MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

29 GIUGNO - 5 LUGLIO

ANNO 2026



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Indice

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

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

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

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

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

60 **DISCLAIMER**
informazioni legali e credits

61 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

La settimana sarà caratterizzata da un calendario macroeconomico estremamente fitto, con dati in arrivo da tutte le principali economie mondiali. L'attenzione si concentrerà sull'Eurozona, chiamata a fornire indicazioni su credito, massa monetaria M3, fiducia di imprese e consumatori, aspettative d'inflazione e andamento del comparto manifatturiero e dei servizi. Parallelamente saranno monitorati i PMI di Cina, Unione Europea e Regno Unito, insieme ai dati su inflazione, produzione industriale, PIL e mercato del lavoro di Giappone, Germania, Italia, Francia, Canada, Brasile, Russia e Turchia. Negli Stati Uniti riflettori puntati su ISM manifatturiero, JOLTs, EIA, spese per costruzioni e, soprattutto, sui Non-Farm Payrolls, principale indicatore dello stato di salute del mercato del lavoro. Sullo sfondo, il forum della BCE e gli interventi delle principali Banche centrali completeranno un quadro ricco di potenziali spunti per i mercati finanziari.

Cosa aspettarsi dal mercato?

L'elevata concentrazione di dati rende probabile un aumento della volatilità, soprattutto qualora emergessero segnali di rallentamento economico o pressioni inflazionistiche inattese. L'attenzione degli operatori sarà rivolta in particolare ai Non-Farm Payrolls statunitensi, considerati il principale indicatore in grado di influenzare le prossime decisioni della FED: un indebolimento del mercato del lavoro rafforzerebbe l'ipotesi di una svolta più accomodante della politica monetaria nei prossimi mesi. Saranno osservati con attenzione anche ISM, JOLTs ed EIA, quest'ultimo ormai interpretato come indicatore anticipatore delle possibili tensioni geopolitiche in Medio Oriente attraverso l'andamento delle scorte petrolifere. Con Wall Street chiusa per il 4 luglio, la reazione finale dei mercati potrebbe essere affidata alle Borse asiatiche e, soprattutto, ai futures della riapertura statunitense.

La settimana prende avvio **lunedì 29 giugno** con la pubblicazione dei dati relativi alle vendite al dettaglio e agli ordinativi del comparto delle costruzioni in Giappone, per poi proseguire con il dato sull'inflazione in Spagna e concentrarsi successivamente su una vera e propria santabarbara di indicatori macroeconomici provenienti dall'Unione Europea: prestiti alle imprese, massa monetaria M3, fiducia delle imprese e dei consumatori, aspettative d'inflazione, aspettative sui prezzi industriali e indicatori di sentiment nei comparti dell'industria e dei servizi. A seguire saranno diffusi i dati sulla produzione industriale e manifatturiera in India, in attesa dell'indice manifatturiero della FED di Dallas e del discorso di Christine Lagarde, previsto per le ore 18:30.

Martedì 30 giugno l'attenzione si sposterà sui dati relativi a occupazione e produzione industriale in Giappone, cui seguirà la pubblicazione delle minute dell'ultima riunione della Banca centrale australiana e, soprattutto, dei dati PMI manifatturiero e non manifatturiero della Cina. In successione arriveranno le vendite al dettaglio, il tasso di disoccupazione, l'inflazione e il CPI dei Länder in Germania; il PPI e il tasso d'inflazione in Italia; l'indice Nationwide dei prezzi immobiliari e la lettura finale del PIL nel Regno Unito; nonché il tasso d'inflazione e il PPI in Francia. Completeranno il quadro la bilancia commerciale del Sudafrica, il dato sul PIL del Canada e l'indice Shiller-Case sui prezzi immobiliari negli Stati Uniti, insieme al Chicago PMI, all'indice dei servizi della FED di Dallas e, soprattutto, al dato JOLTs sulle aperture di nuove posizioni lavorative. A chiudere la giornata sarà il forum della BCE dedicato al futuro delle Banche centrali.

Mercoledì 1 luglio sarà la volta dell'indice AI dell'industria australiana e dell'indagine Tanken giapponese relativa a grande, media e piccola impresa, manifattura e Capex, oltre alla bilancia commerciale della Corea del Sud. Nelle prime ore della mattinata italiana saranno pubblicati anche il PMI manifatturiero della Cina, i dati su inflazione e bilancia commerciale dell'Indonesia e la fiducia dei consumatori in Giappone. Per l'Eurozona è prevista la pubblicazione del PMI manifatturiero finale di tutti gli Stati membri, accompagnato dalle letture di inflazione e CPI dell'Unione Europea. Negli Stati Uniti saranno diffusi il tasso MBA sui mutui trentennali e, soprattutto, l'indice ISM manifatturiero, con tutti i relativi sotto-indici, oltre alle spese per costruzioni su base mensile. In chiusura, tornerà sotto i riflettori quello che ormai viene considerato il barometro anticipatore delle possibili mosse belliche

degli Stati Uniti in Medio Oriente: il dato EIA sulle scorte di petrolio, scese la scorsa settimana al di sotto della Maginot dei 20 milioni di barili. Completeranno il calendario il tasso di disoccupazione in Russia, il PMI del Brasile e la fiducia delle imprese in Messico.

Giovedì 2 luglio saranno diffusi la bilancia commerciale australiana, il tasso di disoccupazione in Italia, Spagna ed Eurozona, la produzione industriale in Brasile e, soprattutto, il dato sui Non-Farm Payrolls negli Stati Uniti, accompagnato dall'intera batteria dei sotto-indici relativi al mercato del lavoro. Chi ipotizza un playbook che contempli un crash azionario prima delle elezioni di mid-term prevede necessariamente anche un marcato deterioramento dei NFP da qui alla fine di settembre, così da offrire alla FED il contesto ideale per un drastico cambio di orientamento della politica monetaria. La giornata si concluderà con il dato sul PIL della Russia, la bilancia commerciale della Turchia e quella delle riserve valutarie della Corea del Sud.

Venerdì 3 luglio saranno pubblicati il PMI dei servizi e quello composito della Cina, la produzione industriale in Francia e il tasso d'inflazione della Turchia, in attesa della diffusione del PMI dell'Unione Europea, di tutti gli Stati membri e della Gran Bretagna. Con gli Stati Uniti chiusi in vista del weekend del 4 luglio, la settimana sui mercati si concluderà in anticipo. L'attenzione, tuttavia, resterà puntata sull'Asia. E sui futures della riapertura.

Macro

Take Away

Unione Europea al centro dell'attenzione - una fitta sequenza di indicatori macroeconomici tra credito alle imprese, massa monetaria M3, fiducia di imprese e consumatori, aspettative d'inflazione e dati PMI offrirà un quadro aggiornato sullo stato dell'economia europea.

Inflazione e attività economica sotto osservazione - CPI, PPI, produzione industriale e PIL di numerose economie avanzate permetteranno di verificare se il rallentamento dell'inflazione procede senza compromettere la crescita.

Cina e Asia come termometro della crescita globale - i PMI manifatturiero e dei servizi, insieme ai dati provenienti da Giappone, Corea del Sud, Australia e Indonesia, consentiranno di valutare la solidità della ripresa economica dell'area asiatica.

Banche centrali protagoniste - il forum della BCE, l'intervento di Christine Lagarde e le minute della Banca centrale australiana offriranno indicazioni sull'evoluzione delle future politiche monetarie.

Focus sul mercato del lavoro statunitense - il dato sui Non-Farm Payrolls, accompagnato da JOLTs e dagli altri indicatori occupazionali, rappresenterà l'appuntamento più importante della settimana per le attese sulla politica monetaria della FED.

Energia e geopolitica - il dato EIA sulle scorte di petrolio continuerà a essere monitorato come possibile indicatore anticipatore delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, con potenziali riflessi sui mercati energetici e finanziari.

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.

Capex (Capital Expenditure) - Spese sostenute dalle imprese per investimenti in beni durevoli, come impianti, macchinari e infrastrutture. È un indicatore della propensione delle aziende a investire nella crescita futura.

Chicago PMI - Indice che misura l'andamento dell'attività economica nell'area di Chicago. È considerato un indicatore anticipatore dello stato di salute dell'economia statunitense.

CPI (Consumer Price Index) - Indice dei prezzi al consumo. Misura l'andamento dell'inflazione osservando come varia nel tempo il costo di un paniere di beni e servizi acquistati dalle famiglie.

EIA (Energy Information Administration) - Agenzia governativa statunitense che pubblica, tra l'altro, i dati settimanali sulle scorte di petrolio, osservati dai mercati per valutarne gli effetti sui prezzi dell'energia.

Forum della BCE - Evento annuale organizzato dalla Banca Centrale Europea durante il quale governatori e banchieri centrali discutono l'evoluzione dell'economia e della politica monetaria.

Indice ISM manifatturiero - Indicatore elaborato dall'Institute for Supply Management che misura lo stato di salute del settore manifatturiero statunitense. Valori superiori a 50 indicano espansione, inferiori a 50 contrazione.

Indice Nationwide dei prezzi immobiliari - Indicatore che misura l'andamento dei prezzi delle abitazioni nel Regno Unito.

Indice Shiller-Case - Indice che monitora l'andamento dei prezzi delle abitazioni nelle principali aree metropolitane degli Stati Uniti.

JOLTs (Job Openings and Labor Turnover Survey) - Rapporto mensile che misura il numero di posti di lavoro vacanti, assunzioni e dimissioni negli Stati Uniti. È uno dei principali indicatori della forza del mercato del lavoro.

Länder - I sedici Stati federati che compongono la Germania. Alcuni dati economici, come l'inflazione, vengono pubblicati prima a livello dei singoli Länder e successivamente a livello nazionale.

Macro

Glossario

M3 (Massa monetaria M3) - La misura più ampia della quantità di moneta in circolazione nell'economia. Comprende contante, depositi bancari e altri strumenti finanziari a elevata liquidità.

Minute della banca centrale - Verbale dettagliato della riunione di politica monetaria di una banca centrale, nel quale vengono illustrate le motivazioni delle decisioni assunte.

Non-Farm Payrolls (NFP) - Il principale dato mensile sull'occupazione negli Stati Uniti. Misura il numero di nuovi posti di lavoro creati, escludendo il settore agricolo, ed è tra gli indicatori più seguiti dai mercati finanziari.

Playbook - Espressione utilizzata in ambito finanziario per indicare uno scenario operativo o una strategia interpretativa che gli investitori ritengono possa svilupparsi nei mesi successivi.

PMI (Purchasing Managers' Index) - Indice dei direttori degli acquisti che misura il livello di attività economica nei settori manifatturiero e dei servizi. È uno dei principali indicatori anticipatori del ciclo economico.

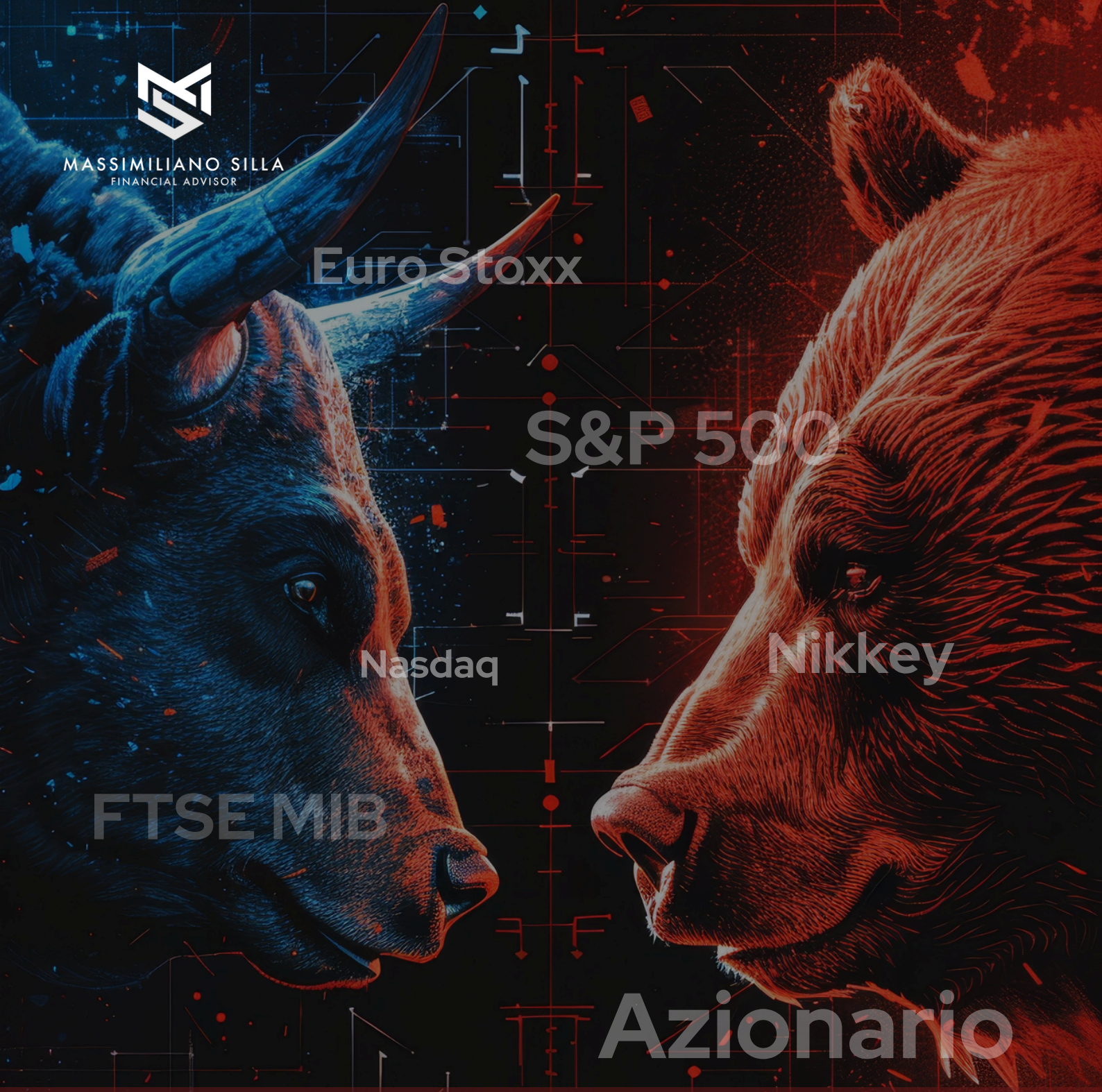
PPI (Producer Price Index) - Indice dei prezzi alla produzione. Misura la variazione dei prezzi praticati dai produttori prima che beni e servizi arrivino ai consumatori.

