MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

15 - 21 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

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

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

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

58 **DISCLAIMER**
informazioni legali e credits

59 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

Settimana dominata dalle banche centrali. Dopo il rialzo dei tassi deciso dalla BCE, i riflettori si spostano su Bank of Japan e Banca centrale australiana (martedì 16), Federal Reserve (mercoledì 17, FED day), Bank of England e Banca centrale indonesiana (giovedì 18), con in chiusura l'India (venerdì 19). Accanto alle decisioni di politica monetaria, il calendario è fitto di indicatori macro: prezzi all'ingrosso e PPI in Germania, indice ZEW sul sentiment tedesco, Food Index in India, inflazione in Sud Africa, Giappone e Gran Bretagna, produzione industriale e vendite al dettaglio in Cina, Turchia e Regno Unito, oltre alla bilancia commerciale di UE, Giappone ed Argentina. Negli USA si susseguono Empire State e Philly FED, produzione industriale, indice NAHB, vendite al dettaglio, prezzi import/export, stoccaggi di petrolio, richieste di disoccupazione e fixing dei mutui. Sul fronte obbligazionario, asta del Treasury a 20 anni e del TIPS a 5 anni negli USA, Bund tedesco a 30 anni e un'ampia tornata di OAT francesi con scadenze dal 2029 al 2040, gli ultimi indicizzati all'inflazione.

Cosa aspettarsi dal mercato?

L'attenzione degli operatori si concentrerà sulla tenuta del fronte dei tassi: dopo la mossa della BCE, il mercato vuole capire se Tokyo, Canberra, Londra e Washington seguiranno la stessa direzione o prenderanno strade divergenti. Il vero spartiacque sarà il FED day di mercoledì, amplificato dal debutto in conferenza stampa del nuovo governatore: ogni sfumatura nel tono e nelle proiezioni potrà orientare le aspettative su Treasury, dollaro e azionario. La Bank of Japan resta osservata speciale per i possibili riflessi su yen e carry trade, mentre la Bank of England dovrà bilanciare un'inflazione ancora elevata e i segnali di rallentamento. I prezzi al consumo giapponesi e britannici e gli indici Empire State e Philly FED aiuteranno a calibrare il sentiero dei tassi. Sul reddito fisso, la fitta agenda di aste — dal Bund trentennale agli OAT francesi, fino al TIPS statunitense — metterà alla prova l'appetito per la duration in una fase di incertezza sui tassi reali. Da monitorare infine i dati cinesi su produzione e sui consumi, termometro della domanda globale e dei comparti ciclici.

La settimana più attesa (e temuta) è finalmente arrivata, con le banche centrali nuovamente in primo piano. Se la BCE ha tracciato il percorso del rialzo dei tassi, l'interrogativo è uno soltanto: Tokyo, Canberra, Londra e Washington lo difenderanno?

L'apertura è affidata a **lunedì 15 giugno**, con la pubblicazione dei prezzi all'ingrosso in Germania, cui faranno seguito il tasso di inflazione in Sud Africa e il Food Index in India. Si prosegue con la produzione industriale in Turchia e, soprattutto, con la bilancia commerciale dell'UE. Oltreoceano, gli USA diffonderanno l'Empire State Manufacturing Index della FED di New York, il dato sulla produzione industriale e l'indice NAHB relativo al mercato immobiliare.

Martedì 16 il duplice appuntamento con le decisioni sui tassi della Bank of Japan e della Banca centrale australiana, entrambe però precedute dai dati su produzione industriale e vendite al dettaglio in Cina. A seguire, la pubblicazione dell'indice ZEW sul sentiment economico in Germania. Oltreoceano, gli USA renderanno noti i prezzi all'importazione e all'esportazione, gli stoccaggi di petrolio e l'indice dei servizi della FED di New York, il tutto in vista dell'asta del Treasury a 20 anni.

Mercoledì 17 giugno è il FED day, che si apre tuttavia con la bilancia commerciale del Giappone, accompagnata dai dati sull'export e sugli ordinativi di macchinari industriali. Seguono il tasso di inflazione e il PPI in Gran Bretagna e l'asta del Bund a 30 anni in Germania, mentre Oltreoceano sono attese le rilevazioni sui prezzi immobiliari in Canada e sulle vendite al dettaglio negli Stati Uniti. Il tutto, appunto, nell'attesa della decisione sui tassi e del debutto in conferenza stampa post-FOMC del nuovo governatore.

Giovedì 18 giugno si segnalano il tasso di disoccupazione nel Regno Unito, le decisioni sui tassi di interesse della Bank of England e della Banca centrale indonesiana e una nutrita serie di emissioni obbligazionarie del Tesoro francese, con OAT a scadenza 2029, 2032, 2034, 2038 e 2040, questi ultimi indicizzati all'inflazione. A seguire, gli USA pubblicheranno le richieste iniziali di disoccupazione e l'indice Philly FED, relativo a manifattura, Capex, prezzi, occupazione, nuovi ordinativi e condizioni attuali di business.

In chiusura, il fixing dei tassi a 15 e 30 anni per i mutui immobiliari e l'asta del Treasury a 5 anni indicizzato (TIPS), mentre l'Argentina diffonderà la bilancia commerciale e la Corea del Sud il PPI.

Venerdì 19 giugno si apre con il tasso di inflazione in Giappone e prosegue con il PPI in Germania, le vendite al dettaglio nel Regno Unito e le condizioni di business in Turchia. A chiudere, la decisione sui tassi di interesse in India e l'indice CFIB canadese sul sentiment delle imprese.

Macro

Take Away

Banche centrali sotto i riflettori: Dopo il rialzo dei tassi della BCE, in cinque giorni si pronunceranno Bank of Japan e Banca centrale australiana (martedì), Federal Reserve (mercoledì), Bank of England e Banca centrale indonesiana (giovedì) e India (venerdì): il tema dominante è se gli altri istituti difenderanno la linea tracciata da Francoforte.

Il polso della crescita: La fotografia dell'attività economica arriva da produzione industriale e vendite al dettaglio in Cina, indici Empire State e Philly FED, ZEW tedesco, NAHB immobiliare, vendite al dettaglio in USA e Regno Unito e indice CFIB canadese.

Il FED day, fulcro della settimana: Mercoledì 17 la decisione della Federal Reserve si accompagna al debutto in conferenza stampa post-FOMC del nuovo governatore, con tono e proiezioni capaci di orientare Treasury, dollaro e azionario.

L'offerta obbligazionaria: Una fitta tornata di aste — Treasury a 20 anni e TIPS a 5 anni, Bund tedesco a 30 anni e OAT francesi con scadenze dal 2029 al 2040 (gli ultimi indicizzati all'inflazione) — metterà alla prova l'appetito per la duration.

Il fronte dell'inflazione: I dati sui prezzi attraversano l'intera settimana — prezzi all'ingrosso e PPI in Germania, inflazione in Sud Africa, Giappone e Gran Bretagna, Food Index in India e prezzi import/export negli USA — offrendo nuovi riferimenti per il sentiero dei tassi.

Il caso Giappone: Tokyo resta osservata speciale: alla decisione della Bank of Japan si affiancano bilancia commerciale, export e ordinativi di macchinari industriali, oltre al dato sull'inflazione, con possibili riflessi su yen e carry trade.

Macro

Glossario

Bilancia commerciale — Differenza tra il valore delle esportazioni e quello delle importazioni di un Paese. È in attivo (surplus) se si esporta più di quanto si importa, in passivo (deficit) nel caso opposto.

Bund — Titoli di Stato tedeschi a lungo termine. Sono considerati il riferimento di solidità per l'area euro: il loro rendimento funge da parametro per misurare il "rischio" degli altri titoli europei.

Capex (Capital Expenditure) — La spesa che le imprese sostengono per investimenti in beni durevoli, come impianti, macchinari e attrezzature.

Emissioni obbligazionarie — L'operazione con cui uno Stato (o un'azienda) si finanzia emettendo obbligazioni, cioè titoli di debito che pagano un interesse a chi li acquista.

Empire State Manufacturing Index — Indagine mensile della Federal Reserve di New York sull'attività manifatturiera dello Stato: un valore positivo segnala espansione, uno negativo contrazione.

Fixing dei tassi (mutui) — La rilevazione e fissazione periodica dei tassi di riferimento applicati ai mutui immobiliari.

FOMC (Federal Open Market Committee) — L'organo interno alla Federal Reserve che decide i tassi di interesse; la conferenza stampa "post-FOMC" è quella che segue le sue riunioni.

Food Index — Indice che misura l'andamento dei prezzi dei generi alimentari, utile a valutare la pressione inflazionistica sui beni di prima necessità.

Indice CFIB — Indicatore canadese (curato dalla Canadian Federation of Independent Business) che misura la fiducia e le aspettative delle piccole e medie imprese.

Indice NAHB — Indicatore statunitense (National Association of Home Builders) che misura la fiducia dei costruttori sul mercato immobiliare residenziale.

Indice Philly FED — Indagine della Federal Reserve di Filadelfia sull'attività manifatturiera della sua area, che rileva ordini, occupazione, prezzi e aspettative delle imprese.

Indice ZEW — Indicatore tedesco che sintetizza le aspettative di analisti e investitori sull'andamento futuro dell'economia in Germania.

Indicizzato all'inflazione — Riferito a un titolo il cui capitale e/o i cui interessi si adeguano all'andamento dei prezzi, così da proteggere l'investitore dalla perdita di potere d'acquisto.

OAT (Obligations Assimilables du Trésor) — I titoli di Stato francesi a medio-lungo termine, equivalenti ai nostri BTP.

Ordinativi di macchinari industriali — Gli ordini ricevuti dalle imprese per la fornitura di macchinari e attrezzature: un indicatore anticipatore di investimenti e produzione futura.

PPI (Producer Price Index) — L'indice dei prezzi alla produzione, che misura le variazioni dei prezzi praticati dai produttori; spesso anticipa l'andamento dell'inflazione al consumo.

Richieste iniziali di disoccupazione — Il numero di nuove domande di sussidio presentate in una settimana negli USA; molto seguito perché fotografa quasi in tempo reale lo stato del mercato del lavoro.

TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) — I titoli di Stato americani indicizzati all'inflazione, il cui capitale si rivaluta in linea con i prezzi.

Treasury — I titoli di Stato emessi dal Tesoro degli Stati Uniti, considerati tra gli investimenti più sicuri al mondo.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

abstract



In sintesi

L'ottimismo per l'IPO record di Space X e per l'accordo iraniano ha funzionato da alibi, un pretesto per rinviare la verifica temuta: la trimestrale di agosto e quel potenziale 30% di vendite post-lockup che metterà alla prova la valutazione. Ma da lunedì la tregua bancaria finisce su due fronti. Sul fronte AI le banche accolgono certe valutazioni quando generano fees, non quando devono accettarle come collaterale che intacca il bilancio: SoftBank si è vista negare il finanziamento del debito legato a OpenAI. Sul private credit, il fondo Blackrock ha di nuovo sospeso i rimborsi, con redemptions al 13,3% e 620 milioni onorati su 1,6 miliardi, prima del cap al 5%. Intanto la vera partita si gioca sulla rete elettrica: il rapporto ERCOT del 21 maggio mostra data center che falliscono i test di voltage ride-through, con quattro gruppi capaci di staccare oltre 5.000 MW ciascuno, quanto Boston. Mentre Space X vola a 2 trilioni, l'America dell'AI somiglia alla Spagna del black out del 28 aprile 2025: un'infrastruttura obsoleta chiamata a reggere un colosso energivoro, a costi insostenibili.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Chi guarda Austin e non Wall Street cerca soluzioni concrete: nucleare di nuova generazione, gas ad avvio rapido e flessibile, risorse programmabili. Il gas naturale è il combustibile che alimenterà i data center, ha ricordato il segretario all'Energia Chris Wright; lo stesso che l'Europa, alle soglie del conflitto con la Russia, compra dagli USA. Il fronte energetico sarà dirimente anche per il Vecchio Continente e i bassi volumi estivi potrebbero offrire un punto d'ingresso interessante: utili per sondare il terreno gli ETF POWR, ZAP ed ELFY. Parallelamente cresce il tema sicurezza. Axon Enterprise si espande oltre body camera e TASER verso droni e sistemi anti-drone, sospinta dalle nuove regole FAA sul BVLOS e dal Safer Skies Act: programmi come il Drone as First Responder e la difesa perimetrale dei data center aprono un mercato ampio, immediato e in crescita, con il vento favorevole del Made in America. La domanda anti-drone è già concreta tra penitenziari e infrastrutture critiche, dopo gli attacchi in Medio Oriente. Da Teheran a San Francisco il passo è breve, e vale trilioni.

Archiviata l'IPO storica di Space X, con i numeri da record che l'hanno accompagnata, e in attesa che la trimestrale di agosto porti con sé un potenziale 30% di vendite post-lockup destinato a mettere realmente alla prova quella valutazione, l'azionario e l'obbligazionario sembrano parlare la stessa lingua: quella dell'alibi. Ossia il pretesto invocato per rinviare una verifica temuta, capace di compromettere il risultato atteso alla vigilia delle scadenze decisive. La cortina di ottimismo sollevata dalla Casa Bianca a proposito dell'accordo con l'Iran, in perfetta contemporanea con le ventiquattro ore che hanno condotto al debutto di Space X a Wall Street, è apparsa persino imbarazzante. Così come la prima, cauta ammissione di incertezza espressa da Donald Trump in modalità TACO subito dopo la chiusura delle negoziazioni, a record ormai acquisito. L'alibi dell'AI ha funzionato. Ma da lunedì?

