MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

20 - 26 LUGLIO

ANNO 2026



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Indice

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

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

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

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

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

69 **DISCLAIMER**
informazioni legali e credits

70 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

La settimana riporta al centro le Banche centrali, con particolare attenzione alla BCE, chiamata a fornire indicazioni chiare dopo il rialzo dei tassi, parzialmente ridimensionato da alcuni suoi esponenti alla luce del calo del petrolio e delle prospettive inflazionistiche. Un taglio appare improbabile, mentre è più plausibile il mantenimento dei tassi fino a settembre. Il calendario macroeconomico sarà particolarmente intenso: tassi cinesi, PPI tedesco, inflazione canadese, mercato del lavoro britannico, indice ZEW, dati ADP USA, bilance commerciali, aste obbligazionarie, inflazione e PPI nel Regno Unito, scorte EIA, crescita sudcoreana, decisione BCE, richieste di disoccupazione USA, asta TIPS, PMI globali, decisione della Banca centrale russa e vendite di nuove case negli USA.

Cosa aspettarsi dal mercato?

L'attenzione sarà concentrata soprattutto sulla comunicazione della BCE e sulle indicazioni che emergeranno in vista di settembre e di Jackson Hole. Il mantenimento dei tassi è lo scenario più probabile, ma il mercato potrebbe anticipare un cambiamento di orientamento proveniente da altre Banche centrali. In tale contesto, la BCE potrebbe successivamente trovarsi a dover contenere gli spread sovrani, assumendo un ruolo che Christine Lagarde aveva escluso nella sua prima conferenza stampa da presidente. I mercati monitoreranno inoltre inflazione, dinamiche salariali, PMI, scorte energetiche, crescita economica e aste governative. Possibili fonti di volatilità saranno la decisione BCE, i dati britannici, le indicazioni sul lavoro USA e l'evoluzione delle aspettative sui tassi reali e nominali.

ornano in primo piano le Banche centrali. In particolare, la BCE è chiamata a fornire al mercato un'indicazione chiara, dopo il rialzo dei tassi che più di un suo esponente ha parzialmente ridimensionato in tempi molto rapidi, alla luce della flessione del prezzo del petrolio e dell'evoluzione delle prospettive inflazionistiche.

Un taglio appare difficile, mentre risulta molto più probabile il mantenimento dell'attuale livello dei tassi, in attesa di disporre di ulteriori elementi di valutazione fino a settembre. Tuttavia, il cambiamento di orientamento del mercato potrebbe provenire da altre aree geografiche. Dopo Jackson Hole, la BCE potrebbe infatti trovarsi ad affrontare una questione di natura opposta: la necessità di contenere gli spread sovrani.

Si tratterebbe esattamente del compito che Christine Lagarde, già proiettata verso le presidenziali francesi, escluse con fermezza dalle responsabilità della Banca centrale europea nel corso della sua prima conferenza stampa da presidente. Qualora il suo mandato si concludesse con un intervento in tale direzione, emergerebbe una significativa contraddizione rispetto alla posizione inizialmente espressa.

Passando al calendario macroeconomico, la settimana comincia **lunedì 20 luglio** con la pubblicazione dei tassi di riferimento cinesi a 1 e 5 anni, l'asta del titolo sudcoreano a 5 anni, successiva al primo rialzo dei tassi operato giovedì scorso dalla Banca centrale, e soprattutto il dato PPI tedesco.
Sul fronte nordamericano, l'attenzione sarà rivolta al Canada, che pubblicherà il dato relativo al tasso di inflazione e il CPI. In chiusura, è attesa la bilancia commerciale dell'Argentina.

Martedì 21 luglio è prevista l'asta del titolo a 20 anni della Corea del Sud, Paese nel quale verrà diffuso anche il dato PPI. Seguirà una serie di indicatori macroeconomici provenienti dalla Gran Bretagna, tra i quali assumono particolare rilievo il tasso di disoccupazione, le dinamiche salariali e il livello dei prestiti alle imprese, escluso il settore bancario.

Successivamente saranno pubblicati l'indice ZEW in Germania, le vendite al dettaglio in Messico e il dato ADP sulla variazione settimanale del tasso di occupazione USA.

Mercoledì 22 luglio la giornata si aprirà con la bilancia commerciale del Giappone e l'asta del titolo a 40 anni, l'indice Westpac in Australia e le prime indicazioni sull'economia britannica successive all'inatteso dato di crescita relativo al mese di giugno.

Da Londra arriveranno il tasso di inflazione, il PPI e il livello dei prezzi al dettaglio, mentre la Banca centrale indonesiana assumerà la propria decisione sui tassi di interesse. La Germania sarà inoltre impegnata nelle aste dei Bund a 15 e 20 anni.

Dagli USA saranno pubblicati i dati relativi ai mutui immobiliari e, soprattutto, quelli EIA riguardanti le scorte di petrolio e i prodotti della distillazione. In chiusura, dalla Russia arriveranno i dati sulla produzione industriale e sul PPI.

Giovedì 23 luglio saranno diffusi il tasso di crescita della Corea del Sud, il dato sulla disoccupazione in Australia e l'inflazione a Singapore. Dalla Gran Bretagna arriverà inoltre l'indice di fiducia e ottimismo delle imprese elaborato dalla Confindustria d'Oltremanica (CBI).

Seguiranno il tasso di inflazione di metà mese in Messico e le vendite al dettaglio in Canada. L'appuntamento principale della giornata sarà tuttavia rappresentato dalla decisione della BCE sui tassi di interesse.

Dagli USA saranno pubblicati i dati sulle richieste di disoccupazione, l'indice dell'attività economica della FED di Chicago, l'asta del decennale indicizzato all'inflazione (TIPS) e il fixing dei tassi sui mutui a 15 e 30 anni. L'Argentina comunicherà infine i dati sulle vendite al dettaglio e sulla fiducia dei consumatori.

Venerdì 24 luglio sarà una giornata caratterizzata dalla pubblicazione degli indici PMI manifatturiero e dei servizi in numerose aree economiche, dal Giappone all'India, dall'Eurozona alla Gran Bretagna, fino agli USA.