Sentiment economico - Misura della fiducia e delle aspettative di imprese, investitori e consumatori riguardo all'andamento dell'economia.

Sotto-indici - Indicatori che compongono un indice principale e ne descrivono aspetti specifici, come occupazione, nuovi ordini, prezzi o produzione.

Tanken - Storica indagine della banca centrale giapponese sulla fiducia delle imprese, considerata uno dei principali indicatori dello stato dell'economia del Giappone.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

abstract



In sintesi

SpaceX entra nel Nasdaq 100 dal 7 luglio, l'inclusione più rapida nella storia dell'indice. I fondi indicizzati passivi saranno costretti ad acquistare il titolo a qualunque valutazione, garantendo ai gestori attivi — che da mesi anticipano la notizia — un acquirente obbligato, mentre le principali società di prime brokerage modellano già i flussi passivi richiesti, calcolati fino al decimale. Ma l'ingresso avviene in un contesto fragile: Nasdaq e semiconduttori delineano un diamond top volatile, con la distribuzione istituzionale contrapposta agli acquisti retail e un calo del 5% dei chip in una sola seduta. Sotto indici apparentemente stabili si nasconde un caos di rotazioni settoriali estreme, segnale di un massimo ciclico e di liquidità in progressivo assottigliamento. In questo quadro vanno distinte le liquidazioni forzate dai giudizi di merito: Rocket Lab (RKLB,−45RKLB, -45%) crolla per panic selling pur protetta dalla dottrina dell'Assured Access e da contratti governativi; Oracle (RKLB,−45ORCL, -19,4%) cede come collaterale in margin call automatica, non per peggioramento dei fondamentali.

Cosa aspettarsi dal mercato?

L'economia spaziale è in fase attiva di implementazione: oltre 4.434 satelliti lanciati nel 2025 (+65% su base annua) e circa 70.000 attesi nei prossimi cinque anni, con il mercato LEO stimato a sette volte fino a 108 miliardi di dollari entro il 2035 (CAGR ~20%). La SIA stima l'economia spaziale globale in 429 miliardi nel 2025; WEF, McKinsey e Novaspace proiettano tra 1.000-1.800 miliardi entro il 2034-2035. La domanda governativa, già finanziata fino al 2028, resta non discrezionale. L'Asia costituisce la spina dorsale hardware (lanci, satelliti, RF/GNSS, phased-array), ma le sue società della supply chain sono strutturalmente sottorappresentate negli ETF tematici, ancora concentrati sui titoli statunitensi: un divario tra posizionamento e fondamentali (P/E -60%, P/B -25%) che apre un potenziale alpha. La convergenza con l'IA ne estende l'orizzonte temporale. Il paniere Goldman Sachs GSSZSPCE (53 titoli) intercetta questa dislocazione, con un rapporto rischio/rendimento relativo favorevole, sostenuto dal supporto strutturale alle azioni asiatiche come alternativa agli Stati Uniti.

Ogni passaggio si è consumato in tempi record, e a colpi di record, tanto positivi quanto negativi: dall'IPO all'emissione obbligazionaria, dalla capitalizzazione di mercato (market cap) fino al cherry picking speculativo sulla duration. SpaceX è oggi Wall Street: l'intero mercato sembra ruotare attorno al progetto spaziale di Elon Musk. Non sorprende, quindi, l'annuncio del suo ingresso nel Nasdaq 100 a partire dal 7 luglio prossimo, il più rapido nella storia dell'indice.

Resta però una domanda di fondo: SpaceX è protagonista o semplice comprimario? Un attore di primo piano (guest star) o una presenza destinata a un ruolo accessorio? Partiamo da un presupposto: i richiami sono quelli del 21 dicembre 2020 e dell'ingresso accelerato (fast-track) nello S&P 500 di un noto marchio di auto elettriche (EV). I fondi indicizzati passivi sono automaticamente costretti ad acquistare il titolo sottostante a qualsiasi valutazione, nel momento stesso in cui esso viene incluso nell'indice. Ciò significa che i gestori attivi — che da mesi anticipano proprio questa notizia — ottengono finalmente il loro acquirente garantito: non devono stimare da dove proverrà il volume, poiché gli algoritmi di replica passiva sono legalmente obbligati a fornirlo. Le principali società di prime brokerage stanno già modellando i flussi passivi richiesti, con ponderazioni calcolate fino al decimale.

Dal 7 luglio il mercato acquisterà l'entusiasmo per la prospettiva di un monopolio spaziale generazionale, mentre la cosiddetta smart money ha come unica preoccupazione l'individuazione della strategia migliore per trasferire il proprio rischio sui fondi pensione 401(k). Una data, dunque, da annotare. Un elemento, in ogni caso, appare certo: il settore spaziale è oggi particolarmente effervescente, ben più dell'AI in senso stretto.

Prima di procedere, conviene tuttavia soffermarsi su un paio di dinamiche che lasciano intravedere i rischi connessi all'inserimento di un elemento tanto destabilizzante in un equilibrio — quello del Nasdaq, e del mercato in generale — tutt'altro che solido. Si parta da questo grafico **(NASDAQ_SEMIS)**, che mostra come l'indice tecnologico e quello dei semiconduttori stiano delineando un pattern da manuale dei massimi ciclici.

Nasdaq e comparto dei semiconduttori stanno infatti lanciando importanti segnali d'allarme, mentre sui rispettivi grafici prende forma una rara e altamente volatile figura di diamond top (diamante di inversione). Questo pattern tecnico riflette un'estrema incertezza del mercato, alimentata in larga misura da un acceso contrasto tra la distribuzione operata dagli investitori istituzionali e gli acquisti sui ribassi della clientela retail. Le recenti sedute hanno messo in luce profonde crepe nella narrativa rialzista, evidenziate da una giornata particolarmente negativa che ha innescato un brusco calo del 5% dei titoli dei semiconduttori.

Per mesi, la massiccia collocazione di capitale e la distorsione indotta dagli algoritmi hanno mascherato il reale stato di salute del mercato nel suo complesso. Una ristretta cerchia di colossi tecnologici e dei semiconduttori a mega-capitalizzazione ha sostenuto artificialmente i principali indici; ora le conseguenze di tale concentrazione emergono con chiarezza. Sebbene gli indici principali appaiano talvolta stabili, sotto la superficie si cela un contesto caotico, caratterizzato da violente e imprevedibili rotazioni settoriali quotidiane. Il comportamento attuale del mercato presenta le classiche caratteristiche di un massimo ciclico:

- Rotazione settoriale estrema: i capitali abbandonano alcuni settori per riversarsi in altri di giorno in giorno, senza lasciare spazio a una leadership sostenibile.
- Confusione tra gli operatori opportunistici: i trader speculativi e gli inseguitori del momentum vengono colti dalla parte sbagliata delle rapide inversioni intraday, dando luogo a comportamenti di acquisto e vendita erratici.
- Volatilità in aumento: il pattern a diamante rappresenta un ampliamento dell'escursione dei prezzi seguito da un restringimento, segnale che gli investitori più esperti stanno distribuendo silenziosamente le proprie azioni al pubblico.

In definitiva, quando il comparto dei semiconduttori perde il 5% in una singola seduta, non si tratta di una normale presa di profitto, bensì di un cambiamento strutturale che dimostra come la liquidità a sostegno di questo mercato si stia rapidamente assottigliando. In tale contesto di marcata instabilità si inserirà, dal 7 luglio, un elemento dirompente come SpaceX.

Occorre dunque evitare due errori speculari: liquidare indistintamente l'intero comparto, oppure scambiare le liquidazioni forzate di collaterale per giudizi di merito su un titolo che, piaccia o meno, costituisce un proxy di sistema più che una semplice equity.

Partiamo dal primo caso. Gli investitori retail meno esperti del comparto tech stanno infatti abbandonando l'altro soggetto del duopolio federale dello spazio, non comprendendo l'effettivo funzionamento del processo di approvvigionamento del Pentagono. Rocket Lab Corp. (ticker $RKLB) è in calo del 45% rispetto ai massimi di maggio, scivolando fino a 84,54 dollari nonostante un imponente portafoglio ordini governativo, pari a circa 2,2 miliardi di dollari. La tesi prevalente è stata, e sembra permanere, quella dell'effetto drenante dell'IPO di SpaceX sul capitale del settore, tale da lasciare il secondo operatore privo di risorse. Ne è derivato un panic selling alimentato da un eccesso di hype, in una dinamica che richiama quanto accaduto nel 2015 con Intel e il suo presunto monopolio dei data center.

Ciò che il consenso trascura è la dottrina dell'Assured Access. Il Dipartimento della Difesa degli Stati Uniti e la NASA sono strutturalmente, legalmente e strategicamente impossibilitati a fare affidamento su un unico fornitore di lanci. Al Pentagono non interessa la valutazione di SpaceX, bensì la ridondanza. Per questa ragione il governo statunitense ha appena assegnato a Rocket Lab un contratto SDA da 816 milioni di dollari e un blocco dedicato della NASA: si sta, di fatto, finanziando la ricerca e sviluppo del razzo Neutron per garantire la sopravvivenza di un'alternativa credibile.
Pertanto, mentre i fondi passivi vendono nel panico fino alla media mobile a 200 giorni, a 74,89 dollari, per liberare liquidità da destinare a un'allocazione in SpaceX, le sale operative accumulano silenziosamente l'unico altro fornitore di lanci orbitali di cui l'esercito statunitense si fidi realmente. In sostanza, una cessione di azioni — a forte sconto — al futuro veicolo di acquisizione di un grande appaltatore della difesa.

Sul versante opposto si colloca Oracle, reduce da un drawdown settimanale del 19,4% in un contesto monopolistico da 300 miliardi di dollari. Cambiamento nei fondamentali? No: si tratta di un evento di liquidazione del collaterale.

Qui i ricavi del cloud incidono poco o nulla, poiché $ORCL non è soltanto un'azione: nell'ultimo decennio ha funzionato come collaterale a bassa volatilità. I desk utilizzano questi titoli mega-cap come garanzia per accrescere il margine e finanziare l'esposizione verso il settore tecnologico ad alto beta. Quando un asset fondamentale impiegato come collaterale registra la sua peggiore settimana dal 2001, i prime broker non avanzano richieste cortesi, ma liquidano automaticamente le posizioni a leva. Il calo iniziale del prezzo innesca un haircut automatico sul valore del collaterale, che impone la liquidazione dell'asset sottostante per soddisfare la margin call in arrivo overnight; ciò spinge ulteriormente il prezzo al ribasso, attivando il livello successivo di haircut. Si tratta di un ciclo di feedback negativo eseguito interamente dagli algoritmi del prime brokerage, del tutto scollegato da qualunque dichiarazione il CEO di turno possa aver reso nella call sugli utili. Mentre la clientela retail tenta di intercettare un titolo in caduta (catching a falling knife) basandosi sui rapporti P/E, lo stesso desk che acquista Rocket Lab Corp. a sconto guarda al quadro reale: l'addetto ai margini impegnato a smaltire le posizioni in liquidazione del sistema.

Ciò premesso, l'economia spaziale è in una fase attiva di implementazione. I lanci di satelliti hanno superato quota 4.400 nel 2025 (+65% su base annua), con circa 70.000 satelliti aggiuntivi previsti nei prossimi cinque anni. Si stima che il mercato dei satelliti in orbita terrestre bassa (LEO) si espanda di sette volte, raggiungendo i 108 miliardi di dollari entro il 2035. I programmi governativi per costellazioni satellitari sono già in fase di esecuzione finanziata fino al 2028, garantendo una domanda non discrezionale indipendente dall'adozione da parte degli utenti finali.

Sebbene SpaceX abbia comprensibilmente conquistato i riflettori del settore spaziale con la sua recente IPO, il ruolo dell'Asia nella catena di fornitura globale è cruciale. L'Asia rappresenta la spina dorsale hardware dell'espansione globale, comprendendo piattaforme satellitari e payload, motori per razzi, chip RF/GNSS, antenne phased-array, strumenti per l'osservazione della Terra e servizi di manutenzione in orbita. Cina, Giappone, Corea, Taiwan e India occupano posizioni distinte ma complementari lungo la catena del valore, sostenute da portafogli ordini già contrattualizzati e da programmi governativi. Il tema si sta inoltre ampliando grazie alla convergenza con l'IA, che ne estende l'orizzonte temporale.

I flussi tematici stanno accelerando: i fondi e gli ETF globali dedicati allo spazio hanno raggiunto un patrimonio di circa 25 miliardi di dollari, distribuiti su oltre 40 prodotti, rispetto ad appena 1 miliardo di dollari all'inizio del 2025. Tuttavia, le società asiatiche della supply chain rimangono strutturalmente sottorappresentate, generando un evidente divario tra posizionamento e fondamentali. Valutazioni e utili sostengono peraltro un interessante rapporto rischio/rendimento: le azioni dell'economia spaziale asiatica trattano a forti sconti rispetto ai concorrenti globali (P/E -60%; P/B -25%) e con valutazioni relative prossime ai minimi storici, nonostante una dinamica degli utili favorevole. I fondamentali non risultano ancora pienamente riflessi nei prezzi.

Il rapporto annuale State of the Satellite Industry della Satellite Industry Association (SIA) stima il valore dell'economia spaziale globale in 429 miliardi di dollari nel 2025 (+3% su base annua), inclusi 303 miliardi di ricavi lungo la catena del valore dei satelliti commerciali. L'attività di implementazione continua ad accelerare: nel 2025 sono stati lanciati 4.434 satelliti (+65% su base annua), portando il totale dei satelliti operativi a 14.266. All'interno della catena del valore, i ricavi dei lanci commerciali sono cresciuti del 33% a 12,4 miliardi di dollari, la produzione di satelliti ha raggiunto i 20,4 miliardi e i ricavi delle reti di terra satellitari sono aumentati dell'8% fino a 165 miliardi di dollari.

In prospettiva, con circa 70.000 satelliti previsti per il lancio nei prossimi cinque anni, gli analisti azionari di Goldman Sachs stimano che il mercato dei satelliti LEO crescerà di sette volte, fino a 108 miliardi di dollari entro il 2035, con un CAGR di circa il 20% nel periodo 2024–2035E. Negli scenari più ottimistici, il mercato potenziale potrebbe raddoppiare nello scenario rialzista e persino quadruplicare nel best case scenario più favorevole. Stime di settore più ampie indicano un'opportunità di dimensioni analoghe: il World Economic Forum e McKinsey prevedono che l'economia spaziale raggiunga i 1.800 miliardi di dollari entro il 2035, mentre Novaspace stima che il mercato possa superare i 1.000 miliardi entro il 2034. Numerosi programmi competono già per questo mercato potenziale, con i produttori asiatici della supply chain ben posizionati per beneficiare dell'intero ciclo di implementazione. L'opportunità asiatica è incentrata sulla produzione manifatturiera, ma si estende anche a un più ampio impatto economico, comprendendo connettività, osservazione della Terra, logistica, analisi climatiche e agricole e infrastrutture digitali.

