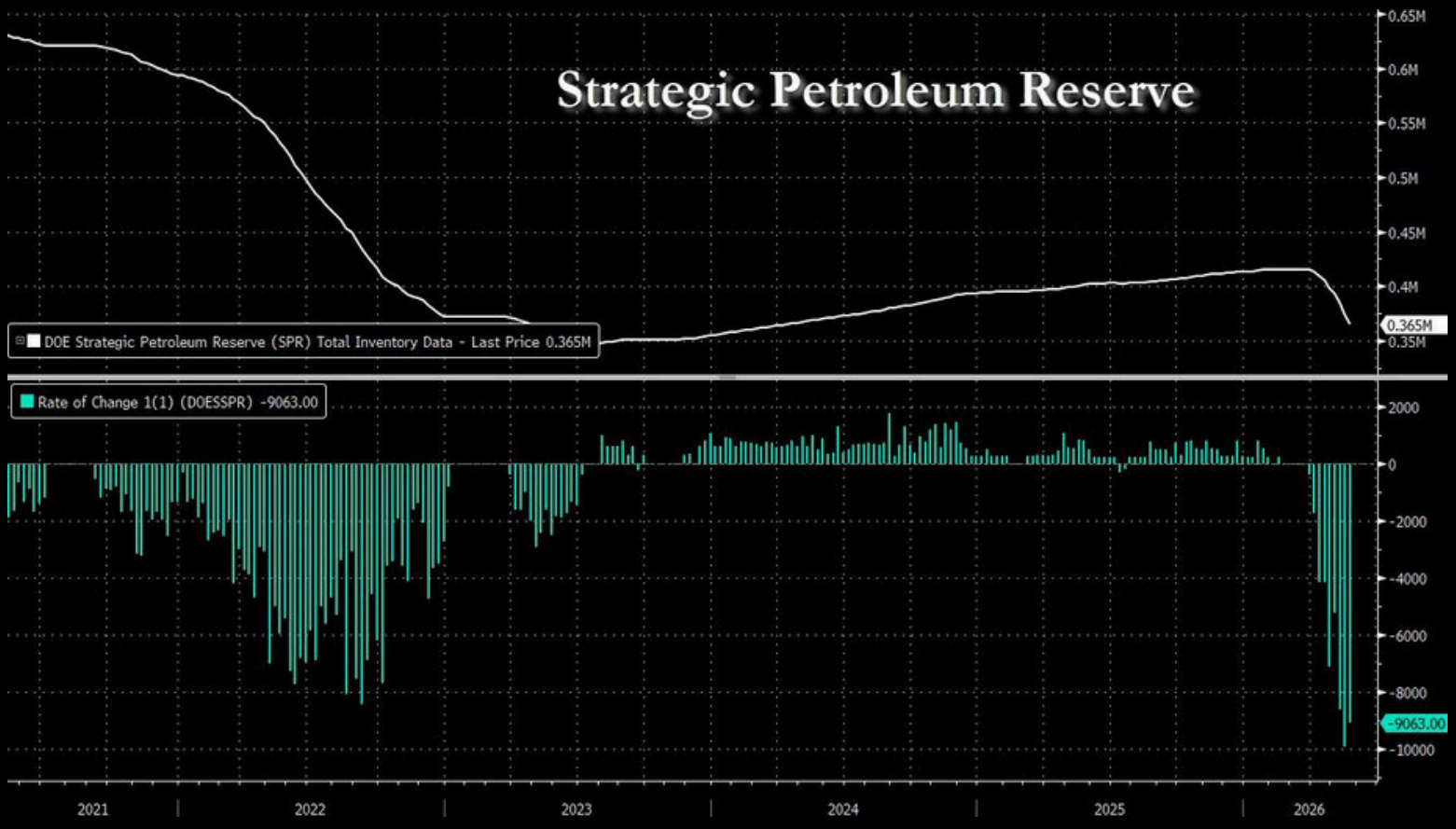


Immagine PETROLEUM 1 - **Fonte** Zerohedge

Figure 2: Global oil inventories



Source: Kpler, IEA, EIA, OilChem, PAJ, Singapore, JODI, J.P. Morgan Commodities Research