Sono inoltre attesi il tasso di inflazione in Giappone, le vendite al dettaglio nel Regno Unito, l'indice GfK della fiducia dei consumatori in Germania, la decisione sui tassi di interesse della Banca centrale russa, il PPI in Canada, l'indice della FED di Kansas City e le vendite di nuove case negli USA.
Infine, **domenica 26 luglio** è prevista la pubblicazione della bilancia commerciale dell'Arabia Saudita.

Macro

Away
ake

BCE e politica monetaria: il mercato attende indicazioni chiare dalla BCE, con uno scenario prevalente di mantenimento dei tassi fino a settembre.

Dati macroeconomici globali: la settimana sarà caratterizzata da numerosi indicatori su inflazione, PPI, occupazione, salari, crescita, vendite al dettaglio e fiducia economica.

Prospettive su inflazione e petrolio: il calo del prezzo del petrolio e il ridimensionamento delle attese inflazionistiche hanno riaperto il dibattito sull'orientamento restrittivo della BCE.

Mercati obbligazionari: particolare attenzione sarà rivolta alle aste governative in Corea del Sud, Giappone, Germania e USA, compresa quella del decennale indicizzato all'inflazione (TIPS).

Rischio spread sovrani: dopo Jackson Hole, la BCE potrebbe trovarsi nella necessità di contenere l'allargamento degli spread tra i titoli di Stato dell'Eurozona.

Indicatori di attività economica: i PMI manifatturieri e dei servizi, insieme agli indici ZEW, GfK, CBI e FED regionali, offriranno nuove indicazioni sullo stato del ciclo economico.

Macro

Glossario

ADP: indicatore sul mercato del lavoro statunitense elaborato dalla società ADP, utilizzato per stimare l'andamento dell'occupazione nel settore privato.

Bund: titolo di Stato emesso dalla Germania. È considerato uno dei principali riferimenti del mercato obbligazionario europeo.

CBI: Confederation of British Industry, organizzazione che rappresenta le imprese britanniche e pubblica indicatori sulla fiducia e sulle aspettative aziendali.

CPI: Consumer Price Index, indice dei prezzi al consumo. Misura la variazione dei prezzi dei beni e dei servizi acquistati dalle famiglie ed è uno dei principali indicatori dell'inflazione.

EIA: Energy Information Administration, agenzia statunitense che pubblica dati sulle scorte di petrolio, carburanti e prodotti energetici.

Fixing dei tassi: rilevazione ufficiale o periodica di un determinato tasso di interesse, utilizzata come riferimento per mutui e altri strumenti finanziari.

Indice GfK: indicatore che misura la fiducia dei consumatori tedeschi e le loro aspettative sull'economia e sui consumi.

Indice Westpac: indicatore australiano che misura la fiducia dei consumatori e le loro aspettative sulla situazione economica.

Indice ZEW: indicatore tedesco che rileva le aspettative di analisti e investitori istituzionali sull'andamento futuro dell'economia.

Jackson Hole: incontro annuale organizzato dalla Federal Reserve di Kansas City, al quale partecipano banchieri centrali, economisti e rappresentanti delle istituzioni finanziarie internazionali.

Pivot di mercato: cambiamento significativo nelle aspettative degli investitori, spesso legato a una possibile inversione della politica monetaria.

PMI: Purchasing Managers' Index, indicatore basato sulle risposte dei responsabili degli acquisti delle imprese. Misura l'andamento dell'attività economica nei settori manifatturiero e dei servizi.

PPI: Producer Price Index, indice dei prezzi alla produzione. Misura la variazione dei prezzi applicati dai produttori prima che i beni arrivino al consumatore finale.