Deloitte e il Singapore Space & Technology Think Tank stimano che i soli servizi di osservazione della Terra potrebbero contribuire con circa 100 miliardi di dollari al PIL dell'ASEAN entro il 2030 **(ASIA_SPACE1** e **ASIA_SPACE2).**

Catena del valore dell'economia spaziale — ricavi consolidati vs opportunità emergenti

La distinzione tra segmenti consolidati e segmenti emergenti è rilevante per valutare l'esposizione al tema. Il posizionamento principale dovrebbe essere ancorato a segmenti con ricavi e contratti già esistenti, mentre le aree emergenti andrebbero considerate come opzionalità.

Core / Consolidati

- Veicoli di lancio: l'abilitatore fondamentale. La riduzione dei costi grazie alla riutilizzabilità ha sbloccato la crescita downstream. L'Asia dispone della più ampia base di lanci al di fuori degli Stati Uniti, comprendente Cina (pubblica e privata), Giappone (H3) e India (ISRO e nuovi operatori privati).
- Produzione di satelliti: il segmento con la migliore visibilità sugli ordini, grazie alle costellazioni governative che sostengono una domanda non discrezionale. La Cina guida per scala e integrazione; il Giappone eccelle nei sistemi di precisione; la Corea sta incrementando la capacità produttiva; Taiwan è specializzata in sottosistemi e componenti; l'India è ancora in fase iniziale, ma in rapida crescita.
- Elettronica e infrastrutture di terra: il segmento più ampio e quello più direttamente legato ai volumi. L'implementazione dei satelliti alimenta meccanicamente la domanda di hardware, con rischio esecutivo limitato. Taiwan domina nei componenti RF/GNSS e phased-array, mentre Corea e Giappone forniscono reti e sistemi terrestri.
- Osservazione della Terra e servizi dati: il segmento downstream più maturo, sostenuto da ricavi ricorrenti derivanti dai dati. Giappone e India sono i principali fornitori; il Sud-est asiatico rappresenta il mercato della domanda con la crescita più rapida, con Singapore come hub regionale.

- Connettività/banda larga tramite satelliti LEO: il percorso di monetizzazione più chiaro nel breve termine. I settori marittimo e aeronautico guidano l'adozione grazie ai significativi vantaggi di costo rispetto ai servizi tradizionali. L'Asia-Pacifico è un mercato chiave, con Taiwan, Corea e Giappone fornitori dell'hardware principale.

Crescita iniziale / Emergenti

- Sostenibilità spaziale e servizi in orbita: domanda strutturalmente non discrezionale, poiché la congestione in orbita terrestre bassa cresce con il numero di satelliti. Il Giappone detiene una posizione quasi monopolistica a livello globale nei servizi commerciali in orbita.
- Calcolo AI orbitale / data center spaziali: entreranno nelle prime fasi di approvvigionamento nel 2026, spinti dai limiti energetici e autorizzativi terrestri. Il collegamento con gli investimenti nell'IA amplia l'interesse degli investitori. Giappone, Corea e Taiwan sono i principali beneficiari sul fronte hardware.
- Direct-to-Device (D2D) / mobilità connessa: in evoluzione da nicchia a livello integrato di connettività. La standardizzazione del 6G dovrebbe incorporare strutturalmente il D2D. La Cina guida l'integrazione nei veicoli elettrici, mentre Taiwan, Corea e Giappone forniscono i componenti principali.
- Farmaceutica spaziale / produzione in microgravità: scientificamente validata, ma ancora in fase iniziale dal punto di vista commerciale. I quadri normativi restano poco sviluppati. Il ruolo dell'Asia è attualmente focalizzato sull'accesso ai lanci e sulla logistica di ritorno dei payload (India e Giappone), con potenziale di lungo periodo.

Supply chain asiatica — esposizioni differenziate per mercato

L'opportunità si presenta geograficamente diversificata ma coerente sul piano tematico, con ciascun mercato a offrire un'esposizione differenziata lungo la catena del valore:

- Cina, Giappone e Corea — esposizione elevata: posizionati a monte nei lanci, nella produzione

satellitare e nell'integrazione di sistemi, dove il valore dei contratti è più elevato e la visibilità pluriennale. La crescita della Cina è in larga parte non discrezionale fino al 2028, trainata dalle scadenze dei depositi ITU. Il Giappone aggiunge una componente distintiva legata alla sostenibilità (ad esempio Astroscale), mentre la Corea punta a una scala commerciale con un modello integrato tra lanci, produzione e dati.

- Taiwan — esposizione medio-alta: focalizzata sull'elettronica di terra, il segmento a maggiori ricavi. Le consolidate relazioni con gli operatori globali di costellazioni riducono il rischio esecutivo, sebbene l'esposizione sia più downstream.
- India — esposizione moderata: riflette un settore ancora nelle prime fasi di espansione commerciale, ma con un'opportunità articolata su tre pilastri nei prossimi 3-5 anni.
- ASEAN/Singapore — esposizione bassa-moderata: oggi rappresenta soprattutto un mercato della domanda e un hub regionale, con possibilità di espansione produttiva nel tempo grazie alla riallocazione delle supply chain.

Parallelamente, i programmi governativi stanno entrando nella fase di esecuzione finanziata, tra cui lo Space Strategy Fund da 1.000 miliardi di yen del Giappone, il fondo spaziale privato da 200 miliardi di won della Corea, il veicolo di venture capital IN-SPACe dell'India e il NSAS di Singapore.

Flussi degli investitori e posizionamento tematico

I fondi dedicati allo spazio hanno registrato consistenti afflussi dal 2015 (+19 miliardi di dollari), con un patrimonio complessivo giunto a 25 miliardi di dollari al picco, distribuiti su oltre 40 fondi globali, rispetto a circa 1 miliardo all'inizio del 2025. Tra i primi 10 fondi per patrimonio, sei sono ETF e rappresentano circa il 50% degli asset del tema. I recenti lanci di ETF da parte di numerosi gestori riflettono una crescente domanda istituzionale di esposizione dedicata. I flussi rimangono tuttavia concentrati nei titoli quotati negli Stati Uniti: le società asiatiche della supply chain risultano ancora sottorappresentate nelle allocazioni tematiche globali e negli indici di riferimento, un divario strutturale che costituisce una potenziale fonte di alpha per i beneficiari asiatici. Nel medio-lungo termine, la continua esecuzione dei programmi sovrani, la convergenza con le infrastrutture AI e la

crescente partecipazione istituzionale dovrebbero sostenere l'interesse degli investitori lungo tutta la catena del valore dell'economia spaziale.

Asia Space Economy Basket (GSSZSPCE)

Il paniere Asia Space Economy (ticker GSSZSPCE) di Goldman Sachs comprende società con esposizione diretta o tramite la supply chain all'economia spaziale, suddivise in quattro categorie. Il paniere include 53 società, con rispettivamente 4, 16, 18 e 15 titoli in ciascun segmento, che rappresentano il 16%, 40%, 26% e 18% del peso complessivo. Le azioni dell'economia spaziale asiatica hanno registrato una significativa sovraperformance rispetto ai mercati regionali dal 2025, trainate soprattutto dai titoli coreani e taiwanesi. Il rally è stato particolarmente marcato nella seconda parte del 2025, seguito da una fase di consolidamento. Tra aprile e maggio di quest'anno, le società asiatiche della supply chain hanno sottoperformato i concorrenti globali, dopo aver seguito un andamento sostanzialmente allineato nella prima parte dell'anno.
Tale divergenza viene interpretata come legata ai flussi: i forti afflussi verso gli ETF tematici sullo spazio hanno favorito in misura sproporzionata i titoli quotati a livello globale, probabilmente anche in anticipazione dell'IPO di SpaceX. Da giugno la performance relativa è tornata a migliorare, mentre i concorrenti statunitensi hanno verosimilmente risentito di una minore liquidità e le azioni asiatiche continuano a beneficiare di un supporto strutturale come alternativa agli Stati Uniti. Questa dislocazione sta creando un'interessante opportunità in termini di rapporto rischio/rendimento relativo per le esposizioni alla supply chain asiatica, sostenuta da fondamentali favorevoli.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

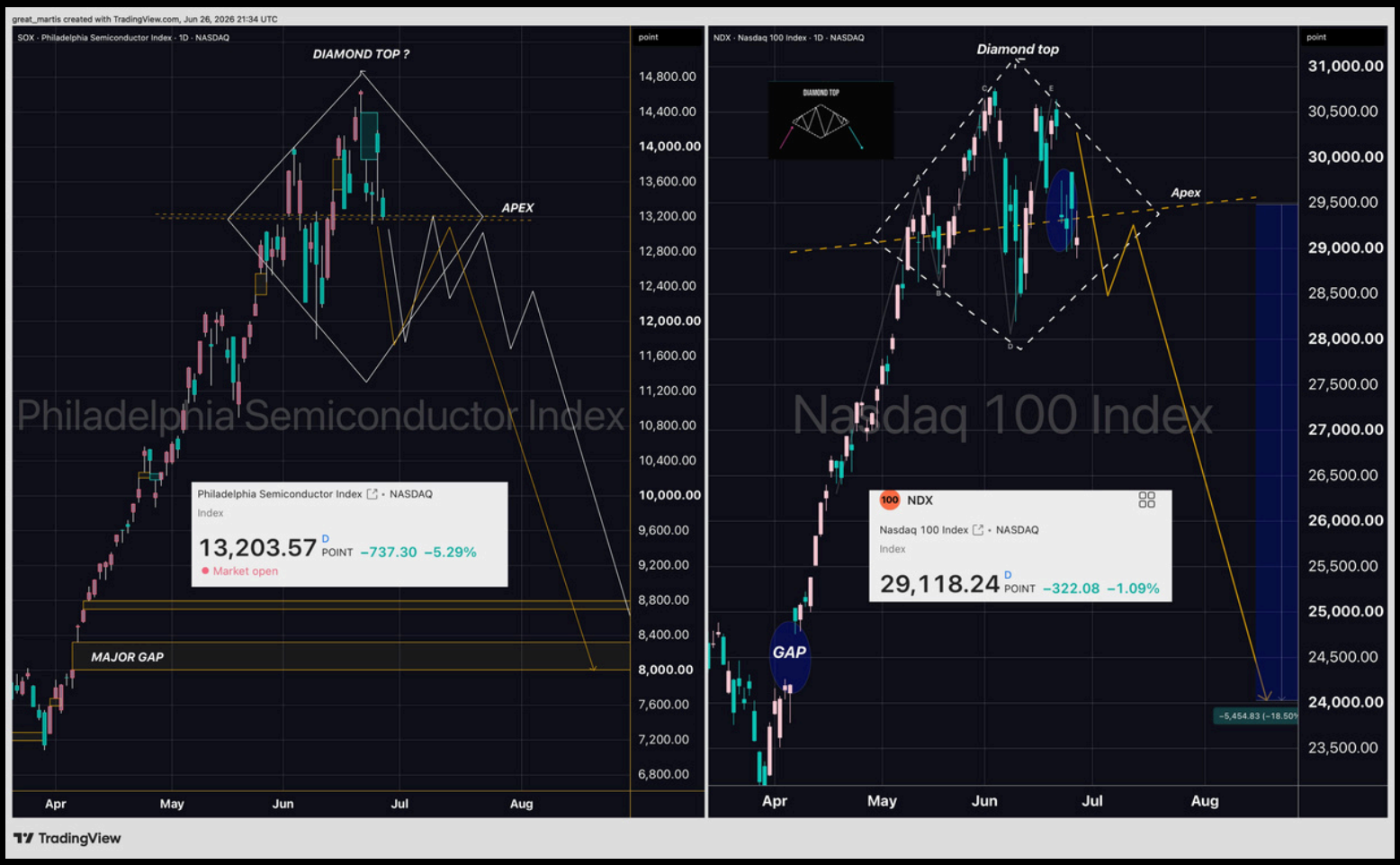


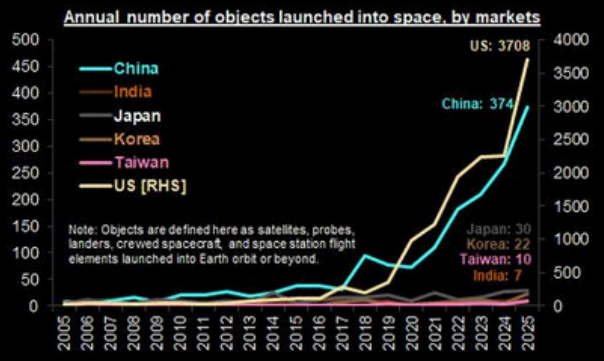
Immagine NASDAQ_SEMIS - **Fonte** TradingView

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



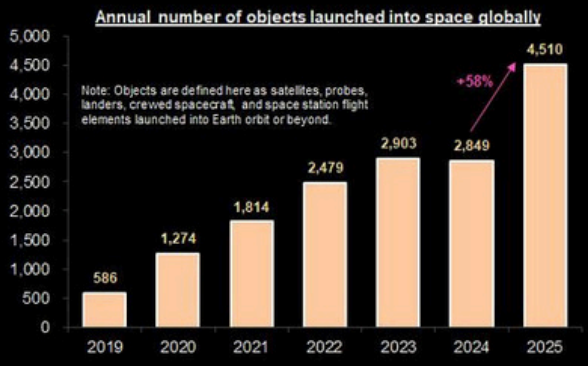
Immagine ASIA_SPACE 1 - **Fonte** Zerohedge

Exhibit 1: US remains the most active player in launching activities globally, while China is the most active player among Asia



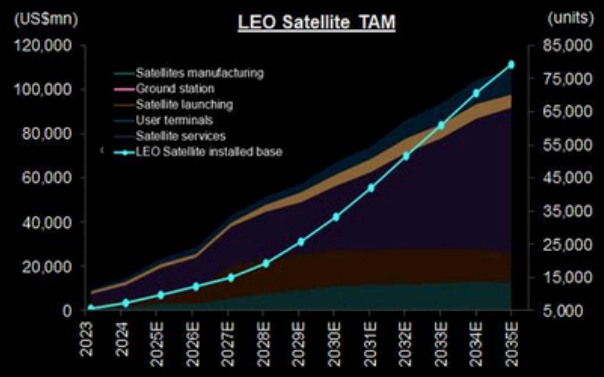
Source: Our World in Data, Orbital Radar

Exhibit 2: Global space object launches (primarily satellites) surged by ~60% to over 4,500 annually in 2025



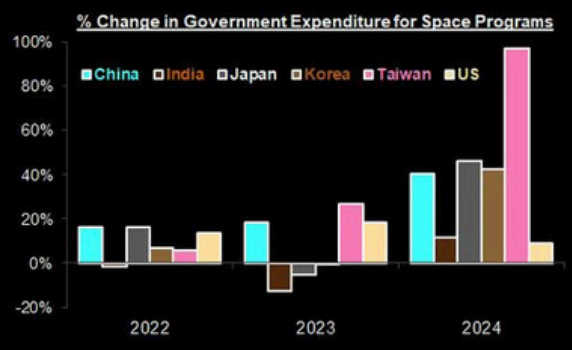
Source: Our World in Data, Orbital Radar

Exhibit 3: Our Technology equity analysts forecast the LEO satellite TAM to increase from US$15bn to US$108bn over 2024–35E



Source: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

Exhibit 4: Governments across global economies have committed to increased space investment and spending



Source: Novaspace, Goldman Sachs Global Investment Research

Immagine ASIA_SPACE 2 - **Fonte** Goldman Sachs

IInclusione di SpaceX nel Nasdaq 100 - Ingresso dal 7 luglio, il più rapido di sempre: i fondi passivi devono comprare a qualsiasi prezzo, offrendo ai gestori attivi un acquirente garantito.