Da lunedì occorrerà fare i conti con altri elementi. Anzitutto la fine della tregua bancaria, e su due fronti. Il primo riguarda proprio l'apparato dell'AI. La circostanza che SoftBank abbia richiesto 10 miliardi per finanziare il debito connesso alla propria partecipazione in OpenAI e che, dopo essere scesa a 6, si sia vista negare persino quella cifra, è indicativa. Una lettura confermata dal livello record di partecipazione retail all'IPO di Space X: certe valutazioni le banche le accolgono volentieri quando generano fees e commissioni, ma quando si tratta di accettarle come collaterale, mettendo a rischio il proprio bilancio, allora alzano i gates. Il secondo fronte attiene proprio ai gates: quelli del fondo di private credit di Blackrock, che ha nuovamente sospeso i rimborsi. Nel secondo trimestre le richieste di redemptions sono salite al 13,3% dal 9,3% del primo. A fronte di riscatti per un controvalore di 1,6 miliardi, Blackrock ne ha onorati soltanto per 620 milioni, applicando poi un cap al 5%. Il tutto mentre Space X sale a 2 trilioni. Davvero un quadro rassicurante?

Se la bolla pare destinata a ridimensionarsi, altrove vi è già chi guarda al lato negoziabile, profittevole e sostenibile del business dell'AI. C'è infatti chi non osserva Wall Street, bensì Austin, in Texas, sede dell'ERCOT, acronimo di Electric Reliability Council of Texas, il gestore della rete elettrica dello Stato, nota anche come Texas Interconnection. Mentre il mondo guardava soltanto a Space X, l'ente ha offerto al mercato un'ulteriore ragione concreta per smettere di fingere che la rete possa assorbire una crescita illimitata dei carichi hyperscale a fronte di un mix di generazione già sotto pressione.

In un rapporto del 21 maggio, ERCOT ha reso noto che diversi gruppi di data center e impianti proposti non hanno superato i test di voltage ride-through. Sottoposti a disturbi di tensione simulati e di routine — come quelli provocati da guasti sulle linee di trasmissione, dalla commutazione di condensatori o da problemi alle apparecchiature — quattro gruppi di questi grandi utenti si sono semplicemente disconnessi. I modelli hanno evidenziato che ciascun gruppo era in grado di eliminare oltre 5.000 MW di domanda in un singolo evento, una contrazione equivalente al consumo elettrico di una grande città come Boston, precisa il report. In caso di un guasto reale sulla rete texana, tali strutture non reggerebbero l'abbassamento di tensione rimanendo online, come fanno invece i tradizionali clienti industriali: i loro sistemi di protezione le disconnetterebbero per salvaguardare server e impianti di mining. È questo il contesto reale in cui si colloca Space X, ed è la ragione per cui serve l'alibi dell'accordo iraniano.

L'America odierna, quella dell'AI e di Space X, è racchiusa in questo dato **(ELECTRICITY)**: una dinamica che poco ha a che vedere con la FED e le sue logiche di data-dependency e molto, invece, con una narrativa che ora si scontra con la realtà. Una rete obsoleta chiamata a sostenere un colosso energivoro, a costi insostenibili. L'America di Space X richiama da vicino la Spagna del 28 aprile 2025, quella del black out: un evento raccontato e giustificato attraverso la tesi secondo cui l'eccesso di fotovoltaico sarebbe dannoso, opportunamente abbinata all'avanzata del greenwashing e all'abbandono del circular deal dell'ESG. Il rapporto finale dell'ente europeo ENTSO-E ha infatti evidenziato lacune nel controllo della tensione e della potenza reattiva, differenze nel modo in cui i generatori hanno risposto alle oscillazioni di tensione e rapide riduzioni della produzione, oltre a disconnessioni propagatesi a cascata lungo la penisola.

Molte risorse rinnovabili operavano con fattore di potenza fisso e non fornivano supporto dinamico alla tensione proprio quando il sistema ne aveva maggiore necessità. Ne è derivato un rapido innalzamento della tensione, seguito dallo sgancio diffuso dei generatori. Le centrali a gas naturale hanno infine contribuito a stabilizzare il sistema nella fase di ripristino, un aspetto che avevamo già messo in evidenza mentre la narrativa sulla fine del net-zero veniva ridimensionata in tempo reale.

I funzionari statunitensi hanno peraltro già segnalato il rischio di eventi analoghi a quello spagnolo anche su questa sponda dell'Atlantico. ERCOT sta ora sottoponendo a stress test l'altra metà dell'equazione: che cosa accade quando i nuovi carichi hyperscale diventano essi stessi il fattore di rischio di sgancio nel corso di perturbazioni altrimenti gestibili.

Qual è la risposta che chi osserva Austin, e non Wall Street, sta cercando e trovando? Nucleare di nuova generazione, nuova capacità a gas con avvio rapido e flessibilità operativa, mantenimento delle risorse programmabili esistenti laddove conservino un senso economico: non un semplice elemento decorativo, bensì un requisito ingegneristico per tenere accese le luci mentre l'infrastruttura dell'IA continua a espandersi. Le energie rinnovabili possono e continueranno a crescere, ma comportano ulteriori sfide di controllo che l'attuale architettura della rete e le regole di mercato non sono mai state dimensionate per gestire a questa velocità e a questa scala. Non a caso, intervenendo al Global Energy Forum tenutosi a Washington il 9 e 10 giugno scorsi e organizzato dall'Atlantic Council, il segretario all'Energia statunitense Chris Wright si è espresso in questi termini: «The fuel that will drive data centers and us leading AI is natural gas». Lo stesso gas che un'Europa ormai alle soglie del conflitto con la Russia sta acquistando dagli USA e su cui ha fondato i propri calcoli di dipendenza e approvvigionamento, in un contesto di stoccaggi attuali e necessità di refill ben rappresentato dai grafici **(EUROPE_GAS 1** e **2)**. Il fronte energetico sarà dirimente anche per il Vecchio Continente, e i bassi volumi estivi potrebbero rivelarsi un environment di investimento decisamente interessante. Mentre l'attenzione si concentra sulla narrazione fumosa di Space X e sul +80% di outperformance dei titoli legati ai data center spaziali rispetto alle Mag 7 negli ultimi sei mesi, chi opera e investe guarda alla rete e ai distacchi, al rischio spagnolo. Tre ETF utili a sondare il terreno sono l'iShares Power Infrastructure ETF (ticker POWR), il Global X US Electrification ETF (ticker ZAP) e l'ALPS Electrification Infrastructure ETF (ticker ELFY).

Ma laddove emerge la necessità di operare, emerge anche quella di farlo in sicurezza. Il mondo è un luogo pericoloso, attraversato da minacce diffuse e subdole. Il warmongering iraniano è servito principalmente a questo, oltre che a creare i presupposti per un calo del prezzo del petrolio che si è già riflesso sulle aspettative di inflazione a 5 anni dell'Università del Michigan, pubblicate anch'esse

venerdì: 3,4% a fronte di attese del 3,8% e di un dato precedente del 3,9%. Un dato ottenuto senza ricorrere all'alibi dell'accordo iraniano. E in ossequio a quella sicurezza che fornisce energia all'energia, Axon Enterprise si sta spingendo oltre i propri prodotti storici, come le body camera e i TASER per le forze di polizia, espandendosi rapidamente nei comparti dei droni, della robotica e dei sistemi anti-drone, e affermandosi come uno dei principali fornitori nella sicurezza pubblica. Al punto da attirare l'attenzione degli analisti di JPMorgan. In una nota diffusa mercoledì scorso, il team guidato da Joseph Cardoso ha rilevato come le recenti modifiche alle norme della FAA relative alle operazioni con droni oltre la linea visiva (BVLOS, Beyond Visual Line of Sight) abbiano rimosso un ostacolo chiave alla scalabilità dei droni nei programmi destinati ai primi soccorritori, mentre la domanda di tecnologie anti-drone continua a crescere presso le forze dell'ordine, le infrastrutture critiche e le grandi sedi pubbliche.

In questa prospettiva, all'inizio della settimana scorsa JPMorgan ha tenuto una call con Jeff Kunins di Axon, Chief Product Officer e Chief Technology Officer, focalizzata sull'evoluzione del mercato statunitense dei droni, sulle tendenze del settore e sul posizionamento dell'azienda. L'elemento centrale è stato uno sviluppo della regolamentazione improntato a un approccio più tech-friendly, tale da costituire un punto di svolta per programmi di importanza fondamentale (e profitto) come il Drone as First Responder (DFR) e per i sistemi anti-drone (C-UAS). Le modifiche alle regole FAA/TSA dell'agosto 2025 relative alle operazioni Beyond Visual Line of Sight (BVLOS) hanno eliminato l'obbligo di osservatori umani: un requisito che aveva ostacolato la scalabilità, poiché le norme precedenti imponevano un osservatore per ciascun drone, vanificando il principale vantaggio costituito da tempi di risposta più rapidi e da costi inferiori rispetto agli operatori umani. In secondo luogo, il Safer Skies Act, approvato nel dicembre 2025, ha esteso l'autorità di mitigazione dei droni a determinate agenzie statali e locali: una tappa rilevante, poiché i sistemi di sola rilevazione risultano efficaci soltanto in situazioni particolari.

Sebbene sia ancora presto, questi mutamenti sono stati definiti epocali più che incrementali, espressione di una regolamentazione che finalmente si allinea alla tecnologia. Il dipartimento di polizia di San Francisco, ad esempio, conduce già missioni DFR in corridoi urbani densamente

popolati, e le implementazioni complessive crescono rapidamente. Ciò che si profila, dinanzi al mondo e al mercato, è l'equivalente tecnologico di quanto l'uragano Katrina ha rappresentato per i contractor e per il concetto di privatizzazione della sicurezza: un business di dimensioni colossali, sostenuto per giunta da un'Amministrazione tuttora in carica e decisamente favorevole.

In tale ottica, il principio dirimente del Made in America dovrebbe costituire un vento favorevole duraturo, al punto che i rappresentanti di Axon hanno sottolineato come aziende quali la californiana Skydio abbiano superato le alternative asiatiche quanto a rapporto qualità-prezzo e aderenza alle esigenze delle forze dell'ordine, mentre le restrizioni imposte ai fornitori stranieri di droni e telecamere per ragioni di sicurezza dei dati godono di un ampio sostegno bipartisan.
Un punto fondamentale e conclusivo riguarda la sicurezza dei data center, sin da ora e a partire dai cantieri, che appaiono sterminati e in gran parte ancora da avviare. Un tema tale da far passare sotto silenzio il fatto che, nello stesso giorno dell'IPO dei record, proprio Space X abbia concesso in locazione ad Anthropic il proprio data center di Memphis, Colossus 1, in quanto inutilizzabile a causa di... problemi di rete e di chip Nvidia presenti nella facility. Si tratta, di fatto, di un'ammissione di fallimenti e liabilities allo scoperto, a fronte di una quotazione in netta ascesa. Da un lato vi è la realtà su cui investire, dall'altro la narrativa destinata al retail. Per Axon, oltre alla sicurezza pubblica, l'opportunità offerta dai droni nelle applicazioni aziendali si preannuncia dunque significativa, ed è descritta come ampia, immediata e in rapida crescita. Tra gli impieghi evidenziati figurano la sicurezza perimetrale di data center, reti logistiche e campus aziendali, oltre ad applicazioni operative come i controlli automatizzati dell'inventario in ambienti chiusi.

Sul fronte anti-drone, la domanda è già concreta nel settore penitenziario (per contrastare il lancio di contrabbando tramite droni) ed è in crescita nelle infrastrutture critiche. A titolo di esempio è stato citato il recente impiego di droni negli attacchi contro data center in Medio Oriente, che ha indotto gli operatori statunitensi a dotarsi di capacità preventive. È opportuno rilevare come l'adozione a fini di sicurezza dovrebbe precedere quella destinata alle applicazioni operative, ampliando nel tempo il cosiddetto TAM, ossia il mercato potenziale totale. Non a caso, Axon sta lavorando ad accordi con aziende ucraine del settore dei droni, posizionandosi come un importante importatore di tecnologie

per droni e anti-drone già collaudate sul campo di battaglia. È quasi superfluo aggiungere che gli attacchi con droni contro data center in Medio Oriente hanno costituito una straordinaria forma di pubblicità. Il passaggio da Teheran alle strade di San Francisco è breve, e ha un valore quantificabile in trilioni.