Macro

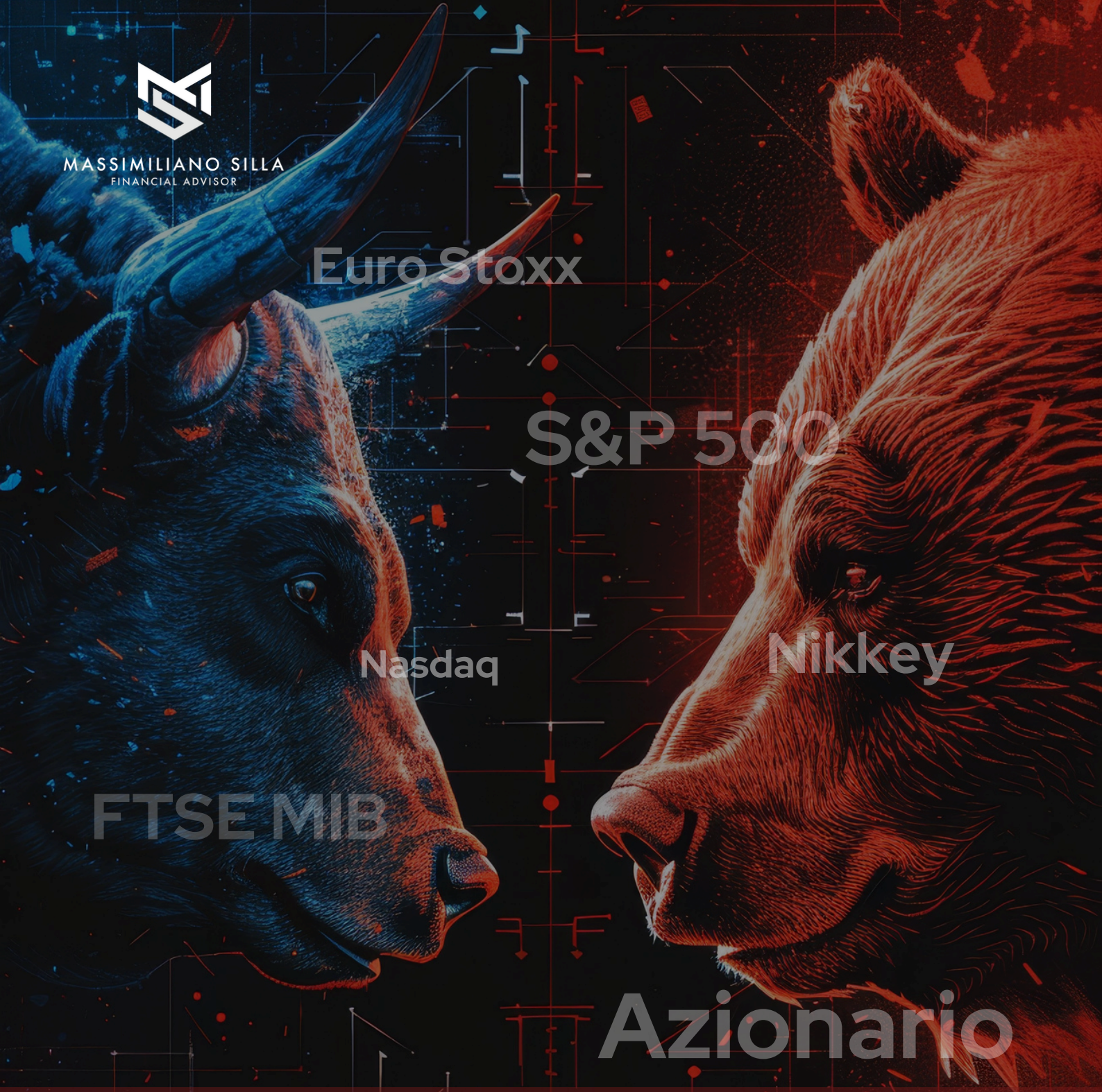
Glossario

Spread sovrani: differenza di rendimento tra i titoli di Stato di due Paesi, utilizzata per valutare il diverso livello di rischio percepito dal mercato.

Stand-by sui tassi: mantenimento dei tassi di interesse invariati, in attesa di nuovi dati economici prima di assumere ulteriori decisioni.

TIPS: Treasury Inflation-Protected Securities, titoli di Stato statunitensi il cui valore è indicizzato all'inflazione.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

abstract



In sintesi

Moonshot AI ha presentato Kimi K3, modello cinese di frontiera che ha raggiunto il primo posto nella classifica Frontend Code di Arena, superando Claude Fable 5 e GPT-5.6 Sol. Grazie a 2,8 trilioni di parametri, architettura mixture-of-experts, contesto da un milione di token e capacità multimodali, K3 promette di gestire attività complesse e prolungate, coordinare agenti e operare su codice, immagini e video. Il modello offre prezzi inferiori rispetto alle soluzioni premium americane e il 27 luglio saranno pubblicati i model's weights. Il rilascio aperto assume anche una valenza geopolitica: potrebbe ampliare l'accesso all'AI avanzata, favorire l'adozione internazionale e ridurre la dipendenza dalle API statunitensi. K3 non deve necessariamente essere il miglior modello assoluto: è sufficiente che sia competitivo, accessibile ed economicamente conveniente per mettere sotto pressione prezzi, margini e valutazioni dei laboratori americani.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il 27 luglio rappresenterà la verifica decisiva per K3: ricercatori indipendenti potranno controllarne prestazioni, architettura, consumo di token e reale affidabilità. Una conferma delle affermazioni di Moonshot potrebbe accelerare sperimentazioni aziendali, implementazioni cloud e riduzioni dei prezzi nell'AI. Sul mercato coreano, invece, il KOSPI resta esposto a ulteriori pressioni dopo il forte drawdown, il deleveraging degli ETF, le vendite straniere e l'aumento delle margin call retail. Il supporto a 6.800 è cruciale; una rottura potrebbe aprire la strada prima a 6.500 e poi all'area 6.100-6.200. Goldman Sachs considera la flessione soprattutto un azzeramento delle posizioni determinato dalla liquidità, non necessariamente la conclusione del ciclo strutturale, e suggerisce di utilizzare l'elevata volatilità per accumulare selettivamente titoli tecnologici e del comparto memorie a valutazioni fortemente scontate.

La scorsa newsletter aveva individuato con precisione uno dei principali temi di mercato: la crescente competitività della Cina nel settore dell'intelligenza artificiale. Sul finire della settimana appena conclusa, Pechino sembra aver voluto inviare un messaggio chiaro agli Stati Uniti e al resto del mondo: sulla base dei prezzi e delle prestazioni, la Cina ritiene di poter assumere un ruolo di leadership nel business destinato a caratterizzare il futuro.

Non appare casuale che proprio venerdì, mentre Donald Trump formulava accuse relative a presunte interferenze cinesi a favore di Joe Biden nella campagna elettorale del 2020, Xi Jinping inaugurasse personalmente la prima conferenza interamente dedicata all'AI mai organizzata in Cina, facendo esplicito riferimento alla leadership del proprio Paese.

Altrettanto significativo è stato il timing dell'intera operazione: le dichiarazioni del leader cinese sono arrivate soltanto 24 ore dopo quello che il mercato ha immediatamente definito il "DeepSeek moment 3.0" del settore. La data da tenere ora in particolare considerazione è il 27 luglio.

Il 16 luglio la startup cinese Moonshot AI ha presentato uno dei modelli di AI più avanzati mai realizzati. Nel giro di 24 ore, Kimi K3 ha raggiunto la prima posizione nella classifica Frontend Code di Arena, superando i principali modelli di Anthropic e OpenAI.

Moonshot sostiene inoltre che K3 sia in grado di elaborare intere basi di codice software, lavorare con testo, immagini e video, coordinare più agenti e sostenere complesse attività di ingegneria per più giorni. L'azienda prevede di rendere pubblici il 27 luglio i valori numerici del modello (model's weights), consentendo a chiunque disponga di sufficiente potenza di calcolo di scaricarlo, analizzarlo e modificarlo.

La combinazione tra capacità di programmazione di livello frontier, prezzi aggressivi e distribuzione aperta spiega la forte attenzione suscitata dal modello. Per modificare gli equilibri di mercato, K3 non deve necessariamente risultare il migliore in ogni categoria: è sufficiente che si mantenga abbastanza

vicino ai modelli più avanzati, abbia costi sufficientemente contenuti e sia abbastanza accessibile da indurre i clienti a domandarsi per quale ragione debbano sostenere prezzi molte volte superiori per utilizzare sistemi americani chiusi.