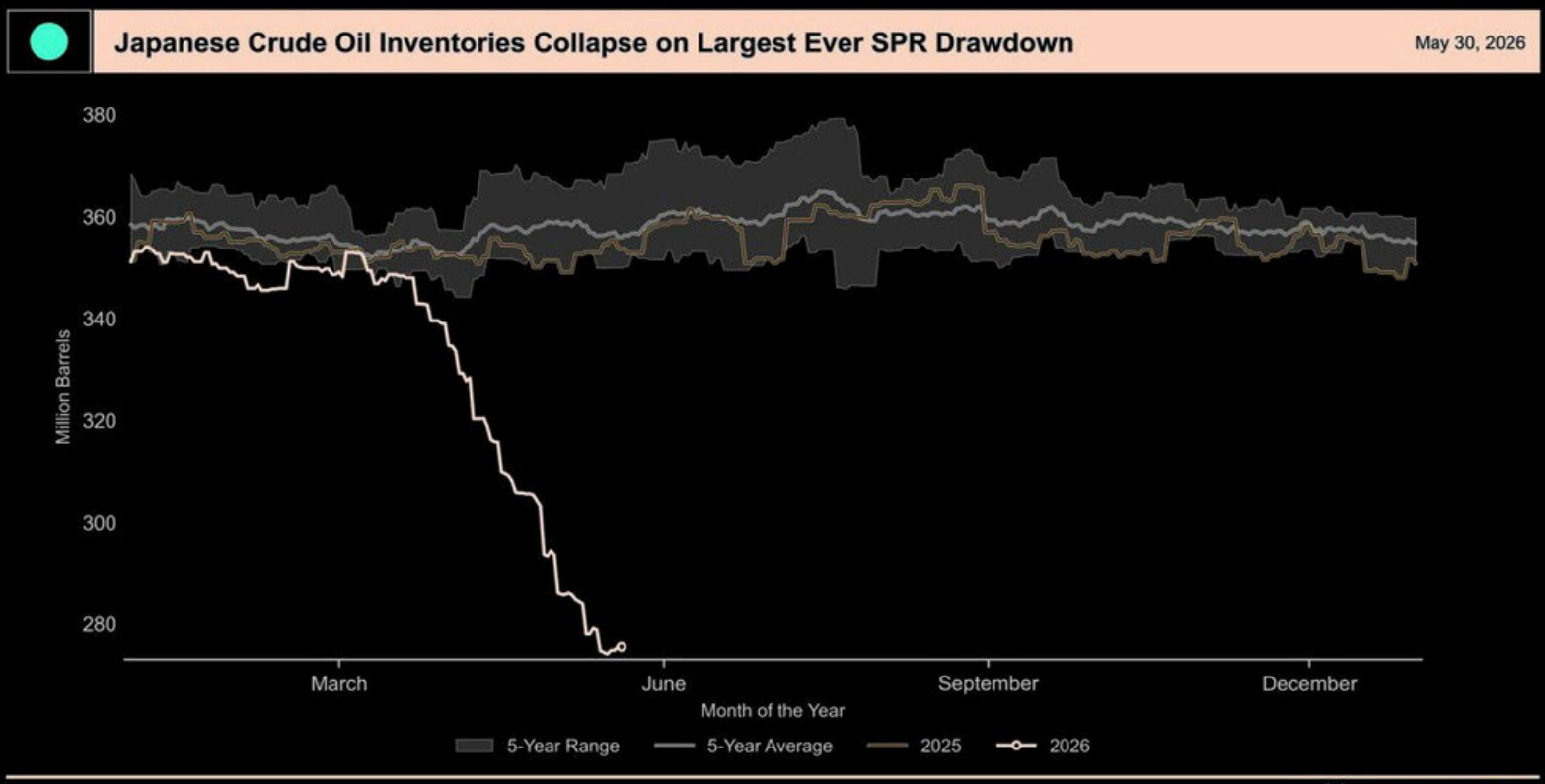
Immagine PETROLEUM 2 - **Fonte** Kpler/JP Morgan

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



Immagine CHINA_OIL - **Fonte** Bloomberg

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



Source: Commodity Context, Kpler.
Disclaimer: These materials incorporate third-party data, are provided for informational purposes only, and do not constitute advice or opinion of any kind. Commodity Context does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of these materials.

Commodity Context

Immagine JAPAN_OIL - **Fonte** Commodity Context/Kpler

commodities

Away
ake

I tre scenari di Deutsche Bank per i negoziati - Scenario 1 (accordo di pace): rischi al rialzo attenuati nel breve, latenti nel medio, probabili nel 2027; Scenario 2 (fallimento e muddle through): massimo rischio di rialzi nel 2026, non prima del FOMC di settembre; Scenario 3 (re-escalation): rischi a due vie tra disancoraggio inflazionistico ed effetti recessivi.

Le implicazioni per la politica monetaria globale - Il Giappone teme fiammate inflazionistiche che farebbero deragliare il NIKKEI e innescherebbero uno smobilizzo del carry trade peggiore del 5 agosto 2024; la Bank of Japan ricambierebbe la swap line alla FED, consentendo di rinviare i rialzi per data-dependency fino a un possibile shock da taglio sotto il mid-term.

Il petrolio come possibile metronomo della FED - Insieme a occupazione e nuove attività, il greggio potrebbe condizionare le decisioni sui tassi della FED, attesa al primo FOMC sotto la presidenza Warsh.