Immagine ELECTRICITY - **Fonte** Zerohedge

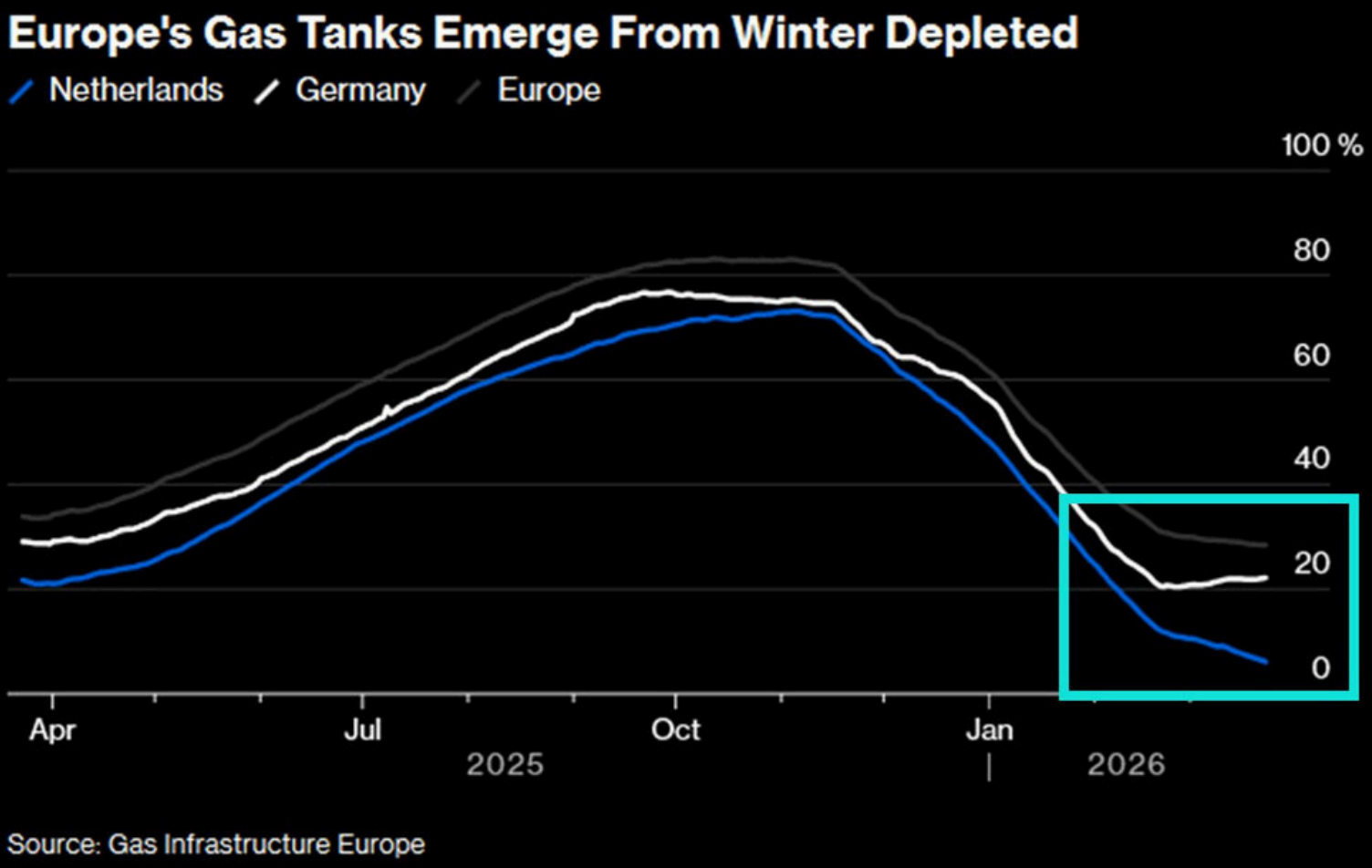
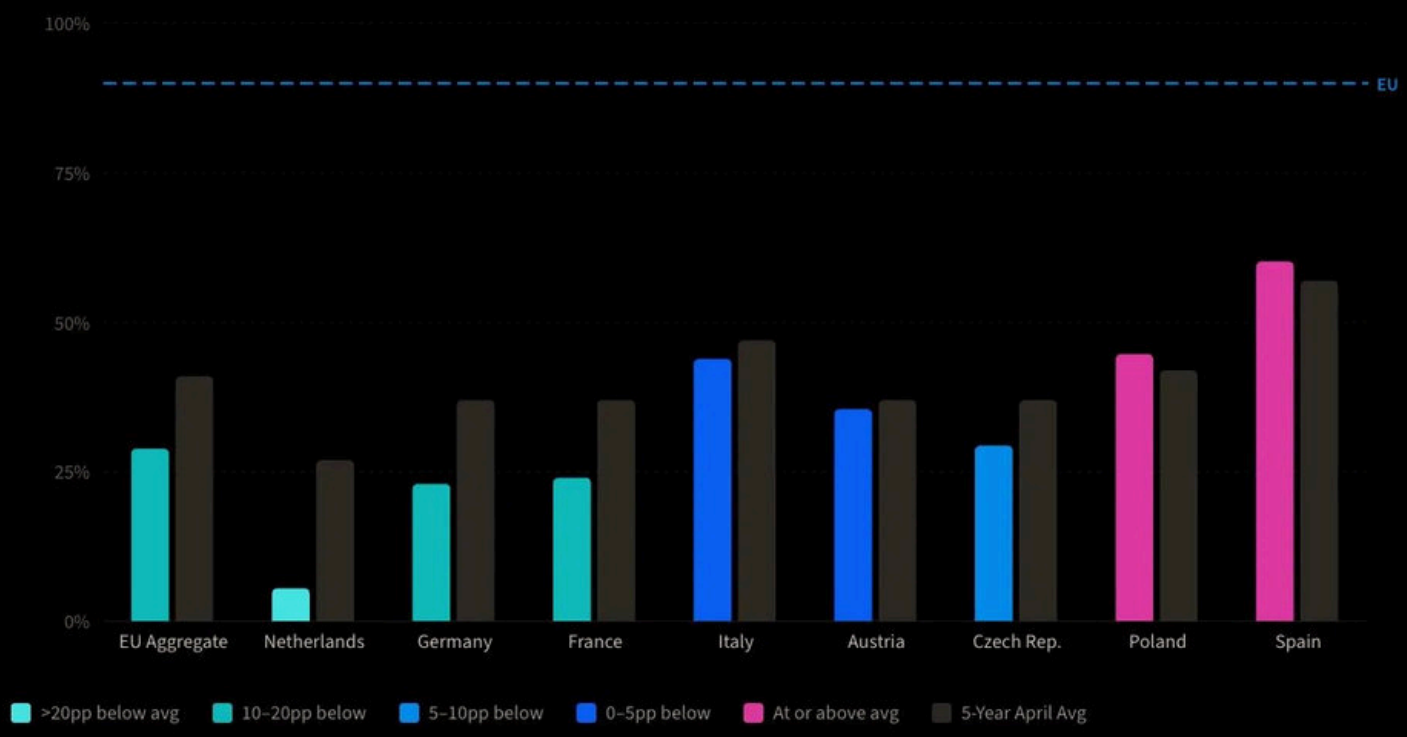


Immagine EUROPE GAS 1 - **Fonte** Gas Infrastructure Europe/Bloomberg

EU Underground Gas Storage — Early April 2026

Current fill levels vs. five-year seasonal average (%). Netherlands at 5.5% remains at record lows. EU aggregate ~29%, roughly half the 10-year norm.



Sources: GIE AGSI+ (Apr 9–10 2026), Bruegel, EU Commission, Euronews, MacroMicro. Five-year averages are 2021–2025 early-April medians (estimated). Some country figures are approximate.

Immagine EUROPE GAS 2 - **Fonte** GIE AGSI+

L'alibi narrativo di Space X e dell'accordo iraniano — L'ottimismo costruito attorno all'IPO record e all'intesa con l'Iran ha funzionato da pretesto per rinviare la verifica temuta: la trimestrale di agosto e il potenziale 30% di vendite post-lockup che metterà alla prova la valutazione.

La fine della tregua bancaria — Si manifesta su due fronti: il diniego del finanziamento a SoftBank sul debito legato a OpenAI (le banche accettano certe valutazioni per le fees, non come collaterale di bilancio) e la sospensione dei rimborsi nel fondo di private credit di Blackrock, con redemptions al 13,3%, 620 milioni onorati su 1,6 miliardi e cap al 5%.

La rete elettrica come vera variabile (ERCOT) — Il rapporto del 21 maggio segnala data center che falliscono i test di voltage ride-through, con quattro gruppi capaci di staccare oltre 5.000 MW ciascuno, quanto Boston: una dinamica che riguarda l'energia molto più della FED.

Il precedente spagnolo e il rischio sistemico — Il black out del 28 aprile 2025 e il rapporto ENTSO-E (rinnovabili a fattore di potenza fisso, gas naturale a stabilizzare il sistema) fungono da monito; ERCOT teme che i nuovi carichi hyperscale diventino essi stessi fattore di sgancio durante perturbazioni gestibili.

La risposta energetica e il posizionamento d'investimento — Nucleare di nuova generazione, gas ad avvio rapido e risorse programmabili, con il gas naturale indicato da Chris Wright come combustibile dell'AI; i bassi volumi estivi come possibile punto d'ingresso e gli ETF POWR, ZAP ed ELFY per sondare il terreno.

La sicurezza dei data center: Axon e i droni — Espansione verso droni e sistemi anti-drone, sospinta dalle nuove regole FAA sul BVLOS e dal Safer Skies Act (programmi DFR, difesa perimetrale, domanda anti-drone da penitenziari e infrastrutture critiche), con il vento favorevole del Made in America: da Teheran a San Francisco, un mercato da trilioni.

BVLOS (Beyond Visual Line of Sight) – Operazioni con droni "oltre la linea visiva", condotte cioè senza che il pilota veda direttamente il velivolo. La loro autorizzazione è decisiva per impiegare i droni su larga scala.

Cap – Tetto massimo. Nel testo, il limite (5%) che un fondo impone ai rimborsi in un dato periodo, per non essere costretto a liquidare troppi attivi in una volta sola.

Collaterale – Bene o titolo dato in garanzia a fronte di un prestito. Se una banca esita ad accettare le azioni di una società come collaterale, è segno che ne diffida della valutazione.

C-UAS (Counter-Unmanned Aircraft System) – Sistemi anti-drone: le tecnologie per rilevare, neutralizzare o abbattere droni ostili.

Data-dependency – L'approccio della banca centrale (qui la FED) che lega le decisioni sui tassi all'evoluzione dei dati economici, di volta in volta.

DFR (Drone as First Responder) – Programmi in cui un drone viene inviato sul luogo di un'emergenza prima o insieme agli operatori umani, per ridurre i tempi di intervento.

ENTSO-E – La rete europea dei gestori dei sistemi di trasmissione elettrica: l'organismo che coordina le reti ad alta tensione del continente.

ERCOT (Electric Reliability Council of Texas) – L'ente che gestisce la rete elettrica del Texas (Texas Interconnection), responsabile dell'equilibrio tra domanda e offerta di energia.

ESG (e "circular deal") – Criteri ambientali, sociali e di governance usati per valutare gli investimenti. Il "circular deal" allude al meccanismo autoreferenziale di prodotti e flussi finanziari costruiti attorno a questa etichetta.

FAA – L'autorità federale statunitense per l'aviazione civile, che regola anche l'uso dei droni.

Fattore di potenza – Indice che misura quanto efficacemente la corrente viene convertita in lavoro utile. Operare a "fattore di potenza fisso" significa non adattarsi dinamicamente alle esigenze della rete.

Fees (e commissioni) – I compensi e gli oneri che banche e intermediari incassano per i servizi prestati (collocamenti, operazioni, gestione).

Gates — I "cancelli": i meccanismi con cui un fondo blocca o limita temporaneamente i rimborsi agli investitori, per evitare deflussi eccessivi.

Hyperscale (carichi) — I grandi data center "iperscalabili" dei colossi tecnologici e dell'AI, e gli enormi consumi elettrici che comportano.

IPO (Initial Public Offering) — L'offerta pubblica iniziale: la prima quotazione in Borsa di una società, con la vendita delle azioni agli investitori.

Liabilities — Passività: debiti, obblighi e responsabilità che gravano su un'azienda.

Lockup (post-lockup) — Il periodo, successivo a una quotazione, durante il quale i soci iniziali non possono vendere le proprie azioni. Alla sua scadenza ("post-lockup") può arrivare un'ondata di vendite.

Mag 7 (Magnificent Seven) — Le sette grandi società tecnologiche americane (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta e Tesla) che trainano i mercati azionari statunitensi.

Mining — Qui, l'attività di "estrazione" di criptovalute tramite server ad altissimo consumo energetico, ospitati in grandi impianti.

Net-zero — L'obiettivo di azzerare il saldo netto delle emissioni di gas serra, bilanciando quelle prodotte con quelle eliminate o compensate.

Outperformance — La sovraperformance: il rendimento di un titolo o di un settore superiore a quello di un riferimento di mercato.

Potenza reattiva — La componente di energia elettrica che non produce lavoro utile ma serve a sostenere la tensione di rete. Un suo cattivo controllo può destabilizzare il sistema.

Private credit — Il credito erogato da fondi e operatori non bancari direttamente alle imprese, al di fuori del circuito bancario e dei mercati pubblici.

Redemptions — I riscatti: le richieste degli investitori di farsi restituire il capitale conferito a un fondo.

Refill — Il "riempimento": la ricostituzione delle scorte di gas negli stoccaggi, tipicamente in vista dell'inverno.