È una domanda che, apparentemente, gli stessi utenti statunitensi stanno già iniziando a porsi, con conseguenze poco favorevoli per i principali operatori nazionali **(CHINA_AI_MODELS)**.

K3 ha debuttato con un punteggio di 1.679 nella classifica Frontend Code di Arena, davanti a Claude Fable 5 di Anthropic, fermo a 1.631, e a GPT-5.6 Sol di OpenAI, con 1.618. La graduatoria si basava su circa 484.000 voti espressi alla cieca attraverso confronti diretti tra 98 modelli.

Il predecessore di K3 si era classificato al diciottesimo posto. Moonshot ha quindi registrato un miglioramento estremamente significativo in un arco temporale molto breve. K3 risultava comunque secondo nella classifica generale di Arena, alle spalle di Fable 5, mentre i test più ampi di ingegneria del software lo collocavano generalmente in prossimità dei migliori sistemi americani, senza tuttavia posizionarlo chiaramente al di sopra di essi.

La programmazione rappresenta però un settore essenziale. È stata una delle prime applicazioni dell'AI a mostrare un evidente valore commerciale, risultati misurabili e un percorso diretto verso l'automazione di attività lavorative retribuite. Un modello capace di guidare lo sviluppo di interfacce, operare autonomamente per ore e presentare costi inferiori rispetto ai concorrenti più vicini compete quindi in una delle aree economicamente più rilevanti dell'intero settore.

David Sacks, responsabile dell'IA della Casa Bianca, ha definito il risultato preoccupante, sostenendo che gli Stati Uniti si stiano imponendo limitazioni attraverso le restrizioni applicate ai data center e le proposte normative.

L'espressione "Kimi Moment" ha iniziato a circolare quasi immediatamente, con un evidente

riferimento allo shock DeepSeek dei primi mesi del 2025, quando gli investitori furono costretti a riconsiderare la quantità di capitale e di potenza di calcolo realmente necessaria per costruire un modello competitivo rispetto a quelli cinesi **(CHINA_CAPEX)**.

Che cosa ha realmente costruito Moonshot

Kimi K3 dispone di 2,8 trilioni di parametri e utilizza un'architettura mixture-of-experts, nella quale soltanto una parte del modello viene attivata per ogni attività. Questo consente a Moonshot di realizzare un modello di dimensioni estremamente elevate senza dover sostenere, per ogni risposta, l'intero costo computazionale del sistema.

K3 supporta una finestra di contesto pari a un milione di token, sufficiente a contenere un'ampia base di codice o una consistente raccolta di documenti all'interno di un'unica sessione. È inoltre nativamente multimodale e può quindi lavorare con testo, immagini e video.

Moonshot sostiene che un nuovo design del meccanismo di attenzione renda K3 fino a 6,3 volte più veloce nei contesti da un milione di token. Un'ulteriore modifica architetturale migliorerebbe invece l'efficienza dell'addestramento di circa il 25%, con un costo aggiuntivo minimo.

Il modello è disponibile attraverso l'app Kimi, uno strumento di programmazione e un'API, oltre a una versione separata progettata per coordinare contemporaneamente un elevato numero di agenti.
Tra le applicazioni mostrate vi è anche la ricostruzione di macOS 27.

Il prezzo dichiarato è pari a 3 dollari per milione di token in input e a 15 dollari per milione di token in output. Rispetto agli standard cinesi, si tratta di un prezzo elevato. Se confrontato con i prezzi di Anthropic per Fable 5, pari rispettivamente a 10 e 50 dollari, il listino risulta tuttavia inferiore di circa il 70%.

Questo dato, considerato isolatamente, non consente di risolvere la questione dei costi, poiché

token più economici non implicano necessariamente che un'attività venga completata a un costo complessivo inferiore. Offre comunque a Moonshot un margine significativo per competere in modo aggressivo, continuando a posizionare K3 come un modello cinese di fascia alta.

La tempistica non sorprende. Il rapporto introduttivo di Goldman Sachs sull'AI cinese, pubblicato all'inizio di luglio e ampiamente analizzato nella scorsa newsletter, aveva previsto nella seconda metà del 2026 un'ondata di grandi modelli cinesi appartenenti proprio a questa fascia.

La rilevanza della dimostrazione relativa alla progettazione del chip

Una delle dimostrazioni più significative di Moonshot ha riguardato l'assegnazione a K3 di sole 48 ore per progettare un chip destinato a un modello più piccolo denominato Nano.

Secondo quanto dichiarato dall'azienda, K3 avrebbe gestito autonomamente l'architettura, la progettazione, i test e la simulazione, senza alcun intervento umano. Il chip risultante era di dimensioni estremamente ridotte, caratterizzato da bassi consumi e progettato per carichi di lavoro di AI limitati: aveva una dimensione approssimativamente paragonabile a quella di un chicco di riso e operava a una velocità già superata dagli smartphone da diversi anni.

Il chip non è stato fabbricato fisicamente e le prestazioni simulate erano ampiamente inferiori a quelle dei moderni processori commerciali. L'elemento rilevante è tuttavia rappresentato dal fatto che un modello di AI sia riuscito a mantenere l'orientamento verso un progetto ingegneristico complesso per due giorni, gestendo più fasi, verificando autonomamente il proprio lavoro e producendo infine un progetto funzionante.

L'affidabilità su orizzonti temporali prolungati rappresenta uno dei principali problemi ancora irrisolti degli agenti di AI. Una grande finestra di contesto fornisce al modello una maggiore quantità di informazioni, ma non garantisce che il sistema riesca a mantenere l'organizzazione, recuperare dagli errori o completare un progetto articolato in più fasi.

Moonshot ha formulato affermazioni analoghe riguardo a K3, sostenendo che il modello sia in grado di costruire uno strumento di programmazione, montare un trailer di lancio partendo da decine di clip grezze, creare video esplicativi animati e trasformare immagini o video in giochi utilizzabili, attraverso un processo iterativo basato sulla scrittura del codice, sul controllo degli screenshot e sulla correzione del risultato.