Oracle come collaterale - $ORCL -19,4%: evento di margin call automatica sul collaterale, non sui ricavi cloud, eseguito dagli algoritmi del prime brokerage.

Massimo ciclico su Nasdaq e semiconduttori - Diamond top volatile (NASDAQ_SEMIS), rotazioni estreme e -5% sui chip in una seduta: liquidità in assottigliamento sotto indici solo apparentemente stabili.

Crescita dell'economia spaziale - 429 mld nel 2025 (+65% lanci); mercato LEO ×7 a 108 mld entro il 2035 (CAGR ~20%), domanda governativa finanziata fino al 2028.

Rocket Lab: liquidazione, non merito - $RKLB -45% per panic selling; l'Assured Access impone la ridondanza, da cui contratto SDA da 816 mln e finanziamento del Neutron.

Asia e alpha (paniere GSSZSPCE) - Spina dorsale hardware sottorappresentata negli ETF: sconto su fondamentali (P/E -60%, P/B -25%) e potenziale alpha, intercettato dal GSSZSPCE.

401(k) – Piano pensionistico aziendale a contribuzione definita diffuso negli Stati Uniti, in cui i risparmi del lavoratore sono investiti sui mercati; nel testo è il simbolo dell'investitore finale su cui gli operatori più sofisticati tendono a "scaricare" il rischio.

Alpha – Rendimento di un investimento eccedente quello del mercato di riferimento, attribuibile all'abilità o al posizionamento del gestore e non al semplice andamento generale.

Assured Access (dottrina dell') – Principio per cui Stati Uniti (Dipartimento della Difesa e NASA) garantiscono l'accesso allo spazio mantenendo più fornitori di lanci, così da non dipendere mai da un unico operatore.

Beta (alto beta) – Misura di quanto un titolo amplifica i movimenti del mercato: un titolo ad alto beta sale e scende più del mercato, risultando quindi più rischioso.

CAGR – Tasso di crescita annuo composto (Compound Annual Growth Rate): il ritmo medio di crescita di una grandezza in un dato periodo, espresso su base annua.

Catching a falling knife – Letteralmente "afferrare un coltello in caduta": comprare un titolo mentre sta ancora crollando, nella speranza di un rimbalzo, con l'alto rischio di subire ulteriori perdite.

Cherry picking – Selezione mirata e opportunistica di singoli elementi (qui, scadenze sulla curva dei rendimenti) scegliendo solo quelli ritenuti più convenienti.

Collaterale – Attività finanziaria data in garanzia per ottenere credito o leva; se il suo valore cala, il prestatore può chiederne la reintegrazione o liquidarla.

Diamond top (diamante di inversione) – Figura tecnica dei grafici di prezzo che combina un allargamento e un successivo restringimento dell'oscillazione; tende a segnalare un possibile massimo e un'imminente inversione al ribasso.

Distribuzione – Fase in cui gli investitori più informati vendono gradualmente le proprie posizioni al pubblico, spesso poco visibile dietro prezzi apparentemente stabili.

Downstream / Upstream – Termini che indicano la posizione lungo la catena del valore: "upstream" (a monte) le attività iniziali come lanci e produzione; "downstream" (a valle) quelle finali come servizi e dati.

Drawdown – Perdita di valore dal punto più alto a quello più basso in un dato periodo, espressa in percentuale.

Duration — Misura della sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi d'interesse: maggiore la duration, più ampia l'oscillazione del prezzo.

Fast-track / Fondi indicizzati passivi — Il "fast-track" è l'inclusione accelerata di un titolo in un indice; i "fondi indicizzati passivi" sono fondi che replicano automaticamente un indice e, all'inclusione di un titolo, sono obbligati ad acquistarlo a qualsiasi prezzo.

Haircut — Riduzione applicata al valore riconosciuto a un'attività data in garanzia; un haircut più alto richiede maggiori garanzie o forza la vendita dell'asset.

IPO — Offerta pubblica iniziale (Initial Public Offering): la prima quotazione in borsa di una società, con cui questa raccoglie capitale dal mercato.

ITU (scadenze dei depositi) — L'International Telecommunication Union assegna orbite e frequenze ai satelliti entro termini precisi; le scadenze obbligano gli operatori a lanciare, sostenendo una domanda "non discrezionale".

LEO — Orbita terrestre bassa (Low Earth Orbit), dove si concentra gran parte dei nuovi satelliti per telecomunicazioni e osservazione.

Margin call — Richiesta di reintegro delle garanzie quando una posizione a leva perde valore; se non soddisfatta, comporta la liquidazione forzata delle posizioni.

Market cap — Capitalizzazione di mercato: il valore complessivo di una società in borsa, dato dal prezzo per il numero di azioni.

Momentum — Strategia che insegue i titoli già in forte rialzo, scommettendo che la tendenza prosegua; espone a perdite rapide nelle inversioni improvvise.

Overnight — "Da un giorno all'altro": riferito a operazioni o richieste che maturano alla chiusura dei mercati e si regolano prima dell'apertura successiva.

Payload — Il "carico utile" di un razzo o di un satellite: la strumentazione che svolge la funzione operativa (sensori, antenne, apparati di comunicazione).

Phased-array — Antenna a schiera di fase, capace di orientare elettronicamente il fascio senza parti mobili; tecnologia chiave per le comunicazioni satellitari LEO.

Prime brokerage — Insieme di servizi che le grandi banche d'investimento offrono ai fondi (finanziamento, leva, custodia delle garanzie); i loro algoritmi gestiscono in automatico margini e liquidazioni.

P/E e P/B – Rapporto prezzo/utili (Price/Earnings) e prezzo/valore contabile (Price/Book): indicatori usati per valutare se un titolo è caro o a sconto rispetto a utili e patrimonio.

Proxy di sistema – Titolo che funge da "termometro" o rappresentante di un intero settore o mercato, più che riflettere solo i propri fondamentali.

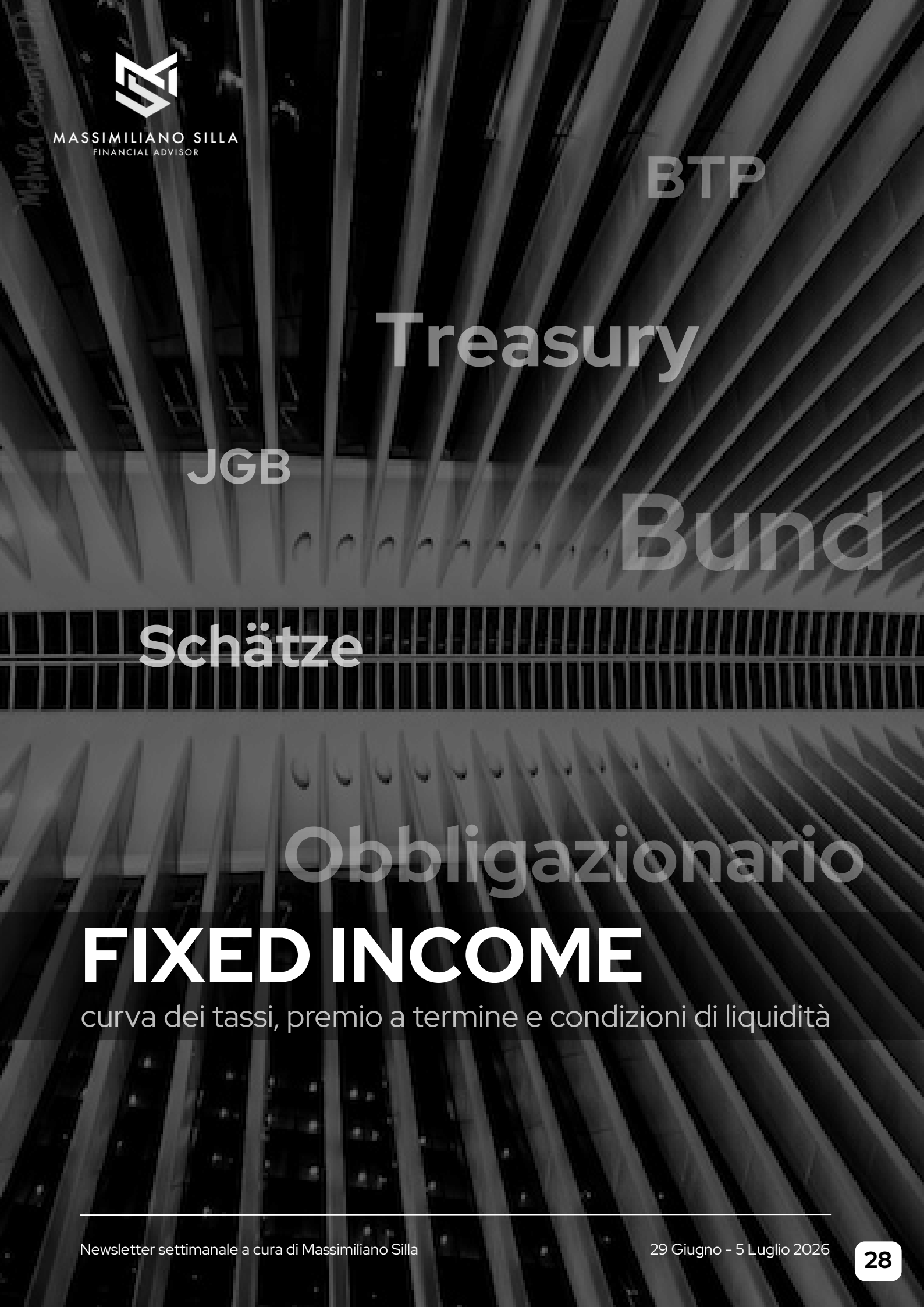
Replica passiva – Tecnica con cui un fondo riproduce meccanicamente la composizione di un indice, comprando e vendendo i titoli secondo le ponderazioni previste.

RF/GNSS – Componenti per le radiofrequenze (Radio Frequency) e per i sistemi globali di navigazione satellitare (Global Navigation Satellite System), come quelli alla base di GPS e geolocalizzazione.

SDA – Space Development Agency: agenzia statunitense che sviluppa costellazioni satellitari per la difesa e assegna i relativi contratti.

Smart money – Espressione che indica gli investitori professionali e meglio informati, contrapposti al pubblico retail.

Supply chain – Catena di fornitura: l'insieme delle imprese che, a vari stadi, contribuiscono a realizzare un prodotto o un servizio finale.



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

SpaceX si è precipitata sul mercato delle obbligazioni societarie pochi giorni dopo la quotazione, con rating IG basso (Baa1/BBB) ma una ratio di sottoscrizione di quasi quattro volte: circa 90 miliardi di dollari di ordini per un'offerta da 25 miliardi (alzata dai 20 iniziali). In sole 48 ore, però, il mito della domanda stellare è crollato rovinosamente: sul secondario gli spread si sono allargati fino a 0,32 punti percentuali oltre il prezzo d'emissione, con perdite cartacee vicine ai 400 milioni e la curva ormai allineata a quella di Oracle. È il sintomo di un problema più ampio: gli hyperscalers hanno sommerso il mercato di debito AI (236 miliardi da inizio anno secondo Morgan Stanley, +357%), portando la leva lorda da 0,9x a 1,8x in appena due trimestri, oltre quella dell'intero settore energetico. La domanda si concentra sulle scadenze brevi, mentre le lunghe — dove risiede il valore per gli azionisti — languono nettamente. Per Dowding (RBC BlueBay), gli obbligazionisti scontano altre emissioni da una società tuttora in perdita che finanzia il suo cammino verso la redditività.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Secondo chi scrive, SpaceX e gli altri emittenti IG continueranno a inondare il mercato finché gli spread non esploderanno, come un anno fa, chiudendo definitivamente la finestra alle nuove emissioni: allora cesserà il ciclo capex, verrà meno il free cash flow e scenderà obbligatoriamente in campo la FED, esattamente da playbook di QE ciclico/strutturale. Il detonatore potrebbe essere proprio l'obbligazionario AI, sostenuto da un private credit colpito da una seconda ondata epidemica di blocchi ai riscatti, assente dagli stress test appena superati a pieni voti dalle banche USA. Attenzione poi al jolly della liquidità: dalla prossima settimana il Tesoro aumenterà l'emissione di T-Bills (348 dei 671 miliardi previsti nel trimestre), con il TGA atteso a 1.000 miliardi. Storicamente, più emissione a breve drena liquidità e penalizza i risk assets, Bitcoin in testa; i rimborsi, al contrario, li favoriscono. Se lo schema regge, luglio, agosto e inizio settembre potrebbero rivelarsi tutt'altro che una gita. Sarà un caso che il Treasury abbia appena condotto due buyback da 2 miliardi l'uno?