Il paradosso del calo recente e il ruolo di Hormuz - Le quotazioni sono calate del 10% nell'ultima settimana per l'ottimismo su una tregua che riapra lo Stretto di Hormuz, visto come "motore immobile" del gioco delle parti.

Il jolly degli attori esterni: Cina e Giappone - A gestire le valutazioni petrolifere sono soggetti esterni agli USA (pur top exporter): la Cina, dopo due anni di stockpiling, ha invertito la rotta ponendo un tetto ai rialzi; il Giappone dissangua le riserve per comprimere i prezzi.

L'allarme di Chevron sui prezzi del petrolio - Mike Wirth (AD Chevron) prevede rialzi nei prossimi due mesi: scorte di greggio ai minimi storici e in contrazione per la guerra in Iran, con spinta al rialzo crescente tra giugno e luglio.

Bias di taglio – Orientamento dichiarato di una banca centrale a propendere per una riduzione dei tassi di interesse. "Rimuovere il bias di taglio" significa abbandonare questa predisposizione, segnalando un atteggiamento più neutrale o restrittivo.

Carry trade – Strategia finanziaria che consiste nell'indebitarsi in una valuta a basso tasso di interesse (storicamente lo yen giapponese) per investire in attività denominate in valute a rendimento più alto. È molto sensibile ai rialzi dei tassi e ai movimenti dei cambi: un loro mutamento improvviso può innescare vendite forzate di massa (smobilizzo).

Commodity – Materia prima o bene standardizzato negoziato sui mercati (petrolio, oro, grano), il cui prezzo dipende essenzialmente da domanda e offerta globali.

Condizioni finanziarie – Indicatore complessivo che misura quanto sia facile o costoso reperire credito e finanziarsi nell'economia (tassi, spread, andamento dei mercati azionari, valore della valuta). Condizioni "allentate" favoriscono prestiti e investimenti.

Data-dependency – Approccio per cui una banca centrale decide le proprie mosse di politica monetaria in base ai dati economici man mano che diventano disponibili, anziché seguire un percorso prestabilito.

Disancoraggio (delle aspettative di inflazione) – Situazione in cui imprese e cittadini smettono di credere che l'inflazione tornerà al livello obiettivo della banca centrale e iniziano ad attendersi un'inflazione stabilmente più alta. È pericoloso perché tende a autoalimentarsi.

Doppio mandato – Il duplice obiettivo affidato alla Federal Reserve: garantire la stabilità dei prezzi (controllo dell'inflazione) e la massima occupazione. La FED deve bilanciare i due fronti, talvolta in conflitto tra loro.

Effetti non lineari – Reazioni dell'economia sproporzionate rispetto alla causa: oltre una certa soglia, un ulteriore aumento dei prezzi energetici non produce un danno graduale, ma può innescare un crollo improvviso e amplificato di consumi e occupazione.

FOMC (Federal Open Market Committee) – L'organo della Federal Reserve che si riunisce periodicamente per decidere sui tassi di interesse e sulla politica monetaria statunitense.

Inflazione di base (core) – Misura dell'inflazione che esclude le componenti più volatili, ossia energia e alimentari, per cogliere la tendenza di fondo dei prezzi. Distinta dall'inflazione "generale" (headline), che li include.

Jackson Hole (simposio di) – Conferenza economica annuale negli Stati Uniti che riunisce banchieri centrali e accademici; tradizionalmente occasione per anticipare orientamenti rilevanti di politica monetaria.

Mid-term (elezioni) – Le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti, che si tengono a metà del mandato presidenziale per rinnovare parte del Congresso. Spesso influenzano le scelte di politica economica.

Muddle through – Espressione inglese che indica un "tirare a campare", ossia gestire una situazione difficile in modo precario e senza risolverla, evitando sia il collasso sia una soluzione definitiva.

Stockpiling – Accumulo strategico di scorte di una materia prima (qui il petrolio), spesso a scopo di sicurezza o per sfruttare prezzi favorevoli.

Swap line – Accordo tra due banche centrali per scambiarsi valute, garantendo liquidità reciproca in caso di necessità. Rafforza la stabilità del sistema finanziario internazionale.

Tasso neutrale – Il livello teorico del tasso di interesse che non stimola né frena l'economia. Se il tasso reale è inferiore al neutrale la politica è espansiva, se superiore è restrittiva.

Top exporter – "Principale esportatore": qui riferito al ruolo degli Stati Uniti come maggior produttore/esportatore mondiale di petrolio.

Treasury – I titoli di Stato statunitensi (obbligazioni del Tesoro USA). I loro rendimenti sono un riferimento globale per i tassi di interesse e un termometro delle aspettative dei mercati.



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