Si tratta di dimostrazioni effettuate dall'azienda e non di verifiche indipendenti. Tutte, tuttavia, fanno riferimento alla medesima capacità di fondo: lo svolgimento di un lavoro prolungato e autonomo, guidato da feedback visivi.

In un test tecnico, Moonshot ha concesso a diversi modelli circa 20 ore per ottimizzare un comune calcolo di IA. K3 ha ottenuto un miglioramento della velocità pari al 59,7%, superando di poco Claude Fable 5, fermo al 57,1%. GPT-5.5 ha raggiunto il 30,8%, mentre GPT-5.6 Sol si è attestato al 17,3%.

Il divario tra K3 e Fable 5 è risultato limitato e il test è stato condotto direttamente da Moonshot. L'aspetto più interessante ha riguardato tuttavia il processo seguito dai modelli: questi registravano progressi, rimanevano bloccati per periodi prolungati e successivamente individuavano soluzioni migliori.

Tale dinamica presenta maggiori analogie con una reale attività ingegneristica rispetto a un semplice benchmark eseguito in un'unica prova. Suggerisce che i modelli abbiano esplorato diverse alternative, rivisto il proprio lavoro e proseguito dopo i fallimenti, anziché limitarsi a produrre una risposta a partire da un singolo prompt.

È precisamente il comportamento che i laboratori di AI stanno cercando di trasformare in agenti realmente utili. La Cina sembra averne compreso la rilevanza ed essere riuscita a tradurla in applicazioni concrete.

La complessità della questione relativa ai costi

Il basso prezzo dell'API di K3 ha dato origine ad alcuni confronti iniziali particolarmente significativi. In un test condotto da uno sviluppatore, lo stesso prompt di progettazione è stato inviato a K3, Fable 5 e GPT-5.6 Sol.

Lo sviluppatore ha attribuito a K3 una valutazione di 9,5 su 10, a fronte di un costo dichiarato pari a circa tre centesimi. Fable 5 ha ottenuto un punteggio di 7,5, con un costo di 38 centesimi, mentre Sol ha ricevuto una valutazione di 7, con un costo di 11 centesimi.

Il test evidenzia il problema che i laboratori americani devono affrontare. K3 non deve necessariamente prevalere in ogni confronto: deve soltanto risultare sufficientemente valido da rendere difficile ignorare la differenza di prezzo.

I dati di UBS mostrano che i migliori modelli cinesi sono passati da circa il 60% delle prestazioni dei principali modelli statunitensi nel 2023 a circa il 90% nella primavera del 2026, con alcune stime che si collocano ormai nella fascia del 95%.

La medesima ricerca segnala che la spesa per le attività di ricerca dei laboratori cinesi continua a essere molto inferiore rispetto a quella sostenuta da Anthropic, pur consentendo il mantenimento di margini adeguati.

Anche le imprese stanno modificando le modalità di acquisto dell'AI. Invece di domandarsi esclusivamente quale modello ottenga il punteggio più elevato nei benchmark, valutano sempre più frequentemente il costo necessario per completare il lavoro.
Le attività ordinarie vengono affidate a sistemi meno costosi, mentre i modelli più onerosi sono riservati ai compiti nei quali la capacità aggiuntiva produce un effettivo miglioramento dei risultati.

Sulla base di questo criterio, K3 non risulta sempre il modello più economico. Il gestore di fondi Gavin Baker, citando i dati di Artificial Analysis, ha espresso questa valutazione in termini particolarmente chiari.

Artificial Analysis stima che uno dei propri compiti di intelligenza abbia un costo di circa 0,94 dollari con K3, rispetto a circa 0,55 dollari utilizzando uno dei modelli più efficienti di OpenAI. K3 sembra impiegare un numero maggiore di token di ragionamento, aumentando il costo effettivo. Baker lo definisce pertanto un "token wastrel", ossia un modello che utilizza una maggiore capacità di calcolo per completare lo stesso lavoro.

Nel confronto con Anthropic, tuttavia, il divario rimane considerevole. La stessa analisi stima un costo di circa 1,80 dollari per Claude Opus 4.8 e di 2,75 dollari per Claude Fable 5 nello svolgimento del medesimo compito.

La conclusione più equilibrata non è quindi che K3 risulti universalmente più economico, ma che Moonshot abbia realizzato un modello vicino alla frontiera, con spese operative effettive competitive rispetto a OpenAI e sensibilmente inferiori a quelle di Anthropic per alcuni importanti carichi di lavoro.

Questo risultato è già sufficiente a esercitare una pressione sui prezzi. Inoltre, l'economia di K3 potrebbe migliorare dopo il rilascio, man mano che gli sviluppatori esterni ottimizzeranno l'inferenza, procederanno alla quantizzazione del modello e realizzeranno versioni specializzate.

Il messaggio geopolitico e il principale elemento di differenziazione

Come anticipato, K3 arriva in una fase nella quale Stati Uniti e Cina considerano sempre più l'AI di frontiera come una tecnologia strategica.

Nello stesso momento in cui l'accesso ad alcuni dei principali modelli americani diventa più limitato, Moonshot si prepara a rendere K3 liberamente scaricabile.

Il lancio assume quindi una valenza geopolitica, oltre che tecnica.

Un modello cinese aperto può diventare un'infrastruttura per startup, università e governi che non possono permettersi, o non intendono dipendere, dalle API americane. Può essere adattato alle lingue locali, eseguito all'interno di reti private e integrato nei prodotti senza la necessità di ottenere l'autorizzazione di Moonshot.

Le restrizioni statunitensi sui chip erano state concepite per rallentare i progressi della Cina. Potrebbero tuttavia aver incentivato i laboratori cinesi a sviluppare architetture più efficienti, ricorrere all'addestramento a precisione ridotta e utilizzare in modo più efficace l'hardware nazionale.

K3 non dimostra che i controlli sulle esportazioni abbiano fallito. Dimostra però che la scarsità non ha impedito ai laboratori cinesi di raggiungere la frontiera tecnologica. In alcuni ambiti, potrebbe averli indotti a innovare più rapidamente.