Ancora SpaceX. Questa volta, però, non come semplice cronaca, bensì come archetipo e conferma di quanto trattato la scorsa settimana nella sezione obbligazionaria: sono proprio le dinamiche attorno all'emissione della creatura spaziale di Elon Musk a validare, nei loro profili e nelle loro analisi, le tesi allora avanzate. L'azienda si è infatti precipitata sul mercato delle obbligazioni societarie a pochi giorni dalla quotazione, presentandosi con un rating investment grade di fascia bassa, pari a Baa1/BBB, ma raccogliendo una ratio di sottoscrizione prossima alle quattro volte. Circa 90 miliardi di dollari di ordini a fronte di un'offerta da 25 miliardi — innalzata rispetto ai 20 miliardi iniziali — a testimoniare, in apparenza, una domanda incessante per il titolo. Sono però bastate quarantotto ore perché il mito della domanda stellare si sgretolasse rovinosamente: venerdì Bloomberg riferiva come la colossale emissione si stesse indebolendo sul mercato secondario con una rapidità tale da indurre i trader a dichiarare di non ricordare un'altra operazione recente allargatasi in modo così marcato **(SPACEX_2056)**.

A conferma dei dati TRACE riportati sopra per le obbligazioni con scadenza 2056, Bloomberg attesta che un primario dealer quotava i titoli SpaceX su livelli fino a 0,32 punti percentuali più ampi rispetto al prezzo di emissione, fissato a 1,75 punti percentuali sopra i Treasury. Le vendite diffuse lungo l'intera curva obbligazionaria della società hanno fatto sì che le perdite cartacee sull'offerta da 25 miliardi si gonfiassero da quando il debito ha iniziato a trattare mercoledì, attestandosi venerdì attorno ai 400 milioni di dollari rispetto ai Treasury. Le emissioni a più lunga scadenza hanno cancellato per intero il restringimento degli spread orchestrato dai sottoscrittori nella fase in cui gli ordini lievitavano fino a sfiorare i 90 miliardi.

Si tratta di un movimento raro, se confrontato con il comportamento sul secondario di altre recenti maxi-emissioni. Si consideri Nvidia, che questo mese ha raccolto 25 miliardi di dollari attraverso un'offerta investment grade articolata in sette tranche: gli spread delle sue obbligazioni al 5,55% con scadenza 2046 si sono ampliati di appena 11 punti base dall'emissione, mentre quelli dei titoli al 5,625% con scadenza 2056 sono saliti di 12 punti base. Gli spread delle obbligazioni a lunga scadenza emesse da Alphabet a febbraio si sono invece, nel complesso, ristretti.

La curva di credito di SpaceX, dopo l'indebolimento, tratta oggi in maniera più allineata a quella di Oracle, emittente di rating analogo le cui obbligazioni lunghe avevano anch'esse allargato subito dopo la prima emissione **(SPACEX_ORACLE)**. Vale la pena rileggere quanto scritto su Oracle nel capitolo azionario.

È qui, tuttavia, che riaffiora il problema più grande — quasi paradigmatico — di cui si è discusso nella newsletter precedente: gli obbligazionisti sono stati sommersi quest'anno da emissioni titaniche da parte degli hyperscalers, mentre i giganti tecnologici si affannano a raccogliere miliardi per finanziare progetti di intelligenza artificiale (tradotto: pagare prezzi insensati ai produttori di chip di memoria per un prodotto ormai assimilabile a una commodity). L'offerta di obbligazioni investment grade statunitensi, pari a 180 miliardi di dollari alla data di mercoledì scorso, ha segnato un nuovo record per il mese di giugno, superando i 169 miliardi raccolti nel 2020 secondo i calcoli di Bloomberg. Le stime interne di Morgan Stanley risultano persino più eloquenti: l'ultimo Debt Financing Tracker della banca rileva come, da inizio anno, siano stati emessi 236 miliardi di dollari di controvalore in debito collegato all'AI, in crescita del 357% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Entro fine anno, Morgan Stanley prevede che tale valore più che raddoppierà, fino a 570 miliardi.

Ancor più impressionante è la recente esplosione della leva finanziaria lorda degli hyperscalers, passata da 0,9x nel terzo trimestre del 2025 all'attuale 1,8x: un raddoppio in poco più di due trimestri, che la porta a superare la leva lorda dell'intero comparto energetico. A questo ritmo, il debito degli hyperscalers cresce di circa 0,3x per trimestre. Non sorprende, allora, che Bloomberg riferisse a inizio settimana come la domanda per l'emissione di SpaceX fosse stata più robusta sulle obbligazioni quinquennali — la porzione dell'offerta a durata più breve — consentendo all'azienda di comprimere maggiormente il costo del debito su quella tranche rispetto alle scadenze più lunghe. L'interesse si è invece rivelato più tiepido sulle obbligazioni a 20 e 30 anni, che hanno registrato il calo di domanda più pronunciato. Ironia della sorte, è proprio lì che si concentra gran parte del valore per gli azionisti: quel futuro prossimo in cui ci si attende che SpaceX colonizzi Marte e svolga attività spaziali tali da portare in orbita anche l'EBITDA.

«Le obbligazioni a lunga scadenza di SpaceX stanno ampliando gli spread nonostante un entusiasmo iniziale e una domanda solida, con gli obbligazionisti che paiono concludere come vi saranno probabilmente molte altre emissioni di debito in futuro, mentre la società, ancora in perdita, finanzia il proprio cammino verso la redditività», ha scritto in una nota Mark Dowding, CIO del reddito fisso presso RBC BlueBay Asset Management. E dunque?

A modesto parere di chi scrive questa newsletter e ne analizza i trend, sia SpaceX sia gli altri emittenti investment grade continueranno a inondare il mercato di debito, almeno finché gli spread non esploderanno – come accaduto un anno fa – chiudendo definitivamente la finestra alle nuove emissioni. A quel punto il ciclo di investimenti in conto capitale si arresterà, più o meno bruscamente, perché verrà meno il free cash flow; e nel volgere di pochi mesi svanirà anche la possibilità stessa di finanziarsi attraverso il debito. Sarà allora che scenderà obbligatoriamente in campo la FED, esattamente come da playbook di QE ciclico/strutturale **(FCF_PROJECT)**.

E se le esigenze politiche (mid-term) o di gestione della bolla di leverage equity rendessero necessario anticipare una mossa schiaccia-rendimenti – al netto della manipolazione della data-dependency inflazionistica per via petrolifero/bellica – sarà con ogni probabilità proprio l'obbligazionario AI a fungere da detonatore. Forte, peraltro, di un sostegno che, guarda caso, non figurava tra gli scenari critici e potenziali degli stress test della FED: i medesimi che hanno appena promosso a pieni voti l'intero sistema bancario statunitense. Quel private credit che sta attraversando una vera e propria seconda ondata epidemica di cap o blocco dei riscatti, in un clima di silenzio generale che parla chiaro. Anzi, che addirittura urla.

E attenzione al jolly. I flussi di liquidità sono destinati a invertirsi a partire dalla prossima settimana, poiché il Tesoro statunitense incrementerà l'emissione settimanale di T-Bills. Dall'ottobre 2025, da quando cioè l'emissione di debito a breve termine è stata elevata, i corsi azionari e gli asset legati alla liquidità – come Bitcoin – hanno sofferto; quando invece l'emissione di T-Bills è stata ridotta, dando avvio ai rimborsi del debito, gli asset rischiosi hanno generalmente offerto buone performance.

Se lo schema dovesse confermarsi, luglio, agosto e la prima parte di settembre potrebbero rivelarsi mesi insidiosi per i risk assets, con la liquidità potenzialmente drenata dai mercati.

In occasione del Quarterly Refunding del 6 maggio scorso, il Tesoro ha annunciato che l'emissione di T-Bills aumenterà a luglio, dopo una fase di rimborsi a giugno in prossimità della scadenza fiscale del giorno 15. Il Treasury ha inoltre dichiarato di attendersi che il Treasury General Account — il conto corrente della spesa di governo, il finanziatore delle passività — presso la Federal Reserve salga a 1.000 miliardi di dollari: un incremento di circa 100 miliardi rispetto al livello attuale, prossimo ai 900 miliardi rilevati il 24 giugno.

Nei documenti relativi al rifinanziamento, il Tesoro ha manifestato l'intenzione di emettere 671 miliardi di dollari di debito negoziabile detenuto da investitori privati nel trimestre luglio-settembre; di questo ammontare, la documentazione indica che 348 miliardi assumeranno la forma di T-Bills. Si tratterebbe di un mutamento significativo rispetto ai 128 miliardi di T-Bills rimborsati nel secondo trimestre. Quando il Tesoro riduce il debito in circolazione, emette infatti meno titoli a breve di quanti ne giungano a scadenza, liberando così liquidità sul mercato; quando l'emissione torna a crescere, quel debito va finanziato e le risorse vengono attinte dal mercato stesso.

Il fenomeno emerge con particolare nitidezza confrontando il tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR) con l'Effective Federal Funds Rate: quando lo spread si amplia, le condizioni di finanziamento overnight si fanno più tese; quando si restringe, divengono più favorevoli. La tendenza risulta ancora più leggibile osservando la media mobile a 20 giorni. Per l'indice S&P 500, il periodo di rimborso tra aprile e maggio ha esercitato un impatto assai più marcato rispetto alla fase di emissione netta registrata in autunno e in primavera. Nel frattempo le finestre temporali si sono fatte più ristrette, ma l'effetto resta comunque visibile. Una possibile spiegazione risiede nel fatto che l'utilizzo della struttura di reverse repo della Federal Reserve sia sceso quasi a zero, salvo che a fine mese e fine trimestre, quando le istituzioni sistemano i propri bilanci con il window dressing.

La ragione per cui ciò potrebbe ora condizionare la liquidità complessiva del mercato è che le istituzioni si servivano del reverse repo per parcheggiare la liquidità in eccesso generata dai programmi di QE della Fed. Man mano che il Tesoro ha incrementato l'emissione di T-Bills, quella liquidità in eccesso è stata progressivamente assorbita, sicché oggi le risorse vengono reperite da altre aree del mercato.

Nessuno può affermare con certezza che gli effetti osservati in passato continueranno a riproporsi; più di recente, anzi, la loro efficacia è parsa in parte attenuata, complice la durata relativamente breve dei flussi di denaro. La tendenza è tuttavia stata rilevante, soprattutto per gli asset più sensibili alla liquidità come Bitcoin, oggi già immerso in un vigoroso trend di giubilazione. Ma se lo schema dovesse persistere, i mesi estivi potrebbero rivelarsi tutt'altro che una gita nel parco. Sarà davvero solo un caso che giovedì e venerdì scorsi il medesimo Treasury statunitense abbia condotto due buyback di debito per 2 miliardi di controvalore ciascuno?