Safer Skies Act — Legge statunitense (dicembre 2025) che ha esteso ad alcune autorità statali e locali il potere di neutralizzare i droni.

TACO — Acronimo di "Trump Always Chickens Out", usato dai mercati per indicare la tendenza del presidente a fare marcia indietro dopo annunci o minacce.

TAM (Total Addressable Market) — Il mercato potenziale totale: l'intera domanda teoricamente raggiungibile da un prodotto o servizio.

Ticker — Il codice abbreviato con cui un titolo è identificato in Borsa (ad esempio POWR, ZAP, ELFY).

TSA — L'agenzia statunitense per la sicurezza dei trasporti, coinvolta nella regolamentazione dei droni.

Voltage ride-through — La capacità di un impianto di restare connesso alla rete sopportando un improvviso calo di tensione, anziché staccarsi. I data center che falliscono questi test si disconnettono, aggravando lo squilibrio.

Warmongering — Il "bellicismo": l'atteggiamento di chi alimenta o fomenta tensioni e prospettive di guerra.



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

Letto dal reddito fisso, il tonfo di venerdì svela l'idraulica del finanziamento che regge il rally AI: se è il Capex ad alimentarlo, sono emissioni e prestiti record ad alimentare il Capex. Vicious circle. Le banche, un tempo prodighe, brancolano ora in cerca di vie d'uscita per scaricare i rischi accumulati sul debito dei data center. Colossi come JPMorgan, Morgan Stanley e SMBC tentano di spalmare quote di operazioni su platee più ampie, ricorrendo a trasferimenti di rischio significativo (SRT) per espellere dai bilanci le tranche più tossiche. Oracle e CoreWeave hanno acceso prestiti per centinaia di miliardi, con un'impennata storica dei credit default swaps e un tasso di slittamento dei progetti che, secondo JP Morgan, lambisce il 70%. A monte, un indebitamento di portata inaudita e una crescente ostilità popolare ai data center — bollette elettriche alle stelle — che gonfia il rischio di esecuzione. La verità, però, la sussurra il tempismo: un messaggio assordante recapitato dalle banche, non dal retail, alla FED.

Cosa aspettarsi dal mercato?

I numeri non lasciano equivoci: l'offerta obbligazionaria toccherà livelli record nel 2026, con emissioni lorde in salita del 25% negli investment grade e negli high yield e dell'11% nei prestiti; su base netta gli IG segnano +1 trilione, mentre le scadenze marciano verso il picco di 1,1 trilioni del 2028. Il tech, da solo, ha generato il 18% dell'offerta IG: tutto debito da AI, con emissioni stimate da Morgan Stanley a mezzo trilione dopo la revisione del Capex 2027 a 1.100 miliardi. Il fabbisogno complessivo del biennio supera i 1.800 miliardi. A complicare il quadro, i tremori del private credit: lo stop ai riscatti di Cliffwater e Blackstone e il lock up quadriennale di DE Shaw, primo private equity a congelare le redemptions. La crescita futura andrà finanziata dalla magnanimità di sconosciuti inquieti. Proprio perché le ragioni del crash sono tutte sul tavolo, il ribasso può rivelarsi circoscritto, se non pilotato. L'indicazione resta netta: stare ai margini, sì; scappare, no.

Lo stesso tonfo, letto dal reddito fisso, narra una vicenda che il sea of red dell'azionario ha relegato in quarta fila. Vale anche qui il monito alla cautela che ci arriva da Trump – dal tweet sul *growth does not mean inflation* fino ai rumor su un possibile sbarco pubblico in OpenAI e affini – ma il punto d'osservazione si sposta altrove: sull'idraulica del finanziamento che regge l'intero edificio.

Ed è precisamente questo a spiegare perché, in origine, azionario e obbligazionario vivessero in un unico capitolo. Se è il Capex a tenere in vita il rally, sono emissioni e prestiti da primato a tenere in vita il Capex. Vicious circle. L'obbligazionista di scuola classica ha sempre guardato con sospetto al debito AI, convinto che si tratti di una bolla o, in subordine, che di carta da comprare ne arriverà comunque in quantità ben più ampia. Per anni. Le banche, invece, no. Eppure da qualche settimana brancolano in cerca di vie d'uscita per alleggerire o scaricare in toto i rischi accumulati sul debito dei data center, mentre la corsa alle infrastrutture AI logora i limiti di finanziamento dei maggiori istituti. Su scala planetaria.

E non parliamo di Silicon Valley Bank o Signature Bank. Come racconta il Financial Times, mostri sacri come JPMorgan, Morgan Stanley e SMBC cercano il modo di spalmare quote di operazioni sui data center su una platea d'investitori più larga. Si rilegga quanto annotato tre newsletter or sono. Gli istituti, palesemente terrorizzati dall'ipotesi di restare incagliati con titoli prossimi all'azzeramento (quantomeno rispetto all'attuale Nirvana), tastano accordi privati per cedere fette di debito e mettono in campo i cosiddetti trasferimenti di rischio, così da sgravarsi dei grandi debitori e liberare margine per nuovi prestiti. Perché non di sola AI vive l'America.

Questa frenesia rivela la dimensione senza eguali dell'indebitamento che sorregge il comparto AI e la pressione che ne discende sul credito. Oracle e CoreWeave, due operatori di data center, hanno acceso prestiti per centinaia di miliardi di dollari per erigere siti destinati ai laboratori di intelligenza artificiale negli Stati Uniti. Risultato: un'impennata storica dei credit default swaps di entrambe e un tasso di slittamento o cancellazione dei progetti che, stando a JP Morgan, lambisce il 70% per l'anno in corso.

Le dimensioni di cui parliamo sono di una portata inaudita, mai vista prima, ammonisce Matthew Moniot, co-responsabile della condivisione del rischio di credito presso Man Group, per il quale il vero pericolo è che le banche finiscano in apnea con sconcertante rapidità.

Dove il trasferimento negoziato e diretto dell'esposizione non riesce, gli istituti hanno tastato il terreno con gli investitori su architetture di intermediazione e sottoscrizione che contemplano una variante del trasferimento di rischio significativo, o SRT (Significant Risk Transfer). Strumento un tempo prediletto dalle banche europee per limare i requisiti patrimoniali — cedendo il rischio di perdita su una fetta di portafoglio prestiti a fondi di credito privati e assicurazioni, in cambio di un rendimento sopra mercato — e che gli istituti americani hanno preso a maneggiare con frequenza crescente negli ultimi anni.

Ma in luogo del classico SRT agganciato a decine di prestiti, le banche valutano ora di sminuzzare singoli prestiti giganteschi e iperconcentrati sui data center, per espellere dai bilanci le tranche più tossiche. Di regola un margine di esposizione resta comunque in casa, osserva David Lucking dello studio legale Linklaters, che ha visto deal nell'ordine dei 500 milioni di dollari garantiti da un solo mutuatario: *L'investitore in SRT vorrebbe avere la certezza che le banche mantengano comunque una certa quota di rischio come sintomo di garanzia.* Gli investitori pronosticano altre operazioni del genere, man mano che gli istituti urtano i tetti di rischio sull'esposizione a un singolo debitore o settore e cercano ossigeno di bilancio per erogare nuovo credito. A differenza di un SRT tradizionale, qui gli operatori sono pochi, il settore è iperconcentrato e il rischio di costruzione è marcato, chiosa Frank Benhamou, gestore di portafoglio presso Cheyne Capital: ragion per cui ci si attende di essere remunerati un filo meglio.

E poi c'è il rischio sovrano su tutti: la crescente consapevolezza collettiva che data center significhi bolletta elettrica alle stelle. Da qui un'ostilità popolare che monta in larghe porzioni degli Stati Uniti e gonfia ulteriormente il rischio di esecuzione. Il Maine ha varato un divieto su base statale ad aprile e molti altri Stati scaldano i motori per imitarlo.

Se fossi un risk manager in banca e mi ritrovassi banchieri a chiedere linee multimiliardarie per singoli progetti, domanderei loro come pensano di rivenderle, incalza ancora Moniot.

La risposta: inondare. Le aziende hanno già preso a colonizzare nuovi mercati del debito oltre al canale bancario, sfornando credito privato, asset-backed securities, titoli garantiti da mutui commerciali e obbligazioni in collocamento privato. *C'è nervosismo... [Le banche] devono trovare più controparti per soddisfare le esigenze del mercato e i progetti in cantiere,* rileva Carlos Mendez, co-fondatore di Crayhill Capital. Nervosismo destinato a salire di pari passo con l'inondazione dell'economia americana di debito da data center, ora che il free cash flow degli hyperscalers si è prosciugato e ogni futura crescita andrà finanziata dalla magnanimità di sconosciuti già abbastanza inquieti. Sempre ammesso che la grana del credito privato si sciolga senza scosse **(PRIVATE_AI)**.

Ed ecco il punto. Quello vero. Al netto di questi due grafici **(IG_SUPPLY 1** e **2)**, che da soli raccontano il grado di saturazione del mercato obbligazionario tradizionale e della tradizionale sottoscrizione bancaria, è il tempismo a sussurrare la verità. Perché ha ben poco di casuale il tracollo del settore a sole ventiquattr'ore dal riaffiorare di tremori violenti nel private credit: il rinnovato stop alle redemptions, prima da parte di Cliffwater e poi del fondo di punta di Blackstone, che ha sbarrato i riscatti per un altro trimestre dopo aver toccato il 10% sul totale anche nel secondo trimestre. E attenzione, perché in parallelo il fondo DE Shaw — un hedge — ha notificato ai clienti un lock up addirittura quadriennale. Primo caso di private equity a congelare le redemptions.

I numeri, del resto, non lasciano spazio a equivoci. L'offerta è attesa su livelli record nel 2026: emissioni lorde in salita del 25% negli investment grade, del 25% negli high yield e dell'11% nei prestiti. Su base netta l'accelerazione è più netta proprio negli investment grade, a quota 1 trilione di dollari, il che ne farebbe il segmento più effervescente. Da inizio anno le emissioni IG si fermano a 796 miliardi, +20% su base annua, perfettamente in linea con le stime di pieno esercizio; e se il 2026 ricalcherà la cadenza trimestrale recente, l'offerta si assesterà sui 2 trilioni di dollari. Senza dimenticare che il 2026 porterà altri 900 miliardi circa di scadenze, in crescita costante verso il picco di 1,1 trilioni del 2028.

Ma oltre al volume assoluto del debito, fa rumore anche il ribaltamento nella leadership settoriale. Il tech ha sfornato il 18% dell'offerta investment grade in dollari di quest'anno: la quota più alta mai vista per il comparto a parità di periodo, il doppio del ritmo atteso per lo stesso tratto del 2025. Da dove sgorga tutto questo debito record? Semplice: investimenti in AI. Nelle ultime proiezioni di Morgan Stanley le emissioni di obbligazioni AI e dintorni toccano i 400 miliardi di dollari, trainate in larga parte dagli hyperscalers. Stima formulata, però, quando il Capex 2027 della banca era previsto a soli 944 miliardi. Ora che la revisione lo porta a 1.100 miliardi, ci ritroviamo dinanzi a mezzo trilione di dollari di emissioni legate all'AI. Il fabbisogno complessivo di investimenti in conto capitale nel prossimo biennio supera i 1.800 miliardi, ancorché in parte sotto forma di leasing finanziari e non di cassa. E anche gli altri settori chiamati ad alimentare i data center — energia e utilities in testa — preannunciano investimenti monumentali per gli anni a venire.

È qui che rientra in scena Donald Trump, mano nella mano con il Non-Farm Payrolls. Lo certificano questi grafici **(AI_GOVERNMENT, NFIB** e **AI_JOBS)**. Se già oggi la spesa governativa è un architrave portante del Capex da data center, l'allarme di un mercato del lavoro troppo arzillo, lanciato dai payrolls, si sfracella esattamente contro il muro dell'AI e dei suoi layoffs da record. Un copione che pare vergato a tavolino: dove la causa autentica del tonfo non è il good news is bad news dei payrolls, bensì il messaggio assordante che le banche — non il retail — hanno voluto far pervenire alla FED, alla vigilia del primo FOMC dell'era Warsh.

Le ragioni del crash, dunque, sono tutte sul tavolo. E proprio per questo il ribasso può rivelarsi circoscritto, se non addirittura pilotato. Stare ai margini, sì. Scappare, no. Il precedente della price action di Intel dopo la partecipazione statale lo conferma.