La verifica decisiva prevista tra meno di dieci giorni

Il rilascio pubblico rappresenterà la verifica più significativa. I ricercatori indipendenti potranno controllare i risultati ottenuti nelle classifiche, analizzare l'architettura, misurare l'utilizzo dei token, riprodurre il processo di progettazione del chip e determinare l'effettivo funzionamento di K3 al di fuori dell'infrastruttura di Moonshot.

Potrebbero emergere ottimizzazioni specifiche per i benchmark, instabilità degli agenti, requisiti computazionali non dichiarati o differenze tra il modello pubblico e la versione utilizzata per il lancio.
Se le affermazioni dovessero invece risultare fondate, K3 potrebbe favorire una nuova fase di sperimentazione aziendale, implementazioni nel cloud e riduzioni dei prezzi. Confermerebbe inoltre che DeepSeek non ha rappresentato un caso isolato.

La Cina disporrebbe infatti di più laboratori capaci di realizzare modelli vicini alla frontiera con una frequenza che l'industria statunitense non potrebbe più ignorare.

Kimi K3 non è necessariamente il miglior modello al mondo e potrebbe non essere necessario che lo diventi. L'elemento centrale è che un'azienda cinese ha realizzato un modello in grado di guidare un importante benchmark di programmazione, avvicinarsi alla frontiera in altri ambiti, proporre prezzi inferiori rispetto ai modelli premium americani e diventare prossimamente disponibile in forma aperta.

Questo risultato mette in discussione molto più di una posizione in classifica. Riduce infatti la scarsità sulla quale si fondano le valutazioni e i margini del business dei modelli di frontiera e, di conseguenza, uno dei presupposti alla base delle aspettative di Wall Street.

Il 27 luglio, pertanto, la domanda non riguarderà più soltanto l'attenzione suscitata da K3, ma la quota effettiva del vantaggio americano nell'AI. Sarà necessario comprendere quanto di tale vantaggio dipendesse realmente dal prodotto e dalla distribuzione e quanto derivasse, invece, dall'assenza di concorrenti in grado di offrire soluzioni sufficientemente comparabili a prezzi sensibilmente inferiori.

Enigma KOSPI: che cosa attendersi adesso?

Il KOSPI registra una flessione del 27% rispetto al massimo storico raggiunto meno di un mese fa e, soprattutto, continua a muoversi all'interno del canale ribassista iniziato a metà giugno.
L'indice ha ora raggiunto un livello tecnico critico, avendo chiuso esattamente sul supporto di 6.800, corrispondente al livello Fibonacci a 52 settimane.

Qualora il KOSPI non riuscisse a mantenere tale livello, il supporto immediatamente successivo sarebbe collocato a 6.500, implicando un ulteriore ribasso del 4,5% e risultando coerente con il ritracciamento di Fibonacci del 38,2% calcolato su tre anni.

Il livello seguente sarebbe compreso tra 6.100 e 6.200, corrispondente a una flessione compresa tra il 10% e il 12% rispetto alla chiusura odierna.

Un movimento pari a una deviazione standard per il KOSPI corrisponde al 2,8%. Negli ultimi giorni, tuttavia, l'indice ha frequentemente registrato oscillazioni ampiamente superiori a due deviazioni standard. Per questa ragione, quest'ultimo intervallo appare più probabile come area di supporto robusta.

La questione principale riguarda quindi l'identità dei soggetti responsabili delle vendite sul mercato coreano e, soprattutto, il momento in cui tali vendite potrebbero terminare.
Un primo elemento è rappresentato dalla stagionalità particolarmente negativa dei mesi di luglio e agosto. Storicamente, il KOSPI mostra debolezza nel terzo trimestre, un periodo generalmente caratterizzato da consolidamento e maggiore volatilità.

Quando il KOSPI registra un primo semestre particolarmente positivo, il terzo trimestre diventa normalmente il periodo nel quale gli investitori realizzano i profitti, riequilibrano i portafogli e ruotano verso settori difensivi o rimasti indietro.

Oltre al fattore stagionale, occorre considerare l'impatto degli ETF a leva, ampiamente discusso di recente. L'ETF coreano a leva 3x KORU registra ora una flessione del 65% rispetto al massimo storico del 1° giugno.

A questi fattori si aggiungono i limiti sugli swap e il costo del finanziamento, nonché le dinamiche dei flussi: il posizionamento domestico è ai massimi, l'NPS sta riequilibrando il portafoglio e gli investitori stranieri continuano a vendere.

Apparentemente, manca ancora un catalizzatore fondamentale capace di spiegare in modo convincente il sell-off. È tuttavia possibile che tale catalizzatore venga ricercato nel comparto sbagliato e che sia invece necessario osservare chi gestisce le vendite IG.

Senza debito disponibile per finanziare investimenti in conto capitale pari a trilioni, la fase di espansione degli investimenti nelle memorie e nei chip potrebbe infatti essersi conclusa.

Lo smantellamento della leva finanziaria e il contesto normativo

Uno dei principali fattori alla base dell'estrema volatilità intraday registrata giovedì scorso – venerdì la Borsa di Seul era chiusa per festività – è stato il rapido deleveraging degli ETF a leva su singoli titoli lanciati recentemente.

Proprio nella stessa giornata, in seguito al rialzo dei tassi della Banca centrale, i regolatori hanno temporaneamente sospeso i nuovi collocamenti relativi a questa categoria di prodotti.
Tali strumenti hanno registrato perdite molto elevate, con i principali veicoli 2x legati ai semiconduttori in flessione di oltre il 30%. Questo ha imposto un aggressivo riequilibrio gamma, amplificando la dinamica ribassista e rappresentando il 62% delle vendite nette effettuate dalle istituzioni locali nella giornata in esame.

La volatilità ha coinciso con un incontro tra Lee Chan-jin, governatore della FSS, e gli amministratori delegati di 20 importanti società di gestione patrimoniale.
Il governatore Lee ha espresso forti preoccupazioni in relazione ai rischi sistemici e alla promozione eccessivamente aggressiva di questi prodotti, chiedendo una maggiore tutela dei consumatori. Tali misure non sono tuttavia intervenute prima che milioni di investitori locali avessero già contratto mutui per acquistare ETF a leva 3x legati alle memorie.