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

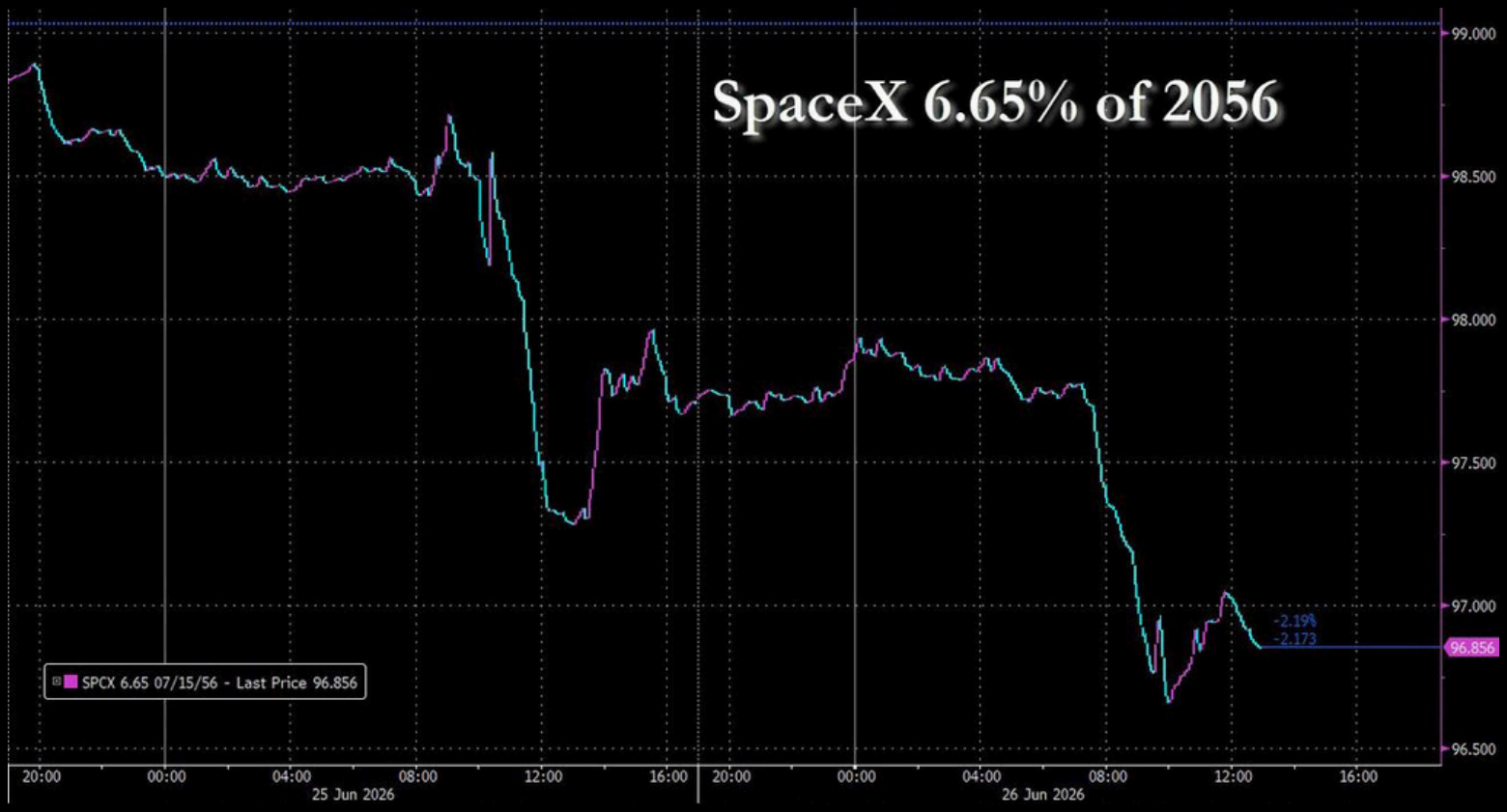


Immagine SPACEX_2056 - **Fonte** Zerohedge

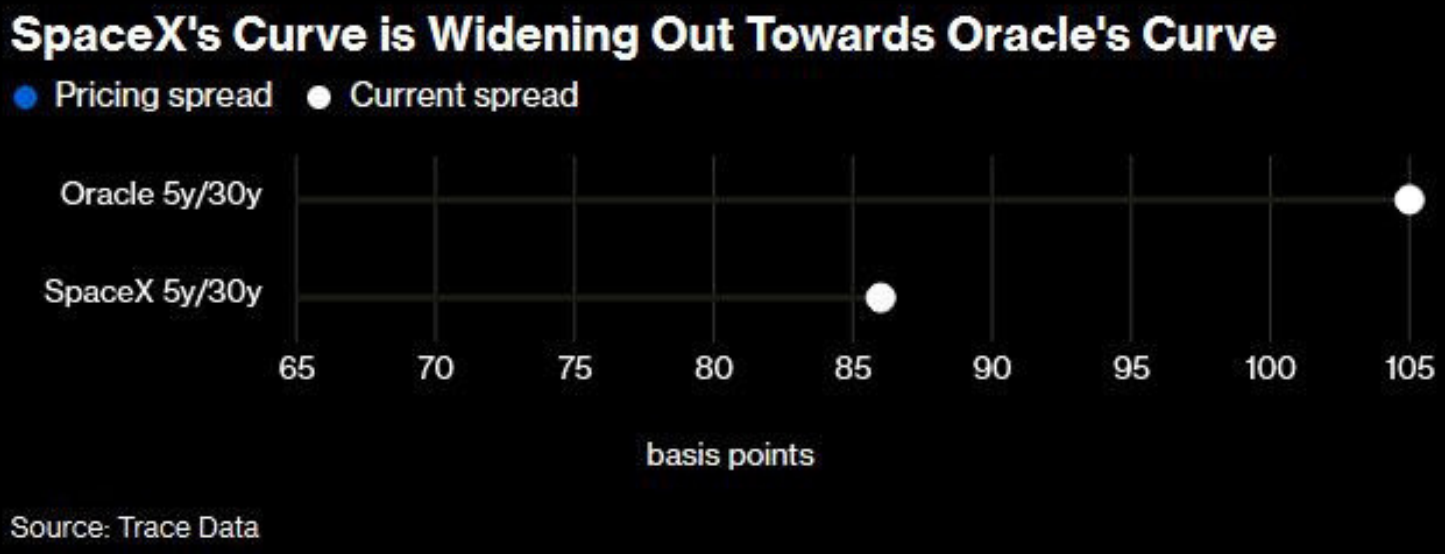


Immagine SPACEX_ORACLE - **Fonte** Trace Data

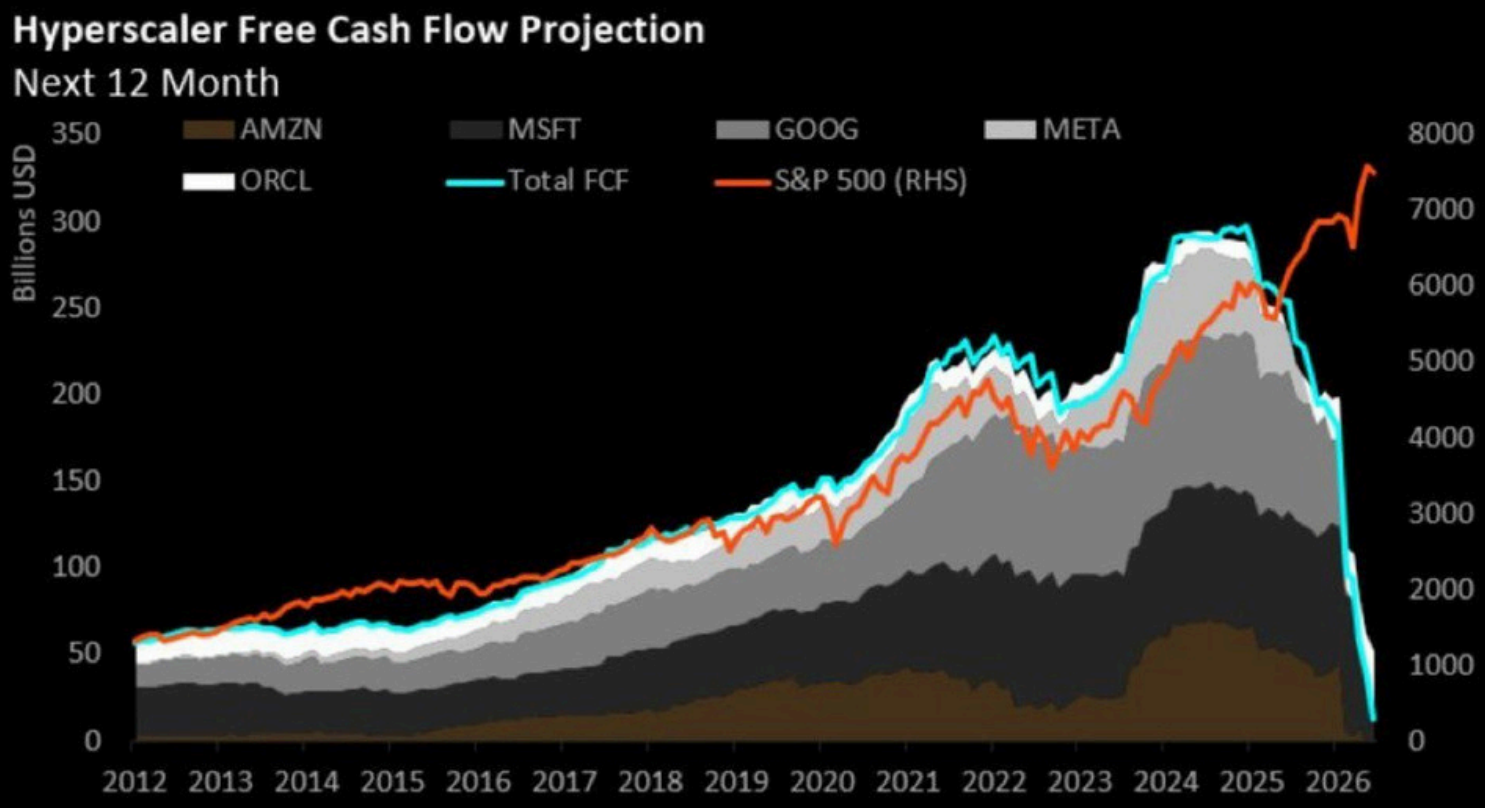


Immagine FCF_PROJECT - **Fonte** Morgan Stanley

fixed income

Take Away

Crollo dell'emissione SpaceX – A 48 ore dal collocamento (25 miliardi, Baa1/BBB, ordini per 90), gli spread si allargano fino a 0,32 punti percentuali, con perdite cartacee da 400 milioni e curva allineata a Oracle (SPACEX_2056, SPACEX_ORACLE).

Squilibrio sulle scadenze – Domanda forte sui quinquennali, debole su 20-30 anni: proprio dove si concentra il valore per gli azionisti (Marte, EBITDA "in orbita").

Anomalia rispetto ai peer – Movimento raro se confrontato con Nvidia (+11-12 pb) e Alphabet (spread ristretti): debolezza specifica, non sistemica.

Fine ciclo e ritorno FED – Quando gli spread esploderanno cesserà il capex per assenza di FCF; QE ciclico/strutturale in arrivo, con obbligazionario AI e private credit (blocchi ai riscatti) come detonatori.

Ondata di debito AI – Record IG a giugno (180 miliardi), 236 miliardi di debito AI da inizio anno (+357%, Morgan Stanley), leva hyperscalers da 0,9x a 1,8x in due trimestri (FCF_PROJECT).

Jolly liquidità – Aumento T-Bills a luglio (348 di 671 miliardi, TGA a 1.000) drena liquidità via reverse repo: estate insidiosa per i risk assets, Bitcoin in testa.

AT1 / Tier 2 (obbligazioni) – Categorie di debito bancario subordinato, tra le più rischiose: in caso di crisi dell'istituto possono essere azzerate o convertite in azioni prima del debito ordinario (qui citate nel più ampio contesto del credito).

Bail-in – Meccanismo per cui le perdite di una banca in difficoltà ricadono su azionisti e obbligazionisti, anziché sui contribuenti, secondo una precisa gerarchia di rischio.

Buyback (di debito) – Operazione con cui un emittente – qui il Tesoro USA – riacquista sul mercato propri titoli già emessi, riducendo il debito in circolazione e immettendo liquidità.

Capex (Capital Expenditure) – Le spese in conto capitale, cioè gli investimenti in infrastrutture e impianti durevoli (qui i data center per l'AI).

Curva di credito / curva obbligazionaria – La rappresentazione dei rendimenti (o degli spread) di un emittente lungo le diverse scadenze, dalle brevi alle lunghe.

EBITDA – Indicatore di redditività operativa: l'utile prima di interessi, imposte, svalutazioni e ammortamenti. Misura la capacità di un'azienda di generare cassa dalla sola gestione caratteristica.

Effective Federal Funds Rate (EFFR) – Il tasso effettivo a cui le banche USA si prestano denaro tra loro a brevissimo termine, vicino al tasso obiettivo fissato dalla FED.

Free Cash Flow (FCF) – Il flusso di cassa che resta a un'azienda dopo aver coperto le spese operative e gli investimenti: la liquidità realmente disponibile per ripagare il debito o remunerare gli azionisti.

Hyperscaler – I grandi colossi tecnologici (Amazon, Microsoft, Google, ecc.) che gestiscono enormi infrastrutture cloud e di calcolo, oggi tra i principali finanziatori dei progetti di intelligenza artificiale.

Investment Grade (IG) – La fascia "alta" del rating creditizio (da BBB-/Baa3 in su), che indica emittenti considerati relativamente affidabili. SpaceX si colloca al gradino più basso di questa fascia.

Leva finanziaria (lorda) – Il rapporto tra debito e una misura di redditività (qui multipli dell'EBITDA): più è alta, più l'azienda è indebitata rispetto alla propria capacità di generare utili.

Mercato primario / secondario — Il primario è quello dell'emissione iniziale dei titoli; il secondario è dove gli stessi titoli vengono poi scambiati tra investitori, riflettendo in tempo reale la domanda effettiva.

Perdite cartacee (paper losses) — Perdite solo potenziali, registrate sul valore di mercato di un titolo ma non ancora realizzate con la vendita.

Private credit — Il credito erogato da soggetti non bancari (fondi specializzati) al di fuori dei mercati pubblici, meno trasparente e regolamentato.

Punto base (pb) — Un centesimo di punto percentuale (0,01%): l'unità di misura standard per spread e variazioni di rendimento.

QE (Quantitative Easing) — Politica con cui una banca centrale acquista titoli sul mercato per immettere liquidità e comprimere i rendimenti.

Rating (Baa1/BBB) — Il giudizio sull'affidabilità creditizia di un emittente, espresso dalle agenzie con scale di lettere; livelli più bassi implicano rischio maggiore.

Ratio di sottoscrizione — Il rapporto tra ordini ricevuti e titoli effettivamente offerti: un valore di "4 volte" segnala domanda quattro volte superiore all'offerta.

Reverse repo — Strumento con cui le istituzioni "parcheggiano" presso la banca centrale liquidità in eccesso a brevissimo termine, ricevendo in cambio titoli come garanzia.

Risk assets (attività rischiose) — Gli investimenti più esposti alle oscillazioni di mercato e alla liquidità, come azioni, obbligazioni speculative e criptovalute.

SOFR (Secured Overnight Financing Rate) — Il tasso di riferimento per i finanziamenti a brevissimo termine garantiti da titoli di Stato USA.

Spread — Il differenziale di rendimento di un'obbligazione rispetto a un titolo di riferimento privo di rischio (i Treasury): più è ampio, maggiore è il rischio percepito o l'avversione del mercato verso quell'emittente.

T-Bills (Treasury Bills) — I titoli di Stato USA a breve termine (scadenza entro l'anno), strumento chiave attraverso cui il Tesoro regola la liquidità del sistema.

Glossario

TRACE – Il sistema che registra e rende pubblici i prezzi delle obbligazioni effettivamente scambiate sul mercato statunitense, garantendo trasparenza sulle transazioni.

Treasury – I titoli di Stato emessi dal Tesoro degli Stati Uniti, considerati l'attività "priva di rischio" di riferimento per il mercato.

Treasury General Account (TGA) – Il conto corrente del governo USA presso la FED: le sue variazioni assorbono o immettono liquidità nel sistema finanziario.

Window dressing – Operazioni "cosmetiche" sui bilanci compiute da fine mese o trimestre per presentare conti più favorevoli agli investitori.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

abstract



In sintesi

L'amministrazione Trump rafforza la catena di approvvigionamento nazionale dei minerali critici, ospitando per la prima volta impianti commerciali di lavorazione all'interno di basi dello US Army tramite partnership private (REalloys, Titan Mining, EnergyX e l'australiana Ioneer) per terre rare, grafite, litio e boro. A differenza dei sussidi tradizionali, sono le aziende a finanziare i miglioramenti infrastrutturali in cambio dei diritti di gestione; cantieri dal 2027, produzione dal 2028. Il fronte più caldo resta però quello dei colli di bottiglia legati all'AI: gli MLCC, i condensatori ceramici multistrato a base di Titanato di Bario ($BaTiO_3$). Come da noi anticipato tre settimane fa, il South China Morning Post conferma un'esplosione della domanda e prezzi cresciuti da due fino a oltre venti volte, trainati dai cluster di server AI e dai veicoli elettrici, in un mercato spot in fibrillazione e con un'offerta sempre più tesa.

Cosa aspettarsi dal mercato?

TrendForce avverte che il settore è sempre più esposto a una carenza strutturale nella seconda metà dell'anno: a differenza delle memorie, dove gli hyperscaler hanno piani di approvvigionamento alternativi, pochi hanno colto la gravità del collo di bottiglia MLCC. Le frequenti modifiche progettuali sulle piattaforme AI moltiplicano i componenti di fascia alta richiesti: sull'MI450 di AMD l'impiego di un tipo di MLCC è balzato del 632% (da 1.440 a 10.544 unità). Con Google, AWS e Meta in rampa sui chip AI proprietari, la domanda toccherà nuovi picchi e chi dipende dallo spot subirà premi di prezzo e ritardi. I riflettori vanno sui leader Murata, Taiyo Yuden e SEMCO, oltre a Yageo (2327.TWD), Fenghua (000636.CH) e Chaozhou Three-Circle (300408.CH). In alternativa, il paniere MLCC asiatico di Goldman Sachs (GSXAMLCS) offre un'esposizione diversificata all'intera filiera, dai produttori specializzati ai fornitori di materiali a monte.