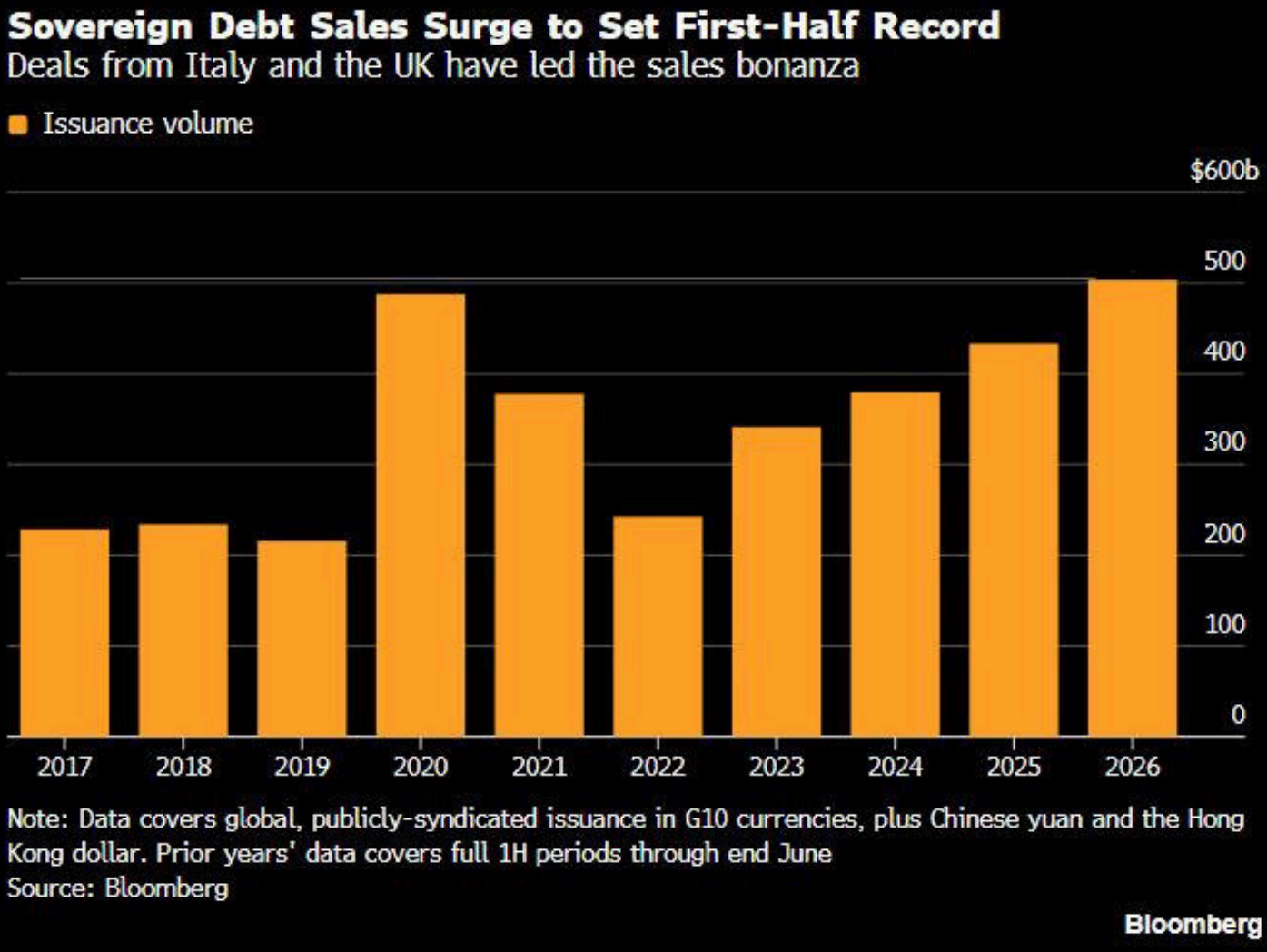


Immagine DEBT_SALES - **Fonte** Bloomberg

Global Government Borrowing Costs Are Elevated
Heavy issuance is taking place with yields near highest levels of past decade



Note: The index tracks fixed-rate, local currency government debt of investment-grade countries, including both developed and emerging markets.
Source: Bloomberg

Bloomberg

Immagine DEBT_SALES 2 - **Fonte** Bloomberg

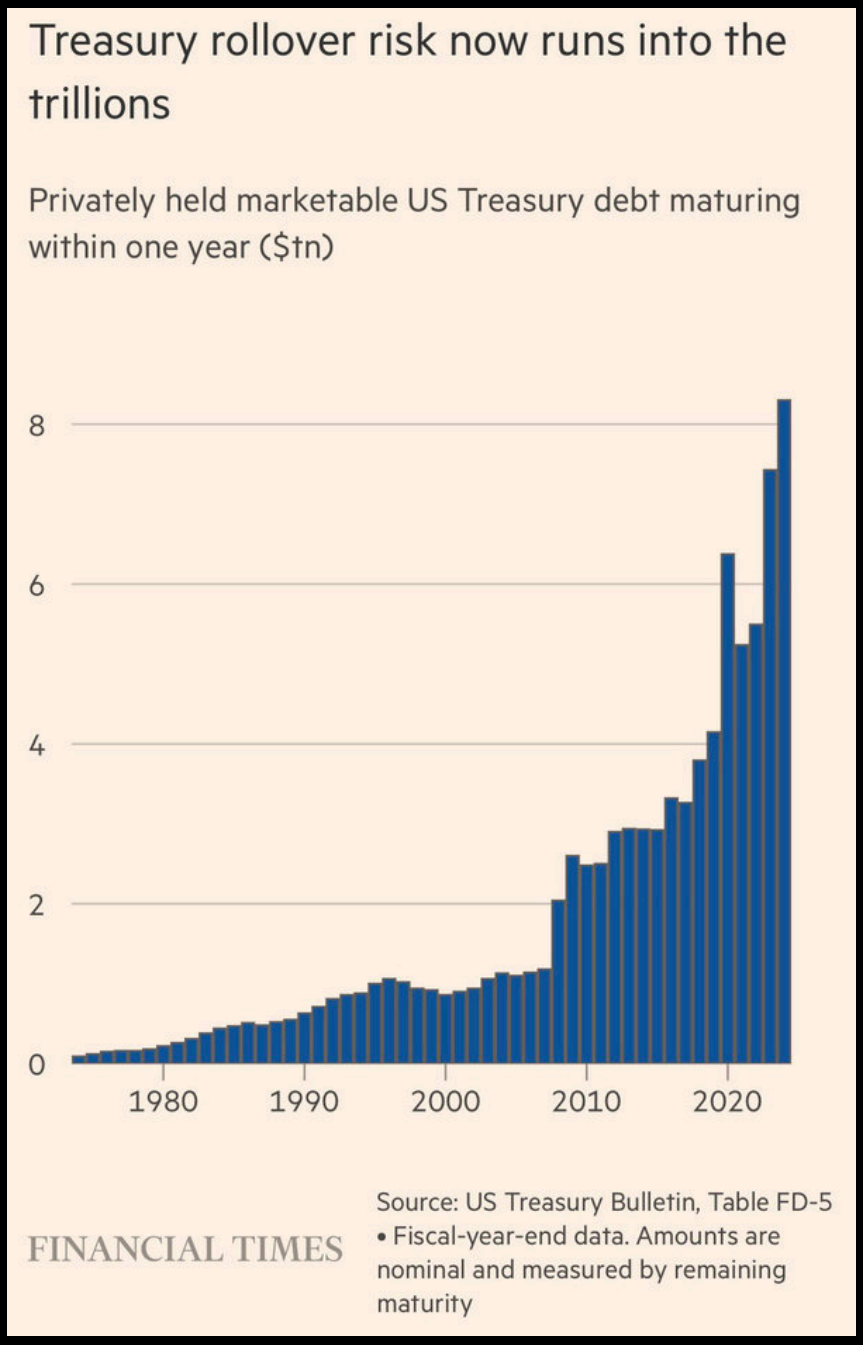


Immagine TSY_ROLLOVER - **Fonte** FT/US Treasury

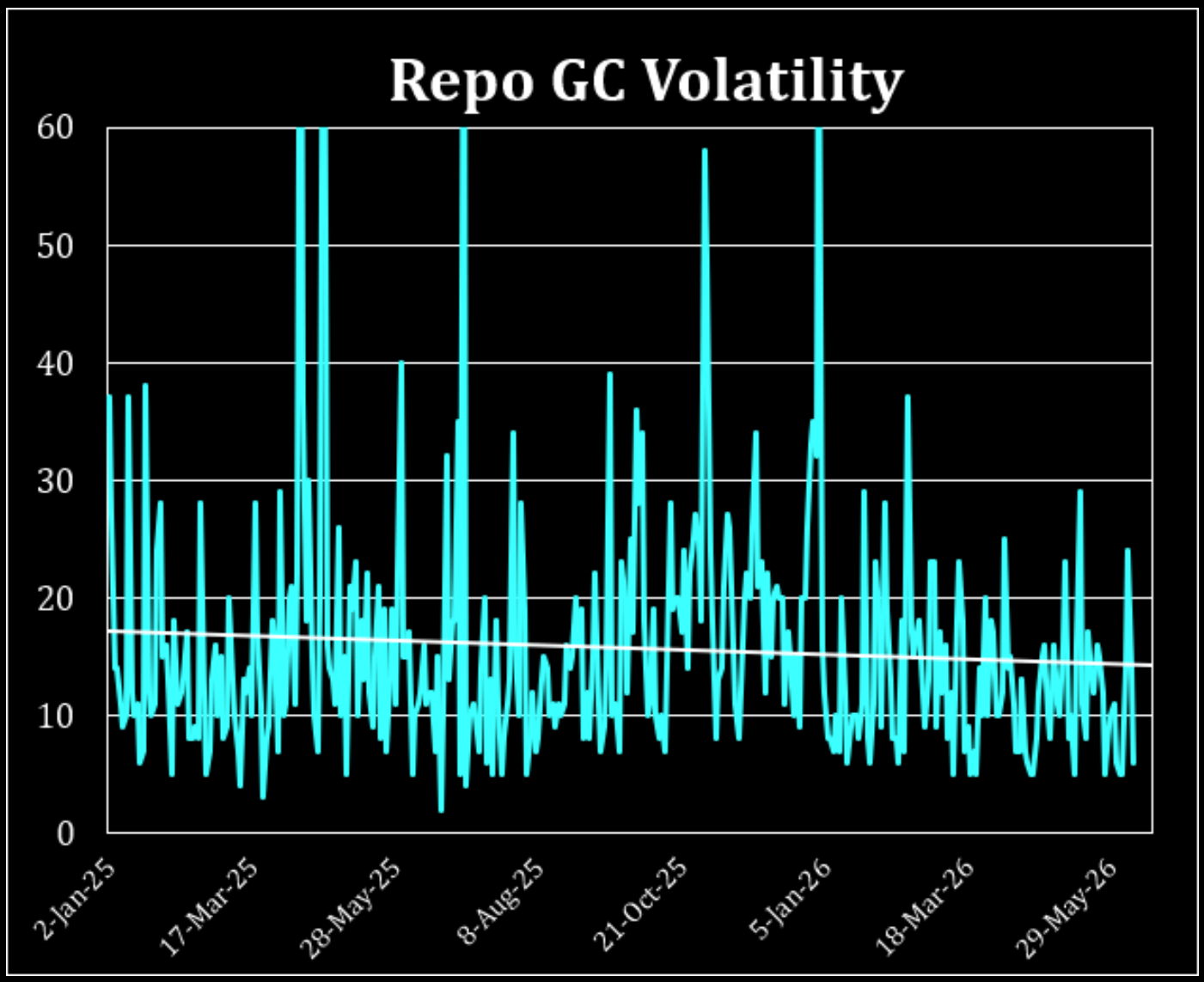


Immagine REPO_GC - **Fonte** Scott Skyrm

fixed income

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



Immagine LIQUIDITY_TLT - **Fonte** TradingView

fixed income

Take Away

Banche centrali di nuovo al centro – Archiviata l'IPO del secolo, l'attenzione torna sulle tre riunioni attese di Bank of Japan, Bank of England e Fed, quest'ultima sotto la nuova presidenza di Kevin Warsh.

Il rebus della Bank of Japan – Le prezzature scontano come certo un rialzo di un quarto di punto, ma il ricovero del governatore Ueda apre al sospetto di un rinvio di comodo dopo lo sfondamento di quota 160 sullo yen (oltre 70 mld di intervento): una giustificazione spendibile una sola volta, con impatto più severo sui bonds che sulle equities.

Offerta record di debito sovrano – I governi ricorrono al mercato sindacato a ritmo record (circa 504 mld $ da inizio anno, sopra il picco pandemico del 2020): la vera bolla è qui, non nell'AI. A spingere sono spesa pubblica, difesa, infrastrutture ed energia, con la Germania che archivia il debt brake e l'UE che allenta i vincoli.

Syndications e primato italiano – Diffuse in Europa per gestire volatilità e tempistiche (a differenza del Tesoro USA, che usa solo aste), vedono l'Italia in testa con quasi 70 mld € nel semestre, davanti a Germania, Regno Unito, Belgio e Serbia con operazioni record.

Rifinanziamenti e tassi – Domanda sostenuta sul tratto breve e muro di rimborsi era-Covid alimentano un'ondata di rifinanziamenti (+26% nell'area euro); BCE al primo rialzo dal 2023, trentennale USA oltre il 5% per la prima volta dal 2007. Più i mercati assorbono oggi, più severo sarà il rigetto domani.

USA con strategia, Europa no – L'Operation Twist di fatto attuata da Scott Bessent (maturity più corta, swap di duration e buybacks crescenti) azzera le tensioni repo sul General Collateral a fronte di 39 trilioni di debito: un Minsky Moment permanente. La correlazione liquidità–TLT indica una Fed da taglio, non da rialzo – non un Volcker, ma un Trichet. Long TLT.