L'attenzione normativa dovrebbe ora concentrarsi sull'innalzamento delle barriere all'accesso, anziché sul divieto dei prodotti. Non si può comunque escludere un intervento più restrittivo.

Flussi e osservazioni del trading desk

Gli investitori stranieri e le istituzioni locali hanno concluso la giornata come venditori netti, cedendo rispettivamente 1,13 miliardi e 1,5 miliardi di dollari.
Le vendite delle istituzioni locali erano fortemente concentrate nelle liquidazioni collegate agli ETF. Le vendite degli investitori stranieri erano invece quasi interamente passive, con il trading programmato responsabile di 1,18 miliardi di dollari dei deflussi netti.

Il trading desk High-Touch di Goldman Sachs ha rilevato flussi coerenti con questa dinamica prevalentemente passiva. L'attività istituzionale in blocco è rimasta contenuta, nonostante la forte flessione dell'indice.
Sono state osservate vendite selettive da parte di hedge fund orientati al momentum, mentre gli investitori long-only sono rimasti sostanzialmente inattivi.

Un ulteriore elemento di preoccupazione riguarda i flussi retail, che fino a questo momento avevano rappresentato l'unico sostegno del KOSPI rispetto alle continue vendite degli investitori stranieri.
Anche questo supporto potrebbe essere prossimo all'esaurimento. Come sottolineato da Goldman Sachs, le margin call sugli investitori retail sono in forte aumento e avevano già raggiunto il 5% venerdì scorso. Considerando il movimento odierno, lunedì 20 luglio (ndr) tale percentuale dovrebbe risultare significativamente più elevata.

Il Korea Financial Supervisory Service ha dichiarato che, al 13 luglio, oltre 1,2 milioni di conti retail a leva sul mercato coreano avevano ricevuto una margin call. Circa 320.000-360.000 conti erano stati completamente liquidati in modo forzoso dai broker, con azzeramento del capitale e, in alcuni casi, saldi negativi residui dovuti ai brokers.

Un dato potenzialmente ancora più rilevante riguarda i depositi presso i broker retail, diminuiti di 30 trilioni di won fino al livello più basso dal 20 febbraio.

Al 9 luglio, tali depositi ammontavano a 107,1 trilioni di won, rispetto ai 132,47 trilioni registrati il 29 giugno.

A un certo punto, anche gli investitori retail coreani maggiormente orientati al momentum potrebbero interrompere l'immissione di nuovi capitali in posizioni caratterizzate da perdite crescenti. Il venir meno di questo sostegno potrebbe determinare un'ulteriore e più significativa flessione del KOSPI.

La conclusione di Goldman Sachs: un processo doloroso e ancora in corso di azzeramento delle posizioni

Il KOSPI sta attualmente verificando un punto di svolta tecnico particolarmente rilevante.
Negli ultimi tre mesi, gli investitori stranieri hanno effettuato vendite nette per 71,5 miliardi di dollari, concentrate per l'88% nel settore tecnologico. Questo significa che il posizionamento globale sul mercato coreano è diventato sensibilmente più leggero.

Inoltre, l'RSI a 14 giorni del KOSPI si sta avvicinando alla zona di ipervenduto, collocandosi a 37,2.
Per sostenere una tesi rialzista ormai indebolita, Goldman Sachs ha aggiornato l'analisi del massimo drawdown registrato dal KOSPI negli ultimi cinque anni, rilevando che la flessione massima è stata pari a circa il 30%. Attualmente, il drawdown si attesta intorno al 25%.

Occorre tuttavia ricordare che, nella storia del KOSPI, non si era mai verificato un aumento di tre volte del valore dell'indice nell'arco di sei mesi. Pertanto, qualora si intendano utilizzare i dati storici come riferimento, sarebbe necessario considerare anche le precedenti fasi di correzione successive a dinamiche di bolla.

Goldman Sachs riconosce che, sul piano tattico, il mercato dovrà affrontare diversi ostacoli nel breve periodo.

Il consolidamento delle posizioni degli investitori stranieri e gli smobilizzi meccanici non mostrano segnali di rallentamento. Le istituzioni domestiche continuano a presentare una liquidità limitata, mentre l'NPS prosegue il riequilibrio del portafoglio.

I costi di finanziamento tramite swaps rimangono elevati, sebbene leggermente inferiori rispetto ai massimi, mentre i prime brokers continuano a gestire attivamente l'inventario e il rischio.
Un elemento moderatamente favorevole potrebbe essere rappresentato dal fatto che le stime degli utili futuri per azione continuano a diminuire nonostante la correzione dei prezzi. Questa dinamica deriva tuttavia interamente dalle irrealistiche previsioni a bastone da hockey formulate per i titoli del comparto memorie.

Tali previsioni potrebbero rivelarsi completamente errate qualora i produttori cinesi di memorie riuscissero a conquistare il mercato, eventualità che appare probabile.
In sintesi, Goldman Sachs interpreta la recente capitolazione come un azzeramento delle posizioni determinato dalla liquidità, piuttosto che come il punto massimo di un ciclo strutturale.

La banca raccomanda pertanto di utilizzare l'estrema volatilità per accumulare selettivamente titoli del comparto memorie e tecnologico ad alta concentrazione, attualmente negoziati a valutazioni fortemente scontate.