L'amministrazione Trump compie un ulteriore passo a sostegno della catena di approvvigionamento nazionale dei minerali critici, manifestando l'intenzione di realizzare una rete di impianti di lavorazione all'interno di basi militari statunitensi attraverso partnership con il settore privato, stando a quanto riportato da Bloomberg. L'iniziativa rappresenta la prima occasione in cui operazioni commerciali di lavorazione dei minerali troveranno collocazione presso installazioni dello US Army, il quale ha confermato di aver siglato accordi preliminari con REalloys, Titan Mining, EnergyX e l'australiana Ioneer per lo sviluppo di impianti destinati alla lavorazione di elementi delle terre rare, grafite, litio e boro. REalloys dovrebbe edificare un impianto di separazione delle terre rare presso il Tooele Army Depot, nello Utah, mentre Titan Mining realizzerà un impianto di purificazione della grafite presso il Pine Bluff Arsenal, in Arkansas, ovvero presso l'Anniston Army Depot, in Alabama. A EnergyX spetterà lo sviluppo di un impianto per la lavorazione del litio, a Ioneer quello dedicato al boro.

A differenza dei tradizionali programmi governativi di sussidio, l'Esercito ha precisato che tali accordi impegnano le aziende a finanziare ed eseguire in proprio i miglioramenti infrastrutturali nelle basi militari, in cambio dei diritti di gestione degli impianti. Il Pentagono prevede che queste strutture assicureranno alle forze armate un accesso più affidabile a materiali di rilevanza strategica, ampliando al tempo stesso la capacità di lavorazione complessiva degli Stati Uniti. L'avvio dei cantieri potrebbe collocarsi già nel 2027, mentre la messa in produzione è attesa per il 2028.

Ora, l'attenzione si sposti su questo schema.

- **Dielettrico (ceramica):** il materiale più diffuso è il Titanato di Bario ($BaTiO_3$), apprezzato per l'elevata costante dielettrica, che consente di immagazzinare una notevole quantità di carica in spazi contenuti. A seconda della classe del condensatore, trovano impiego anche ceramiche a base di Titanato di Stronzio ($SrTiO_3$), Titanato di Calcio ($CaTiO_3$) o Biossido di Titanio (TiO_2).

- **Elettrodi interni:** gli strati metallici interni sono generalmente costituiti da metalli nobili e resistenti al calore. I più ricorrenti sono il Nichel (Ni) per i componenti standard ed economici, ovvero Rame (Cu), Argento (Ag) e Palladio (Pd) per applicazioni specifiche o ad alte prestazioni.
- **Terminali esterni:** le estremità del blocco ceramico sono rivestite da un metallo conduttivo — sovente una lega di Argento o Rame ricoperta da un bagno di Nichel e successivamente di Stagno o Piombo — così da consentire la saldatura sui circuiti stampati.

Ricorderete quanto scritto e anticipato nella newsletter di tre settimane fa a proposito della nuova frontiera dei colli di bottiglia in fatto di materiali e costi legati all'AI: i cosiddetti MLCC, ovvero i condensatori ceramici multistrato. Ecco quanto osservava soltanto giovedì scorso il South China Morning Post, quotidiano di stretta osservanza governativa: l'anno scorso erano i chip di memoria; quest'anno, la merce più contesa nel mercato dell'elettronica di Huaqiangbei, a Shenzhen, è un componente non più grande di un francobollo. E, ancora in linea con le nostre anticipazioni, il rapporto conferma che questi minuscoli condensatori si trovano oggi sotto i riflettori perché l'insaziabile fabbisogno di calcolo dell'intelligenza artificiale (AI) ha innescato un'esplosione della domanda, un'impennata definita "spaventosa" da Katsuya Sase, amministratore delegato del produttore giapponese di MLCC Taiyo Yuden.

Ma, soprattutto, il rapporto conferma che, come da noi previsto, i prezzi sono deflagrati nelle ultime settimane, mentre i fornitori cinesi di condensatori ceramici multistrato (i cosiddetti MLCC) cavalcano una poderosa ondata di rincari alimentata dal boom globale dell'intelligenza artificiale. Trattandosi di componenti essenziali alla regolazione delle correnti elettriche, le linee di produzione di tutto il mondo si affannano per tenere il passo con una domanda in rapida crescita, proveniente dai cluster di server AI e dai veicoli elettrici. La conseguente stretta dell'offerta ha mandato il mercato spot in fibrillazione, con prezzi cresciuti da due a quattro volte rispetto al Capodanno cinese per gli MLCC ad alta capacità.

"Non scorgo alcun segnale di un raffreddamento dei prezzi", ha dichiarato un distributore locale che rivende principalmente componenti del leader giapponese Murata Manufacturing ad altri commercianti e distributori secondari. Sebbene siano i componenti ad alta capacità a trainare la domanda, gli aumenti investono l'intero mercato spot: alcuni modelli sono passati da 10 yuan ogni 1.000 unità a 40 yuan (5,90 dollari USA). Le transazioni effettive, tuttavia, restano fiacche, poiché gli acquirenti — almeno per ora — esitano dinanzi a quotazioni gonfiate. E chi tratta MLCC di Samsung Electro-Mechanics (SEMCO) o di aziende cinesi quali Chaozhou Three-Circle Group riferisce che i modelli più ricercati, come l'MLCC 0805 da 22 µF, hanno registrato rincari superiori a venti volte, eclissando nettamente i migliori rialzi messi a segno in questo ciclo dalle memorie DDR o NAND.

Stando a un rapporto diffuso mercoledì dalla società di ricerca di mercato con sede a Taipei TrendForce, il settore appare sempre più esposto al rischio di una carenza strutturale nella seconda metà dell'anno. E, a differenza del mercato delle memorie — dove gli hyperscaler hanno predisposto piani di approvvigionamento alternativi — assai pochi hanno colto il collo di bottiglia ben più rilevante rappresentato dagli MLCC. TrendForce rileva che le piattaforme AI di nuova generazione stanno subendo frequenti modifiche progettuali nelle fasi finali di qualificazione, moltiplicando drasticamente il numero di MLCC di fascia alta richiesti per ciascuna scheda madre. L'impiego di un particolare tipo di MLCC nella piattaforma MI450 di Advanced Micro Devices è recentemente cresciuto di uno sbalorditivo 632%, passando da 1.440 a 10.544 unità per scheda, dopo che gli ingegneri hanno sostituito l'intera dotazione di condensatori elettrolitici in alluminio e al tantalio.

Il rapporto sottolinea inoltre che la domanda di MLCC toccherà un nuovo picco entro la fine dell'anno, mentre colossi tecnologici come Google, Amazon Web Services e Meta Platforms intensificheranno la produzione dei rispettivi chip AI proprietari. Poiché i principali produttori privilegiano i contratti a lungo termine, la clientela dipendente dal mercato spot deve fare i conti con consistenti premi di prezzo e gravi ritardi nelle consegne, conclude TrendForce.

Questi i titoli dei leader di settore — Murata, Taiyo Yuden e SEMCO — mentre altri nomi quali Yageo (2327.TWD), Fenghua Advanced Technology (000636.CH) e Chaozhou Three-Circle Group (300408.CH) si stanno affermando come protagonisti.
In alternativa, è possibile acquistare il paniere MLCC di Goldman Sachs dedicato ai titoli asiatici (GSXAMLCS), che riunisce tutti i principali operatori di Giappone, Corea del Sud, Taiwan e Cina A-share, offrendo un'esposizione diversificata alla filiera degli MLCC: vi figurano produttori specializzati, aziende diversificate di componentistica passiva e fornitori dei materiali a monte della catena produttiva.

commodities

Away
ake

Minerali critici nelle basi USA: l'amministrazione Trump avvia, per la prima volta, la lavorazione commerciale di terre rare, grafite, litio e boro in installazioni dello US Army con REalloys, Titan Mining, EnergyX e Ioneer; cantieri dal 2027, produzione dal 2028.

Il nuovo collo di bottiglia dell'AI: come anticipato, gli MLCC sono la merce più contesa di Huaqiangbei; un'impennata definita "spaventosa" dal CEO di Taiyo Yuden, Katsuya Sase.

Un modello senza sussidi: sono le aziende a finanziare i miglioramenti infrastrutturali sulle basi in cambio dei diritti di gestione degli impianti, per un accesso più affidabile ai materiali strategici e maggiore capacità di lavorazione nazionale.

L'esplosione dei prezzi: rincari da due a quattro volte sugli MLCC ad alta capacità e oltre venti volte su modelli come l'0805 da 22 µF, oltre i picchi di DDR e NAND, con transazioni però ancora fiacche.

Anatomia dell'MLCC: dielettrico in Titanato di Bario ($BaTiO_3$), elettrodi interni in Nichel (o Rame, Argento, Palladio) e terminali esterni metallizzati per la saldatura sui circuiti stampati.

Carenza strutturale e idee d'investimento: TrendForce teme uno squilibrio nel secondo semestre (+632% di MLCC sull'MI450 di AMD); riflettori su Murata, Taiyo Yuden, SEMCO, Yageo, Fenghua, Chaozhou Three-Circle e sul paniere Goldman Sachs (GSXAMLCS).

commodities

Glossario

Cluster di server AI – Insiemi di numerosi server interconnessi e dedicati ai carichi di calcolo dell'intelligenza artificiale; rappresentano una delle principali fonti di domanda per i componenti elettronici citati.

Hyperscaler – Grandi operatori di infrastrutture cloud e data center su scala mondiale (es. Google, Amazon Web Services, Meta), tra i maggiori acquirenti di chip e componenti per l'AI.

Memorie DDR / NAND – Due tipologie di memoria per computer (DDR per la memoria di lavoro, NAND per l'archiviazione flash); citate come termine di paragone perché protagoniste di precedenti ondate di rincari.

MI450 – Piattaforma di acceleratori per l'intelligenza artificiale prodotta da Advanced Micro Devices (AMD), citata per il forte aumento di MLCC richiesti per scheda.

Premio di prezzo – Maggiorazione rispetto al prezzo di listino che gli acquirenti devono pagare in condizioni di scarsità per assicurarsi la merce.

Terre rare – Gruppo di diciassette elementi chimici impiegati in magneti, elettronica e tecnologie avanzate; la loro lavorazione è dominata dalla Cina, da cui l'interesse strategico statunitense.

Mercato spot – Mercato in cui la merce viene comprata e venduta per consegna immediata al prezzo corrente, contrapposto ai contratti a lungo termine; particolarmente esposto alle oscillazioni in fasi di scarsità.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

abstract



In sintesi

La temuta margin call sul modello all-BTC di Strategy non ha alcun fondamento meccanico: i Bitcoin sono stati acquistati con obbligazioni convertibili a scadenza fissa, non con prestiti a margine garantiti da collaterale, e le azioni privilegiate (inclusa la STRC in caduta libera) non sono esplicitamente assistite dai Bitcoin. Manca, dunque, qualsiasi percorso automatico verso la liquidazione forzata. Ciò che opera è invece un circuito di retroazione interamente percettivo: il mercato giudica Strategy fragile, i traders vendono allo scoperto BTC spot, il Bitcoin più debole amplia le perdite non realizzate (oltre 10 miliardi), la STRC scivola sotto la pari e il titolo arretra, rafforzando la fragilità iniziale. È lo stesso meccanismo che durante l'ascesa generava l'impressione di invincibilità, ora con il segno invertito. Il timore della vendita forzata fabbrica esattamente il movimento di prezzo che potrebbe giustificarla: i post virali non descrivono il pericolo, lo sono.

Cosa aspettarsi dal mercato?

La vera pressione non è un creditore che esige il collaterale, ma due fattori che il panico ignora: il tempo e l'umore della folla. Strategy dispone oggi di liquidità per meno di dieci mesi di dividendi sulle privilegiate, contro i sette anni di un tempo, mentre il collaterale reale si rivela essere la folla stessa. La macchina della riflessività costruita da Saylor converte percezione in prezzo e prezzo in percezione, attorno all'asset più volatile al mondo: la domanda è se possa sopravvivere allo stato d'animo che era stato progettato per sfruttare, ora invertito. Sul piano sistemico, le unrealized losses di Strategy ricalcano quelle del sistema bancario USA sui Treasuries (al netto dell'hold to maturity): il discrimine resta il debito pubblico, dunque Treasury e FED, la stessa FED che ha appena promosso le banche agli stress test. E a Zio Sam nessuno invia margin call. Un blitz sul Clarity Act, nel pieno di un trimestre di emissioni di T-Bills, potrebbe svelare la risposta: tokenizzazione del debito.

Davvero siamo alla vigilia di una colossale margin call sul modello all-BTC di Strategy? Davvero Michael Saylor è destinato a un nuovo, clamoroso tracollo? Più probabilmente, ciò che si profila all'orizzonte è soltanto una profezia autogenerante, edificata dallo stesso panico che pretende di descriverla. A questi livelli di prezzo, Strategy non può essere travolta da una margin call automatica. I suoi Bitcoin sono stati acquistati quasi integralmente attraverso obbligazioni convertibili a scadenza fissa, distribuite lungo l'arco del decennio, e non mediante prestiti a margine assistiti da collaterale. E le sue azioni privilegiate — inclusa quella STRC in caduta libera che alimenta per l'appunto le previsioni apocalittiche — non sono esplicitamente garantite dai Bitcoin. Non esiste alcun meccanismo automatico capace di liquidare l'intero portafoglio per il solo fatto che il titolo abbia ceduto: la vendita forzata non dispone di alcun percorso automatico attraverso cui possa concretizzarsi. È la stessa architettura del capitale societario a essere stata concepita a questo scopo.

Ciò che sta realmente accadendo è assai più interessante. Strategy è sotto pressione per effetto di un circuito di retroazione, non per l'innesco automatico tipico della margin call. Il mercato percepisce Strategy come fragile, e i traders vendono allo scoperto Bitcoin spot per trarre vantaggio da quella fragilità, spingendo BTC al ribasso. Un Bitcoin più debole dilata la perdita non realizzata di Strategy — ormai ben oltre i 10 miliardi di dollari — esercitando ulteriore pressione sulla STRC, che scivola ancora più sotto il proprio valore nominale di 100 dollari. La discesa delle azioni privilegiate alimenta a sua volta il successivo arretramento del titolo. E l'arretramento del titolo rafforza ulteriormente quella percezione di fragilità da cui il circuito aveva preso le mosse. Giro dopo giro, ogni passaggio alimenta il successivo.