Buyback (riacquisto di titoli) — Operazione con cui l'emittente, qui il Tesoro USA, riacquista sul mercato propri titoli già in circolazione, riducendone l'offerta e sostenendone il prezzo.

Collocamento sindacato / syndication (sindacazione) — Emissione di debito affidata a un gruppo ("sindacato") di banche che la piazzano direttamente presso gli investitori, anziché tramite asta pubblica. Garantisce all'emittente maggiore controllo su tempi e prezzo, utile soprattutto nelle fasi di mercato volatile.

Data-dependency (dipendenza dai dati) — Approccio con cui la banca centrale decide i tassi in funzione dei dati economici via via pubblicati, soprattutto l'inflazione, senza vincolarsi a un percorso prefissato.

Debito sovrano / emittente sovrano — Il debito emesso da uno Stato per finanziarsi sui mercati e, per estensione, lo Stato che lo emette.

Debt brake (freno al debito) — Regola di rango costituzionale tedesca che limita il deficit di bilancio; la sua sospensione consente alla Germania di indebitarsi in misura molto maggiore per difesa e infrastrutture.

Duration — Misura della sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi: più è elevata (tipico delle scadenze lunghe), più il prezzo oscilla. Uno "swap sulla duration" sostituisce titoli lunghi con titoli più brevi, o viceversa, per modificare questo profilo di rischio.

Gamma squeeze — Dinamica in cui i movimenti di prezzo costringono gli operatori in opzioni a comprare (o vendere) il sottostante per coprirsi, amplificando il rialzo o il ribasso in modo autoalimentato.

General Collateral (GC) — Nel mercato repo, la categoria dei titoli "generici" e facilmente scambiabili usati come garanzia. Tensioni sul GC segnalano una carenza di liquidità nel sistema.

Intervento (sul cambio) — Acquisto o vendita massiccia della propria valuta da parte di una banca centrale per influenzarne il valore: qui, gli oltre 70 miliardi spesi per difendere lo yen.

Maturity (scadenza) — La durata residua di un titolo, cioè il momento in cui l'emittente dovrà rimborsare il capitale. Accorciare la "maturity media" significa spostare l'emissione verso il debito a breve termine.

Minsky Moment — Il momento in cui un sistema troppo indebitato passa improvvisamente dalla stabilità apparente al crollo, quando gli investitori smettono di rifinanziare il debito.

Operation Twist — Politica che modifica la composizione del debito per scadenze (qui spostandone il baricentro verso il breve termine) senza necessariamente cambiarne l'ammontare complessivo, per agire su tassi e liquidità.

Proxy — Un indicatore che funge da "sostituto" per misurare qualcos'altro: qui l'ETF TLT è usato come proxy dei rendimenti USA a lungo termine.

Repo (pronti contro termine) — Prestito a brevissimo termine garantito da titoli, cuore del finanziamento quotidiano del sistema finanziario. "Tensioni sul repo" indicano scarsità di liquidità.

Roll over (rinnovo del debito) — Il rifinanziamento del debito in scadenza tramite l'emissione di nuovo debito: non lo si ripaga davvero, lo si rimanda.

Tapering — La riduzione graduale degli acquisti (o, in questo caso, delle vendite) di titoli da parte della banca centrale: un cambio di passo morbido anziché brusco.

TLT — ETF che replica i titoli di Stato USA a lunga scadenza (oltre 20 anni); il suo andamento riflette in modo inverso i rendimenti a lungo termine. "Long TLT" indica una scommessa al rialzo su quei titoli, cioè su tassi in calo.

Volcker e Trichet — Due banchieri centrali citati come simboli di approcci opposti. Paul Volcker, presidente della Federal Reserve dal 1979 al 1987, è ricordato per i rialzi aggressivi dei tassi con cui domò l'inflazione; Jean-Claude Trichet ha guidato la BCE dal 2003 al 2011. L'autore contrappone i due nomi per indicare il tipo di banca centrale che si attende.

Window dressing — Gli aggiustamenti che gli operatori apportano a bilanci e portafogli a fine mese o trimestre per presentarli nella luce migliore, e che possono generare tensioni temporanee sulla liquidità.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

abstract



In sintesi

Gli sviluppi geopolitici del fine settimana hanno innescato una marcata correzione del greggio, dopo che Trump ha segnalato la sospensione di ogni escalation militare verso l'Iran e confermato un accordo di pace con Teheran atteso nell'arco di poche ore. Daan Struyven (Goldman Sachs, ricerca petrolio) ha confermato la previsione per il Brent nel quarto trimestre 2026 in area 90 dollari, osservando un mercato ancora teso, con un deficit inferiore alle attese nonostante l'interruzione di Hormuz. Ha però rivisto al ribasso la stima 2027 a 80 dollari (-5), per maggiore offerta da Emirati e Americhe e domanda più debole. Stima un deficit di 5-6 milioni di barili al giorno nel secondo trimestre, ben sotto l'impatto teorico di 14-15, attenuato da perdita di domanda ed eccesso di offerta prebellico. Si aggiunge il Kuwait, attivo nella flotta fantasma lungo l'Oman, con transiti garantiti dalla Marina USA che da inizio giugno ha riaperto Hormuz. L'EIA, nello Short-Term Energy Outlook dell'11 giugno, conferma come la chiusura dello stretto riduca le scorte globali e mantenga elevati i prezzi.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Struyven attende il ritorno delle esportazioni del Golfo entro fine agosto, con flussi via Hormuz fino al 70% dei livelli prebellici. Per il 2027 è prudente attendere prezzi elevati malgrado un surplus oltre 3 milioni di barili/giorno, per due ragioni: scorte commerciali OCSE difficilmente elevate dopo i prelievi 2026 e l'accumulo strategico; un premio al rischio sicurezza che sostiene le quotazioni. Tre scenari: avverso, Brent poco sopra 110 dollari nel quarto trimestre 2026; fortemente avverso, 140 nel 2027 con interruzioni durature; favorevole, 70 nel quarto trimestre 2026 e 60 nel 2027. Le SPR OCSE dovrebbero ricostituirsi più avanti nell'anno: la tesi prevalente è che l'urgenza dell'accordo nasca da riserve a livelli pericolosi e dal rischio di crisi energetica, in vista di estate e mid-term. Occhio all'OVX, il VIX del barile, che ha riassorbito quasi tutto il picco: il tira e molla sull'accordo dovrebbe sostenere la volatilità implicita. A mio avviso, fino all'autunno, il rischio/rendimento dell'opzionalità al rialzo appare sempre più interessante. Bumpy, ma interessante.

I repentini sviluppi geopolitici del fine settimana hanno innescato una marcata correzione dei prezzi del greggio, dopo che il presidente Trump ha dapprima segnalato la sospensione di ogni ulteriore escalation militare nei confronti dell'Iran e ha successivamente confermato il raggiungimento di un accordo di pace con Teheran, la cui sottoscrizione è attesa nell'arco di poche ore.

Alla luce di tali sviluppi, Daan Struyven – co-responsabile della ricerca globale sulle materie prime di Goldman Sachs e responsabile della ricerca sul petrolio – ha indicato in una nota di aver confermato la propria previsione per il Brent nel quarto trimestre del 2026 in area 90 dollari al barile, osservando come il mercato petrolifero resti molto teso: l'attuale deficit, infatti, è risultato inferiore alle attese nonostante la persistente interruzione del collo di bottiglia marittimo dello Stretto di Hormuz.
Allo stesso tempo (e in parziale contraddizione con il principio di coerenza dell'analisi), Struyven ha rivisto al ribasso la propria previsione sul prezzo del Brent per il 2027:

Riduciamo di 5 dollari la nostra previsione media per il Brent nel 2027, portandola a 80 dollari, per effetto di una maggiore offerta e di una domanda più debole. Rivediamo al rialzo la stima dell'offerta per il 2027 negli Emirati Arabi Uniti (dato il loro abbandono dell'OPEC) e nelle Americhe (ossia Stati Uniti, Brasile, Guyana e Venezuela), sulla base di una produzione effettiva e attesa più solida nel nostro database Top Projects. Sebbene la domanda sia destinata con ogni probabilità a recuperare in larga parte dopo la riapertura, ipotizziamo che poco più del 10% della debolezza permanga, mentre accelera la transizione della Cina verso fonti alternative (ad esempio i veicoli elettrici).

Struyven stima un deficit compreso tra 5 e 6 milioni di barili al giorno nel secondo trimestre, ampiamente al di sotto dell'impatto di 14-15 milioni di barili al giorno sui flussi energetici del Medio Oriente. L'effetto, ha precisato, è stato attenuato da una perdita di domanda prossima ai 5 milioni di barili al giorno e da un eccesso di offerta prebellico superiore ai 4 milioni di barili al giorno – come del resto già segnalato due numeri or sono da questa newsletter. A ciò si aggiunge la novità del Kuwait, divenuto soggetto attivo della cosiddetta flotta fantasma lungo le coste dell'Oman: transiti di fatto garantiti dalla Marina USA, che già dall'inizio di giugno ha riaperto Hormuz.

«Ipotizziamo ora che le esportazioni di petrolio dei produttori del Golfo tornino alla normalità entro la fine di agosto (a fronte della fine di giugno indicata nella previsione precedente), risultato conseguibile con un incremento dei flussi attraverso Hormuz fino al 70% dei livelli prebellici grazie agli attuali re-indirizzamenti», ha dichiarato l'esperto di materie prime. A suo giudizio, anche per il 2027 è prudente continuare ad attendersi prezzi elevati, malgrado un surplus superiore ai 3 milioni di barili al giorno, per due ordini di ragioni.

In primo luogo, è improbabile che le scorte commerciali di petrolio dell'OCSE raggiungano livelli particolarmente elevati, dopo i consistenti prelievi del 2026 e a fronte di un accumulo strategico globale superiore a 1 milione di barili al giorno nel 2027. In secondo luogo, un premio per il rischio legato alla sicurezza — a compensazione del rischio di interruzioni delle forniture — continuerà verosimilmente a sostenere i prezzi.

Martedì 11 giugno la Energy Information Administration ha pubblicato il proprio rapporto mensile Short-Term Energy Outlook, rilevando come la perdurante chiusura del passaggio strategico di Hormuz stia riducendo le scorte globali e mantenendo elevati i prezzi. In questa cornice, Struyven ha delineato tre scenari per il Brent.

Nello scenario avverso, il Brent registrerebbe nel quarto trimestre del 2026 una media di poco superiore ai 110 dollari, ipotizzando che le esportazioni del Golfo tornino alla normalità soltanto entro la fine di ottobre.

Nello scenario fortemente avverso, il Brent si attesterebbe su una media di 140 dollari nel 2027, ipotizzando che le interruzioni a Hormuz persistano per l'intero anno, con le esportazioni dei Paesi del Golfo in graduale aumento di 5 milioni di barili al giorno entro dicembre 2027 (grazie a una certa espansione dei flussi consentiti attraverso Hormuz e/o della capacità degli oleodotti).

Nello scenario favorevole, il Brent segnerebbe una media di circa 70 dollari nel quarto trimestre del 2026 e di 60 dollari nel 2027, ipotizzando una normalizzazione delle esportazioni entro la fine di luglio, perdite di domanda più persistenti e una maggiore offerta.

Goldman Sachs prevede che le riserve strategiche di petrolio (SPR) dell'OCSE comincino a ricostituirsi nella seconda parte dell'anno, dopo i prelievi intensivi effettuati per compensare le forniture perdute dai produttori del Golfo. La tesi prevalente sulle ragioni per cui l'amministrazione Trump stia spingendo con tanta determinazione verso un accordo di pace — pur in presenza di questioni ancora irrisolte, tra cui il destino dell'Isola di Kharg e la cosiddetta questione della polvere nucleare — è che porre fine al conflitto sia divenuto urgente, a fronte di riserve strategiche dell'OCSE ormai ridotte a livelli ritenuti pericolosi e del rischio di una crisi energetica imminente e concreta. Il tutto, peraltro, in vista dell'estate e delle elezioni di mid-term.

Attenzione, però, a una dinamica attualmente in atto **(OVX)**: l'OVX — l'ETF che svolge di fatto la funzione di «VIX del barile» — ha ormai riassorbito quasi integralmente il picco. Pur non essendo la volatilità del petrolio bassa in termini assoluti, le ricorrenti oscillazioni negoziali attorno a un possibile accordo con l'Iran dovrebbero continuare a sostenere la volatilità implicita nei prossimi mesi. A mio modesto avviso, e quantomeno fino all'autunno, il rapporto rischio/rendimento connesso al possesso di opzionalità al rialzo appare sempre più interessante: un percorso che si preannuncia accidentato, ma interessante.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

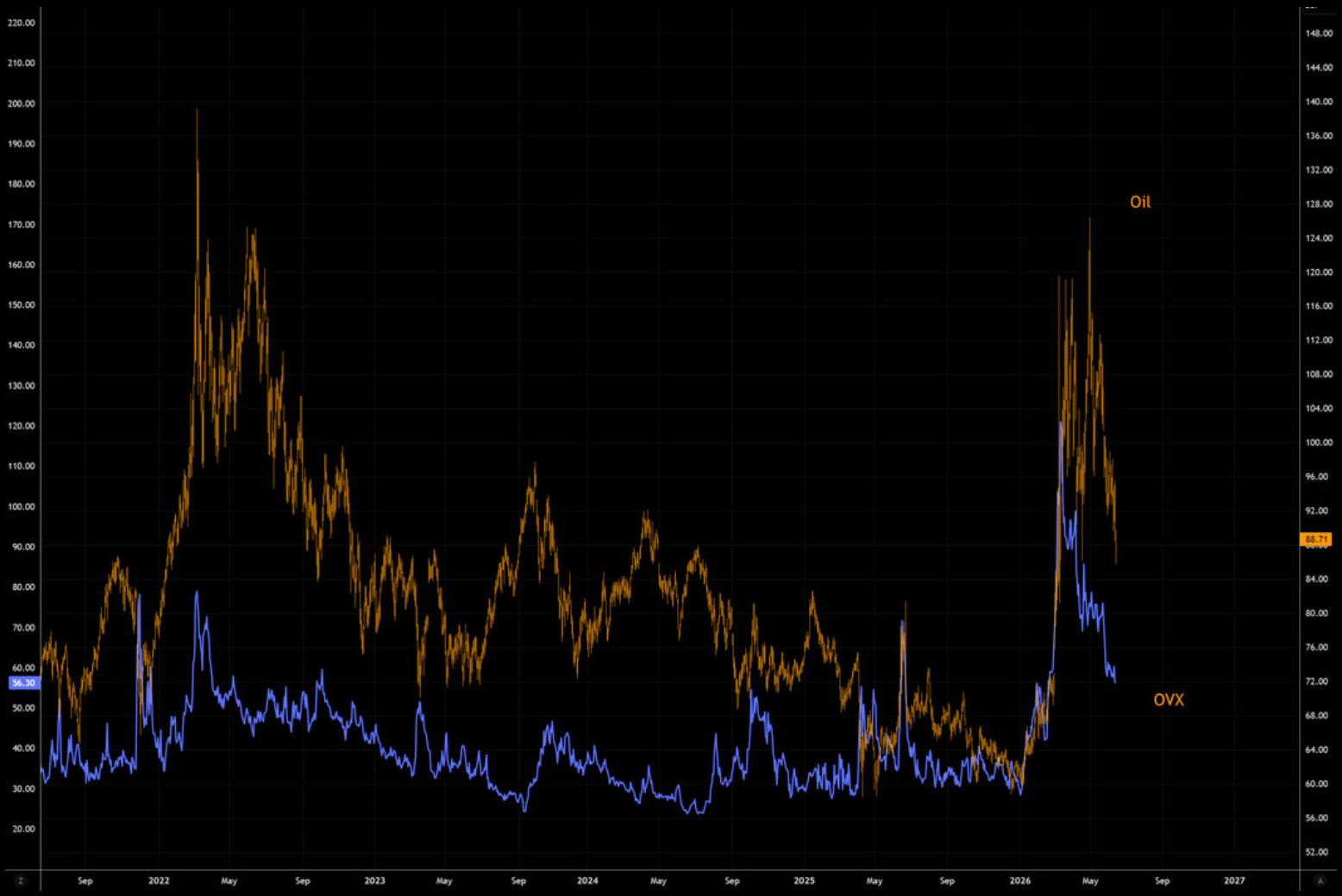


Immagine OVX - **Fonte** Market Ear

commodities

Take Away

Correzione del greggio e disgelo geopolitico - I prezzi del petrolio hanno corretto con decisione dopo i segnali di Trump sulla sospensione dell'escalation militare verso l'Iran e l'annuncio di un accordo di pace con Teheran prossimo alla sottoscrizione.

Deficit attenuato e ruolo di Kuwait e flotta fantasma - Il deficit di 5-6 milioni di barili/giorno nel secondo trimestre è ben sotto l'impatto teorico di 14-15, mitigato da perdita di domanda ed eccesso di offerta prebellico, mentre il Kuwait alimenta la flotta fantasma lungo l'Oman con transiti garantiti dalla Marina USA.

Previsione Brent Q4 2026 confermata in area 90 dollari - Goldman Sachs (Daan Struyven) mantiene il target sul Brent per il quarto trimestre 2026, in un mercato ancora molto teso e con un deficit risultato inferiore alle attese nonostante l'interruzione dello Stretto di Hormuz.

I tre scenari sul Brent e le ragioni dei prezzi elevati - Struyven delinea uno scenario avverso (Brent oltre 110 dollari nel Q4 2026), uno fortemente avverso (140 dollari nel 2027) e uno favorevole (70 e 60 dollari), con prezzi sostenuti da scorte commerciali OCSE contenute e da un premio al rischio sicurezza.

Taglio della stima 2027 a 80 dollari - La previsione media per il 2027 viene ridotta di 5 dollari, per effetto di una maggiore offerta (Emirati Arabi Uniti fuori dall'OPEC e Americhe: USA, Brasile, Guyana, Venezuela) e di una domanda più debole, complice la transizione cinese verso fonti alternative.

Riserve strategiche, urgenza dell'accordo e dinamica dell'OVX - Le SPR dell'OCSE, ridotte a livelli ritenuti pericolosi, spiegano l'urgenza di chiudere il conflitto; sul fronte volatilità l'OVX — il "VIX del barile" — ha riassorbito quasi l'intero picco, ma il rapporto rischio/rendimento dell'opzionalità al rialzo resta interessante almeno fino all'autunno.

Brent — Il principale prezzo di riferimento (benchmark) per il greggio a livello internazionale, basato sul petrolio estratto nel Mare del Nord. È il parametro su cui si fissano gran parte delle quotazioni mondiali e a cui si riferiscono le previsioni citate nel testo.

Deficit (di mercato) — Situazione in cui la quantità di petrolio domandata supera quella offerta. Un deficit tende a sostenere o far salire i prezzi; nel testo è misurato in milioni di barili al giorno.

Energy Information Administration (EIA) — L'agenzia statistica del Dipartimento dell'Energia statunitense che raccoglie e pubblica dati e previsioni ufficiali sull'energia, tra cui il rapporto mensile citato nel testo.

Isola di Kharg — Isola iraniana nel Golfo Persico che ospita il principale terminale di esportazione petrolifera del Paese. Il suo controllo è una delle questioni geopolitiche aperte richiamate nel testo.

OCSE — Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, che riunisce le principali economie avanzate. Le "scorte OCSE" sono un indicatore molto seguito dello stato delle riserve petrolifere dei Paesi sviluppati.

OPEC — Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio, il cartello che coordina le politiche di produzione di molti grandi produttori per influenzare l'offerta e quindi i prezzi.

Opzionalità al rialzo — In finanza, il possesso di strumenti (tipicamente opzioni) che permettono di guadagnare se il prezzo di un'attività sale, limitando al contempo la perdita massima. Nel testo indica posizioni costruite per beneficiare di un eventuale rialzo del greggio.

OVX — Indice che misura la volatilità attesa sul prezzo del petrolio. Funziona come un "termometro della nervosità" del mercato petrolifero; nel testo è definito il "VIX del barile".

Polvere nucleare (questione della) — Espressione con cui si indica una delle controversie irrisolte legate al programma e ai materiali nucleari iraniani, ancora aperta nonostante i negoziati di pace.

Premio per il rischio (di sicurezza) — Quota di prezzo aggiuntiva che gli operatori sono disposti a pagare per cautelarsi dal rischio di interruzioni delle forniture. In contesti geopolitici tesi, questo "sovrapprezzo" sostiene le quotazioni anche in presenza di abbondante offerta.

Short-Term Energy Outlook – Il rapporto mensile dell'EIA che fornisce previsioni di breve termine su domanda, offerta, scorte e prezzi dell'energia.

SPR – Riserve strategiche di petrolio – Scorte di greggio accumulate dagli Stati come riserva di emergenza, da utilizzare in caso di crisi o interruzione delle forniture. Possono essere prelevate per calmierare il mercato e poi ricostituite.

Surplus (eccesso di offerta) – Situazione opposta al deficit: l'offerta di petrolio supera la domanda. Un surplus tende a frenare o far scendere i prezzi.

VIX – Indice statunitense che misura la volatilità attesa del mercato azionario, comunemente noto come "indice della paura". Nel testo è usato come termine di paragone per spiegare la funzione dell'OVX.

Volatilità implicita – La volatilità futura che il mercato si aspetta, dedotta dai prezzi delle opzioni. Più è alta, maggiore è l'incertezza percepita sull'andamento dei prezzi.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

abstract



In sintesi

A una settimana dalla vendita di 32 Bitcoin — operazione che aveva alimentato un clima di timore sulla criptovaluta — Strategy ha acquistato altri 1.550 BTC per circa 101,3 milioni di dollari, a un prezzo medio di 65.332 dollari, tra l'1 e il 7 giugno (8-K depositato alla SEC). La società detiene ora 845.256 BTC, pari a circa 53,5 miliardi di dollari e acquistati a un prezzo medio di 75.680 dollari, per un costo complessivo di circa 64 miliardi, commissioni incluse: il 4% del tetto massimo di 21 milioni di unità. Secondo JPMorgan la cessione, simbolica e volontaria, ha comunque spaventato i mercati; resta l'interrogativo se si sia trattato di un dump'n'pump volto ad abbassare il prezzo prima dell'acquisto, con lo sguardo al Clarity Act e alla pace in Medio Oriente. Subito dopo, Michael Saylor ha pubblicato su X un quadro interpretativo del mondo Bitcoin, articolato in quattro gruppi ideologici complementari — Maximalists, Capitalists, Technologists e Fundamentalists — la cui coesistenza ne plasma il futuro. La sua tesi: BTC ha bisogno dell'equilibrio fra tutte e quattro queste forze.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Secondo Jim Ferraioli (Charles Schwab), il valore di Bitcoin poggia non sul sentiment, ma sulla fisica del consumo energetico. Il costo di produzione fissa una soglia di supporto: circa 60.000 dollari per i miner più efficienti (hardware ASIC di ultima generazione, energia a 0,07 dollari per kWh), fino a 95.000 per i meno efficienti (Glassnode). Il minimo di febbraio, vicino ai 60.000 dollari, coincide con la media mobile a 200 settimane. La pressione di vendita è demograficamente connotata: chi ha comprato negli ultimi diciotto mesi è oggi in perdita, con un costo medio intorno agli 83.000 dollari (ETF/ETP) che funge da tetto. Gli hedge fund, market-neutral, non offrono supporto agli acquisti. In chiave costruttiva, i grandi miner quotati stanno virando sull'HPC per l'inferenza AI: un modello ibrido che stabilizza i ricavi e riduce le vendite forzate. A maggio 2026, con un costo medio di mining di 85.604 dollari contro prezzi nei 60.000, l'intera Rete opera in perdita — condizione che storicamente ha preceduto le riprese. E il Clarity Act può diventare legge da un momento all'altro.

Una settimana dopo aver venduto 32 Bitcoin — operazione che aveva innescato una reazione di timore attorno alla criptovaluta e alla sua valutazione — Strategy ha acquistato altri 1.550 BTC per circa 101,3 milioni di dollari, a un prezzo medio di 65.332 dollari per Bitcoin. L'operazione si è svolta tra l'1 e il 7 giugno, secondo l'8-K depositato presso la SEC. Strategy detiene ora complessivamente 845.256 BTC — per un controvalore di circa 53,5 miliardi di dollari — acquistati a un prezzo medio di 75.680 dollari per Bitcoin, a fronte di un costo complessivo di circa 64 miliardi di dollari, commissioni e spese incluse.

La tesoreria di Saylor rappresenta dunque il 4% del limite massimo di offerta di 21 milioni di Bitcoin. Ci si può chiedere se la vendita di fine maggio sia stata concepita come un dump'n'pump — l'inverso del classico schema pump-and-dump — funzionale ad abbassare il prezzo in vista di un nuovo e strategico acquisto di rilievo, con lo sguardo rivolto al Clarity Act e alla pace in Medio Oriente. Prima dell'annuncio della vendita, Bitcoin veniva scambiato intorno ai 73.700 dollari.

Secondo gli analisti di JPMorgan, la recente decisione di Strategy di vendere 32 BTC ha spaventato i mercati, pur trattandosi di una vendita simbolica e volontaria, verosimilmente intesa a dimostrare l'impegno e la flessibilità della società nei confronti degli azionisti delle azioni privilegiate. È seguita poi una nuova operazione, con Bitcoin scambiato nella fascia bassa dei 60.000 dollari.

Merita attenzione quanto avvenuto immediatamente dopo questo nuovo acquisto. Michael Saylor ha infatti pubblicato su X quello che si può definire un quadro interpretativo del mondo Bitcoin, sostenendo che la comunità crypto si stia articolando in quattro distinti gruppi ideologici, complementari al punto da plasmare, con la loro coesistenza, il futuro di BTC.

I **Bitcoin Maximalists** considerano Bitcoin la massima innovazione monetaria. Ritengono che BTC abbia già risolto il problema della scarsità digitale e che offra diritti di proprietà superiori, protezione dall'inflazione ed emancipazione economica. Il loro fulcro è la convinzione: Bitcoin non è una delle tante criptovalute, bensì la rete monetaria digitale dominante. La Rete, propriamente.