La parte più inquietante è che questo circuito opera interamente sulla percezione: non ha dunque bisogno che Saylor venda un solo Bitcoin per produrre danni. Il timore di una vendita forzata genera esattamente quel movimento di prezzo che, alla fine, potrebbe giustificare una vendita forzata. La previsione fabbrica le prove della propria correttezza. Ecco perché i post virali non si limitano a descrivere il pericolo: sono il pericolo. Prefigurare il domino finale a un pubblico in preda al panico non equivale a osservare criticamente il circuito dall'esterno, bensì a divenirne un nodo interno —

quello che trasforma i followers nella medesima pressione di vendita allo scoperto che fa apparire profetica la previsione.

Eppure questo identico circuito ha operato per anni nella direzione opposta, e allora nessuno parlava di fragilità. Durante l'ascesa, la percezione di Strategy come eccellente veicolo d'investimento sul Bitcoin attirava acquirenti, faceva salire il titolo, consentiva all'azienda di emettere azioni a premio, acquistare altri Bitcoin e sospingerne ancora il prezzo. Quel premio era una profezia che si autoavverava — ma mentre cresceva. Il meccanismo che oggi genera fragilità è il medesimo che un tempo generava l'impressione di invincibilità: lo stesso circuito, semplicemente con il segno invertito. Né Strategy né Bitcoin sono mai stati forti quanto il circuito li faceva apparire durante la salita, né alcuno dei due è tanto condannato al fallimento quanto sembra oggi. In entrambe le direzioni, è stato il circuito — e non la realtà — a determinare il prezzo.

Saylor ha costruito una macchina della riflessività: un motore che converte la percezione in prezzo e il prezzo nuovamente in percezione, il tutto attorno all'asset principale più volatile del mondo. La pressione autentica non è — e non è mai stata — un creditore che esige il collaterale, bensì due fattori che il panico trascura. Il primo è il tempo: Strategy dispone oggi di liquidità sufficiente a coprire meno di dieci mesi di dividendi sulle proprie azioni privilegiate, contro i sette anni di un tempo. Il secondo è una folla che cambia idea, scoprendo che il collaterale è sempre stato la folla stessa. La vera domanda non è se Saylor riceverà una margin call, bensì se abbia edificato qualcosa in grado di sopravvivere allo stato d'animo che era stato progettato per sfruttare, ora che quello stato d'animo soffia nella direzione contraria.

La teoria del sottoscritto? Risiede in questi due grafici **(UNREALIZED 1** e **2)**. Bitcoin è nata come funzione di diversificazione del debito pubblico statunitense: lo è sempre stata. E le unrealized losses che oggi gravano sulla struttura di mercato di Strategy sono identiche a quelle che il sistema bancario USA registra a fronte delle proprie detenzioni di Treasuries, al netto dell'hold to maturity. Il discrimine è, e rimane, il debito pubblico.

Da un lato il Treasury, dall'altro la FED — la stessa FED i cui stress test hanno appena promosso a pieni voti quel medesimo sistema bancario. E a Zio Sam nessuno invia margin call. Un blitz sul Clarity Act nel pieno di un trimestre di emissioni di T-Bills (vedi capitolo obbligazionario) potrebbe svelarci la risposta: tokenizzazione del debito.

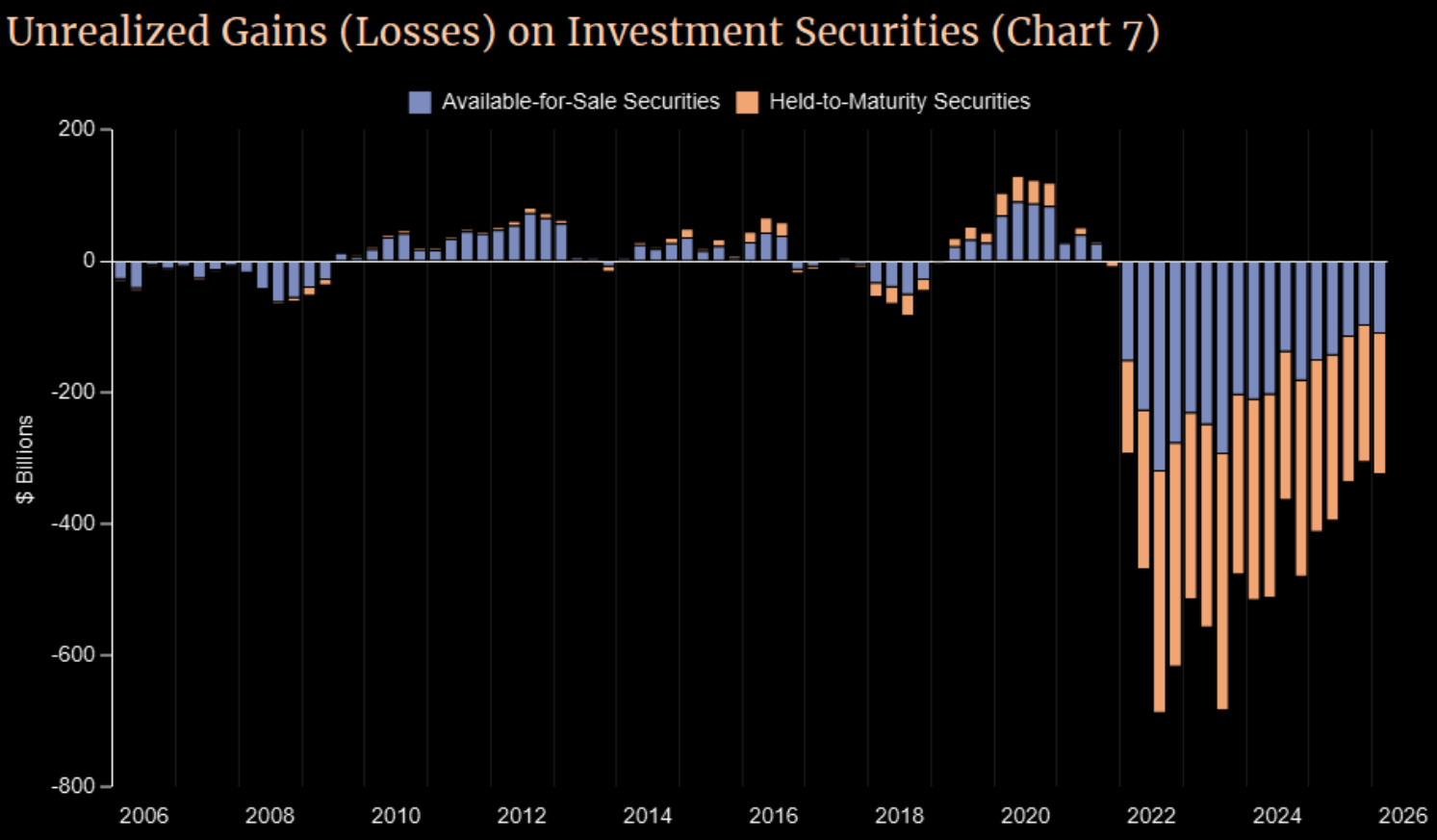


Immagine UNREALIZED 1 - **Fonte** Bianco Research LLC/FRED

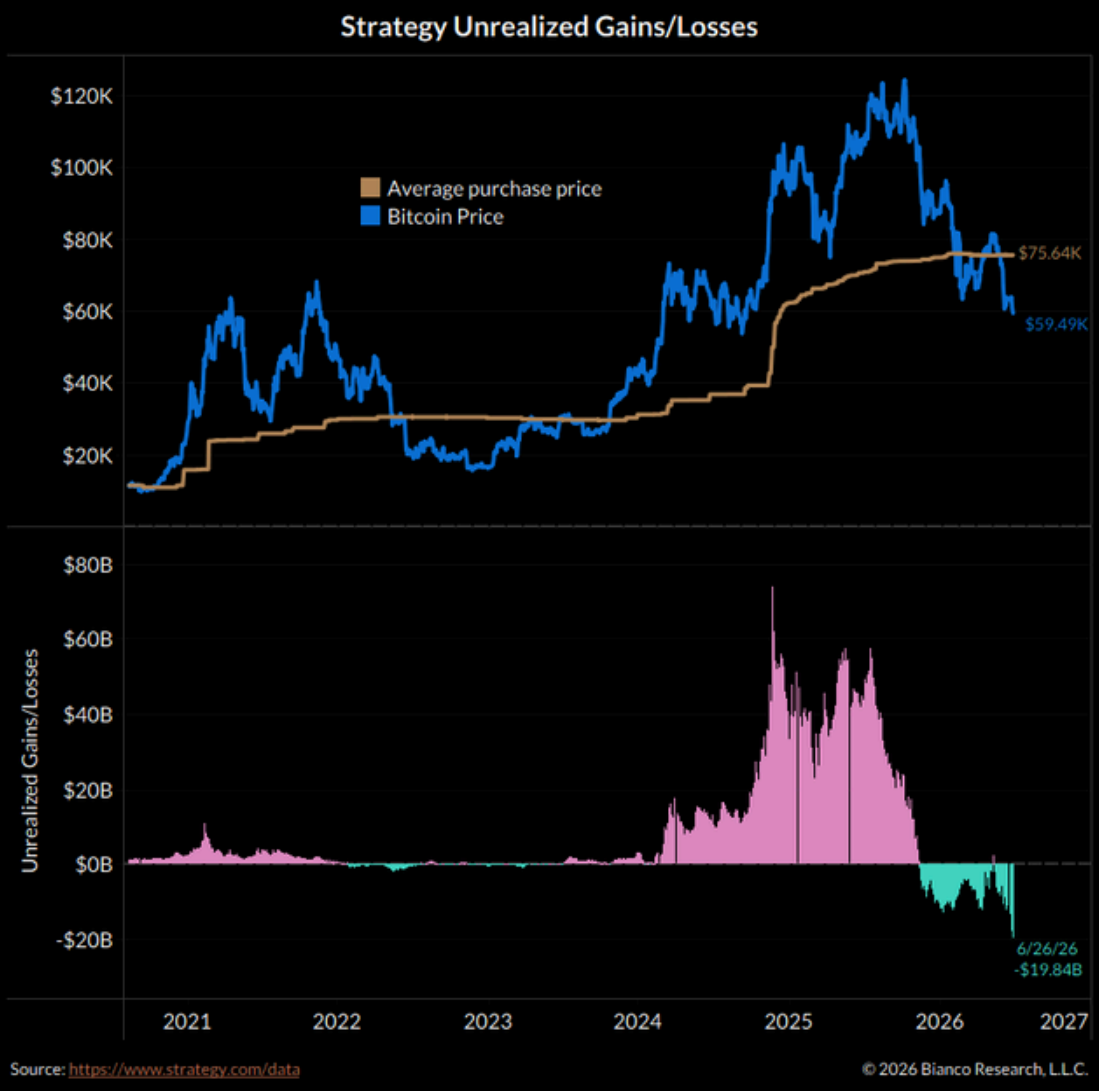


Immagine UNREALIZED 2 - **Fonte** Bianco Research LLC/Strategy

Nessuna margin call automatica — I Bitcoin sono stati comprati con convertibili a scadenza fissa, non con prestiti a margine; le privilegiate (STRC inclusa) non sono garantite dai Bitcoin. Manca ogni percorso automatico verso la liquidazione forzata.

Stesso meccanismo, segno invertito — Il loop che oggi genera fragilità ieri generava invincibilità. È il circuito, non la realtà, a determinare il prezzo, in entrambe le direzioni.

Circuito di retroazione percettivo — Percezione di fragilità → short su BTC spot → perdite non realizzate più ampie → STRC sotto la pari → titolo in calo → fragilità rafforzata. Un loop autoalimentato.

Tempo e umore della folla — Le vere variabili: liquidità per meno di dieci mesi di dividendi (contro sette anni), e una folla che scopre di essere sempre stata essa stessa il collaterale.

La previsione come causa — Il timore della vendita forzata fabbrica il prezzo che potrebbe giustificarla. I post virali non descrivono il pericolo: ne sono parte, trasformando i followers in pressione di vendita.

Lettura sistemica — Le unrealized losses di Strategy ricalcano quelle delle banche USA sui Treasuries. Il discrimine resta il debito pubblico: Treasury, FED e, forse, tokenizzazione via Clarity Act.

Clarity Act — Proposta di legge statunitense volta a definire un quadro normativo chiaro per le cripto-attività, stabilendo quali siano titoli e quali materie prime e ripartendo le competenze tra le autorità di vigilanza.

Collaterale — Bene dato in garanzia di un prestito; se il debitore non adempie, il creditore può rivalersi su di esso. Qui il punto è che i Bitcoin di Strategy non fungono da collaterale.

Hold to maturity (detenzione fino a scadenza) — Criterio contabile per cui un titolo che si intende tenere fino alla scadenza viene iscritto al costo, senza registrare le oscillazioni di prezzo: le perdite restano "latenti" finché non si vende.

Margin call (richiesta di reintegro) — Richiesta del creditore di versare ulteriori garanzie quando il valore del collaterale scende sotto una soglia; se non soddisfatta, scatta la liquidazione forzata delle posizioni.

Obbligazioni convertibili — Titoli di debito che danno al portatore la facoltà di convertirli in azioni dell'emittente a condizioni prefissate. A "scadenza fissa" significa con rimborso a una data certa, senza meccanismi automatici di richiamo anticipato.

Premio (sul NAV / sul valore degli asset) — Differenza positiva tra il prezzo di mercato di un titolo e il valore degli asset sottostanti. Strategy, quotando a premio, poteva emettere azioni e comprare altri Bitcoin in modo vantaggioso.

Riflessività — Concetto (di matrice soros-iana) per cui le percezioni degli operatori influenzano i prezzi, i quali a loro volta modificano le percezioni, in un circuito che si autoalimenta e si allontana dai fondamentali.

Short / vendita allo scoperto — Vendita di un titolo preso in prestito, nella scommessa di riacquistarlo più in basso. Genera pressione ribassista sul prezzo.

STRC — Una delle azioni privilegiate emesse da Strategy, con valore nominale (alla pari) di 100 dollari, citata per la sua discesa sotto tale soglia.

T-Bills (Treasury Bills) — Titoli di Stato USA a breve termine (scadenza entro l'anno), emessi a sconto e privi di cedola.

Tokenizzazione (del debito) — Rappresentazione di un titolo di debito (es. Treasuries) come token digitale su infrastruttura blockchain, per renderlo più frazionabile, scambiabile e trasferibile.

Treasuries – Titoli di Stato statunitensi; per estensione, il debito pubblico USA detenuto da banche e investitori.

Unrealized losses (perdite non realizzate) – Minusvalenze solo potenziali su titoli ancora in portafoglio: esistono "sulla carta" e si concretizzano unicamente con la vendita.

Valore nominale (alla pari / par value) – Valore facciale di un titolo, qui i 100 dollari della STRC; quotare "sotto la pari" significa scambiare a un prezzo inferiore.



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