I **Bitcoin Capitalists** considerano BTC una forma di capitale digitale destinata a integrarsi nell'economia globale. Sostengono l'adozione nei bilanci aziendali, la custodia istituzionale, i titoli garantiti da Bitcoin, i mercati del credito e una più ampia infrastruttura finanziaria. Il loro obiettivo è ampliare la portata di Bitcoin, integrandolo nei sistemi economici esistenti anziché sostituirli.

I **Bitcoin Technologists** si concentrano sul miglioramento del protocollo. Sostengono che Bitcoin debba continuare a evolversi per affrontare le sfide legate a scalabilità, privacy, utilizzo, sicurezza e minacce future come il calcolo quantistico. Pur favorevole all'innovazione, Saylor osserva che le modifiche al livello base di Bitcoin vanno affrontate con cautela, per evitare conseguenze indesiderate. Non a caso, Strategy si esprime su BTC con la stessa prudenza con cui Anthropic si esprime sull'AI.

I **Bitcoin Fundamentalists** danno priorità alla tutela dei principi originari di Bitcoin: decentralizzazione, auto-custodia, immutabilità, resistenza alla censura e sovranità individuale. Costituiscono l'ala più intransigente e dogmatica del mondo crypto, i custodi più rigidi dell'ortodossia di BTC. Diffidano dell'eccessiva influenza istituzionale, della finanziarizzazione e delle modifiche al protocollo che potrebbero comprometterne le caratteristiche fondamentali. Si oppongono al Clarity Act, finendo per assumere — loro malgrado — una posizione che rischia di danneggiare la causa stessa che dichiarano di voler difendere.

L'argomento centrale di Saylor è che Bitcoin abbia bisogno di tutte e quattro queste prospettive: i Maximalists forniscono convinzione, i Capitalists guidano l'adozione, i Technologists ne garantiscono la resilienza di lungo periodo e i Fundamentalists ne proteggono l'integrità del protocollo — o, quantomeno, la sua percezione esterna. Secondo il pensiero di Saylor, il percorso di maggiore successo per Bitcoin risiede nell'equilibrio tra queste quattro forze.

Qual è dunque lo scenario sottostante? Secondo Jim Ferraioli, direttore della Ricerca e Strategia sulle criptovalute presso Charles Schwab, questa vendita massiccia presenta un livello minimo di

costo misurabile, fondato non sul sentiment o sui modelli grafici, bensì sulla fisica del consumo energetico.
Ancora una volta, il tema è l'energia. Ma quanto costa produrre Bitcoin? La risposta delinea un livello gravitazionale di supporto che ha retto attraverso più cicli. Per i miner più efficienti — quelli che operano su larga scala con hardware ASIC di nuova generazione e accesso all'energia all'ingrosso più economica — il costo di produzione di un Bitcoin si aggira intorno ai 60.000 dollari, ha affermato Ferraioli a Bloomberg.

La cifra non è arbitraria: rappresenta il costo complessivo di gestione di una struttura alimentata a circa 0,07 dollari per kilowattora con le flotte di semiconduttori più avanzate disponibili. I miner meno efficienti — quelli che operano con hardware ASIC più datato, costi energetici più elevati e margini operativi più contenuti — sostengono un costo di produzione di circa 95.000 dollari per BTC, secondo i dati di Glassnode citati nel rapporto di ricerca di Schwab dello scorso maggio. Questo divario tra 60.000 e 95.000 dollari definisce l'attuale fascia di valutazione di Bitcoin: la sua soglia energetica, poiché 60.000 dollari potrebbero segnarne il minimo.

Ferraioli sostiene che, nei mercati ribassisti profondi, il costo di produzione per i miner migliori abbia storicamente rappresentato il minimo di mercato. Il minimo di febbraio, prossimo ai 60.000 dollari, coincide quasi perfettamente con quel livello, oltre che con la media mobile a 200 settimane di BTC.
La pressione di vendita su Bitcoin non è casuale, bensì demograficamente connotata. Gli investitori che stanno guidando le liquidazioni forzate sono coloro che hanno acquistato Bitcoin negli ultimi diciotto mesi: investitori che hanno accompagnato l'asset da meno di 80.000 dollari fino a 126.000 dollari, per poi vedere svanire integralmente i guadagni.

Schwab monitora due metriche di costo medio d'acquisto per quantificare tale pressione: il costo medio di acquisizione per i detentori statunitensi di ETF ed ETP spot, prossimo agli 83.000 dollari, e il costo medio degli investitori attivi, attestato intorno ai 78.000 dollari. Entrambe le cifre risultano nettamente superiori ai prezzi spot attuali, il che colloca la maggior parte dei nuovi entranti in

posizione di perdita non realizzata e rafforza il livello di 83.000 dollari come tetto dell'offerta in vendita, piuttosto che come soglia di supporto.

Gli hedge fund rappresentano circa il 30% della proprietà degli ETP spot, ma operano in modo market-neutral, eseguendo strategie di arbitraggio di base anziché assumere posizioni direzionali: non forniscono dunque un supporto naturale agli acquisti quando i prezzi scendono. È qui che l'analisi di Ferraioli assume una prospettiva più costruttiva: tutte le principali società di mining di Bitcoin quotate in Borsa hanno annunciato una svolta verso l'HPC (High-Performance Computing) per i carichi di lavoro di inferenza dell'intelligenza artificiale. Ogni tassello trova così la propria collocazione.

Sul piano strettamente economico, abbandonare il mining potrebbe apparire conveniente: l'inferenza genera ricavi netti superiori per megawattora rispetto al mining di Bitcoin nelle finestre di massima domanda. Tuttavia, la domanda di inferenza AI non è uniforme nell'arco delle ventiquattro ore. I modelli lavorano intensamente durante l'orario lavorativo e restano inattivi di notte e nei fine settimana. Si crea così un'opportunità strutturale che non sostituisce il mining di BTC, ma vi si aggiunge. Un data center che adotta questo modello ibrido massimizza l'utilizzo lungo l'intero ciclo di ventiquattro ore, anziché lasciare capacità inutilizzata quando la domanda di inferenza diminuisce. Per i miner ciò si traduce in ricavi più stabili, in minori vendite forzate di BTC per coprire i costi operativi e in un rischio strutturale inferiore durante i cicli di mercato ribassisti. Bitcoin è sostenuto dall'energia.

BTC, infatti, non ha utili, non ha free cash flow e non ha un CEO che fornisca indicazioni al mercato. Nel quadro interpretativo di Ferraioli, il suo valore deriva dal costo energetico necessario a produrlo: un costo trasparente, verificabile e storicamente resistente. Nei mercati delle materie prime, il prezzo non può scendere stabilmente sotto il costo di produzione: i produttori interrompono l'attività, l'offerta si contrae e l'equilibrio si ristabilisce a livelli più elevati. BTC segue la medesima logica. A maggio 2026, il costo medio di mining tra tutti i miner di BTC si attestava intorno agli 85.604 dollari, mentre Bitcoin veniva scambiato nella fascia media dei 60.000 dollari: di fatto, l'intera Rete operava

in perdita. Si tratta di un andamento che storicamente ha preceduto le riprese, non ulteriori crolli. È bene diffidare dei facili necrologi: il comparto software insegna. E il Clarity Act potrebbe divenire legge da un giorno all'altro nel corso dell'estate. In sostanza, gli inneschi sono già predisposti, e i tempi potrebbero rivelarsi rapidi.

L'acquisto contrarian di Strategy — Una settimana dopo aver ceduto 32 BTC, la società ha comprato 1.550 BTC per circa 101,3 milioni di dollari (prezzo medio 65.332), portando la posizione complessiva a 845.256 BTC, pari al 4% del tetto massimo di 21 milioni di unità.

La vendita "simbolica" e l'ipotesi dump'n'pump — Per JPMorgan la cessione, volontaria e dimostrativa nei confronti degli azionisti privilegiati, ha comunque spaventato i mercati; resta l'interrogativo se sia servita ad abbassare il prezzo in vista del nuovo acquisto, con lo sguardo al Clarity Act e alla pace in Medio Oriente.

I quattro gruppi ideologici secondo Saylor — Su X, Saylor descrive la comunità crypto come Maximalists (convinzione), Capitalists (adozione), Technologists (resilienza) e Fundamentalists (integrità del protocollo): forze complementari il cui equilibrio rappresenta, a suo avviso, il percorso di maggior successo per Bitcoin.

Il costo energetico come pavimento di prezzo — Per Ferraioli (Charles Schwab) il valore di BTC poggia sulla fisica del consumo energetico: circa 60.000 dollari di costo per i miner più efficienti, fino a circa 95.000 per i meno efficienti, con il minimo di febbraio allineato alla media mobile a 200 settimane.

La pressione di vendita demograficamente connotata — Le liquidazioni forzate provengono da chi ha comprato negli ultimi diciotto mesi; il costo medio dei detentori di ETF/ETP (circa 83.000 dollari) funge da tetto dell'offerta, mentre gli hedge fund market-neutral non offrono supporto agli acquisti.

La svolta dei miner verso l'HPC e il quadro prospettico — Le grandi società di mining quotate stanno integrando l'inferenza AI (HPC) in un modello ibrido che stabilizza i ricavi e riduce le vendite forzate; nel frattempo l'intera Rete opera in perdita (costo medio circa 85.604 dollari), condizione che storicamente ha preceduto le riprese, e il Clarity Act resta prossimo all'approvazione.

8-K — Modulo informativo che le società quotate negli Stati Uniti depositano presso la SEC per comunicare al mercato eventi rilevanti e non programmati (qui, le operazioni su Bitcoin).

Arbitraggio di base — Strategia che sfrutta la differenza di prezzo tra un'attività a pronti (spot) e il corrispondente contratto a termine, puntando a un profitto pressoché privo di rischio direzionale.

ASIC — Circuiti integrati progettati per un solo compito; nel mining di Bitcoin sono i processori specializzati che eseguono i calcoli, assai più efficienti dei normali computer.

Azioni privilegiate — Categoria di azioni che attribuisce diritti patrimoniali prioritari (ad esempio sui dividendi) rispetto alle ordinarie, spesso a fronte di minori diritti di voto.

Clarity Act — Proposta di legge statunitense volta a definire un quadro normativo chiaro per le criptovalute; la sua eventuale approvazione è vista come potenziale catalizzatore di mercato.

Custodia istituzionale — Servizio professionale di conservazione e gestione delle cripto-attività per conto di investitori istituzionali, con elevati standard di sicurezza e conformità.

Dump'n'pump (e pump-and-dump) — Il pump-and-dump è lo schema che gonfia il prezzo per poi rivendere; il dump'n'pump ne è l'inverso, deprimendo prima il prezzo per acquistare a livelli più bassi.

ETF ed ETP (spot) — Strumenti quotati in Borsa che replicano un sottostante; nella versione "spot" detengono direttamente l'attività (qui i Bitcoin), permettendo di investirvi senza acquistarla in proprio. ETF = Exchange-Traded Fund; ETP = Exchange-Traded Product.

Free cash flow — Flusso di cassa che un'impresa genera al netto degli investimenti necessari all'attività; misura le risorse effettivamente disponibili. Bitcoin, non essendo un'azienda, non lo produce.

Hedge fund — Fondo d'investimento poco vincolato nelle strategie, che può ricorrere a leva, derivati e posizioni complesse per cercare rendimenti in diverse condizioni di mercato.

HPC (High-Performance Computing) — Calcolo ad alte prestazioni: l'impiego di grandi infrastrutture di elaborazione, qui riconvertite dai miner per i carichi di lavoro dell'intelligenza artificiale.

Inferenza (intelligenza artificiale) – La fase in cui un modello di IA già addestrato viene utilizzato per generare risposte o previsioni; richiede notevole potenza di calcolo.

Market-neutral – Approccio d'investimento costruito per essere indifferente alla direzione generale del mercato, bilanciando posizioni rialziste e ribassiste.

Media mobile a 200 settimane – Indicatore di analisi tecnica che calcola il prezzo medio di un'attività sulle ultime 200 settimane; usato come riferimento di tendenza di lungo periodo.

Mining (e miner) – Processo con cui vengono validate le transazioni e create nuove unità di Bitcoin tramite intensi calcoli informatici; i "miner" sono gli operatori che vi si dedicano.

Perdita non realizzata – Perdita solo "sulla carta": il valore dell'investimento è sceso sotto il prezzo d'acquisto, ma diventa effettiva soltanto in caso di vendita.

Posizioni direzionali – Posizioni che scommettono sulla direzione del prezzo (al rialzo o al ribasso), in contrapposizione alle strategie neutrali rispetto al mercato.

Prezzo spot – Prezzo di un'attività per l'acquisto o la vendita immediata ("a pronti"), distinto da quello dei contratti a termine.

Scarsità digitale – La proprietà, introdotta da Bitcoin, per cui un bene digitale non può essere duplicato ed è disponibile in quantità limitata e verificabile (qui, il tetto di 21 milioni di unità).

SEC – Securities and Exchange Commission, l'autorità federale statunitense di vigilanza sui mercati finanziari.

Sentiment – Il clima di fiducia o sfiducia prevalente tra gli investitori, spesso guidato da emozioni e aspettative più che dai fondamentali.

Titoli garantiti da Bitcoin – Strumenti finanziari che utilizzano Bitcoin come collaterale o sottostante, pensati per integrare la criptovaluta nell'infrastruttura del credito e 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