Chinese AI Models Are Winning Over American Companies

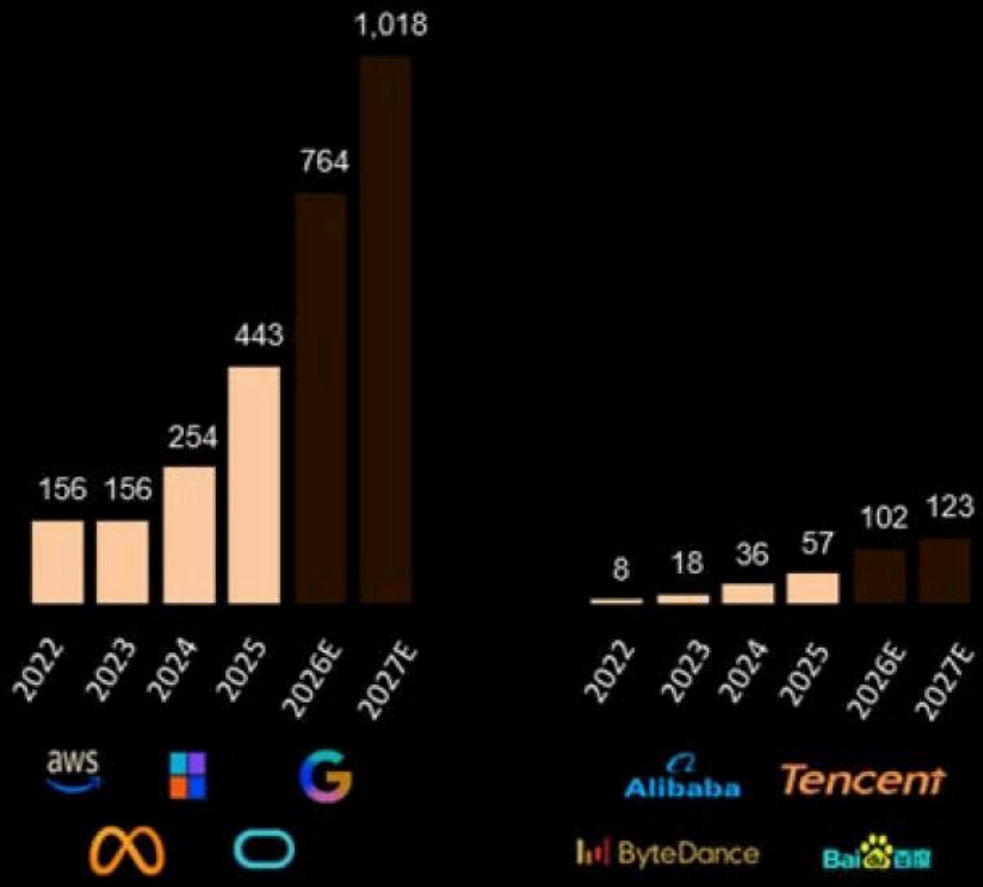
Weekly token share of Chinese models used by US firms on OpenRouter



Note: OpenRouter is a widely watched gauge of model usage. Data exclude traffic sent directly to providers and cover only a fraction of overall AI consumption.
Source: OpenRouter

Immagine CHINA_AI_MODELS - **Fonte** Bloomberg

Exhibit 9: Historical and projected capex for major US & China cloud service providers
US$bn



We calculate Bytedance's (Not Covered) relevant operating metrics by analyzing the industry and companies that we cover, and then extrapolating them to Bytedance.

Source: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

Immagine CHINA_CAPEX - **Fonte** Goldman Sachs

Ascesa di Kimi K3: Moonshot AI ha presentato un modello cinese capace di competere con le principali soluzioni di Anthropic e OpenAI, soprattutto nella programmazione.

Pressione sui laboratori americani: Un modello sufficientemente competitivo e più economico può comprimere prezzi, margini e valutazioni dei principali operatori statunitensi.

Prestazioni, apertura e costi: K3 combina capacità di livello frontier, prezzi aggressivi e futura pubblicazione dei model's weights, prevista per il 27 luglio.

Valenza geopolitica dell'AI cinese: La disponibilità aperta di K3 potrebbe favorire startup, università e governi, riducendo la dipendenza dalle API americane.

Affidabilità degli agenti AI: Le dimostrazioni di Moonshot evidenziano la capacità del modello di gestire attività complesse e prolungate, coordinando più fasi e correggendo autonomamente gli errori.

Correzione del KOSPI: Il mercato coreano resta sotto pressione per deleveraging, vendite straniere, margin call retail e smobilizzi meccanici, pur offrendo secondo Goldman Sachs opportunità selettive nei titoli tecnologici e delle memorie.

Architettura mixture-of-experts (MoE): Struttura di un modello di AI nella quale, per ogni richiesta, viene attivata solo una parte dei parametri disponibili. Questo consente di aumentare le dimensioni del modello contenendo i costi computazionali.

Benchmark: Test standardizzato utilizzato per confrontare le prestazioni di diversi modelli, strumenti o sistemi in attività specifiche.

Deleveraging: Riduzione forzata o volontaria dell'esposizione finanziaria ottenuta tramite debito o strumenti a leva. Può generare vendite rapide e amplificare i ribassi di mercato.

Drawdown: Perdita percentuale registrata da un investimento o da un indice rispetto al precedente valore massimo.

ETF a leva: Fondo quotato progettato per replicare, moltiplicandola, la variazione giornaliera di un indice o di un titolo. Un ETF 3x, ad esempio, mira a produrre una variazione tripla, sia al rialzo sia al ribasso.

Finestra di contesto: Quantità massima di informazioni che un modello di AI può elaborare contemporaneamente durante una singola sessione.

Frontend Code: Categoria di programmazione relativa alla realizzazione dell'interfaccia visibile e interattiva di siti web, applicazioni e software.

Gamma rebalancing: Operazioni di acquisto o vendita necessarie per riequilibrare strumenti finanziari complessi quando il prezzo del sottostante cambia. In fasi di forte volatilità può accentuare i movimenti di mercato.

High-Touch trading desk: Struttura di negoziazione che offre assistenza personalizzata ai grandi investitori, soprattutto per ordini complessi o di dimensioni rilevanti.

Inferenza: Fase nella quale un modello di AI già addestrato utilizza ciò che ha appreso per elaborare una richiesta e produrre una risposta.

Margin call: Richiesta del broker di versare nuovo capitale quando il valore delle attività acquistate a credito scende sotto una determinata soglia. In caso di mancato versamento, le posizioni possono essere liquidate forzatamente.

Model's weights: Valori numerici appresi dal modello durante l'addestramento. La loro pubblicazione consente, in presenza di adeguata potenza di calcolo, di eseguire, analizzare e modificare il modello.

Multimodale: Capacità di un modello di AI di elaborare e combinare differenti tipi di contenuti, come testo, immagini, audio e video.

Prime broker: Intermediario che fornisce a hedge fund e investitori professionali servizi di finanziamento, custodia, prestito titoli, esecuzione e gestione del rischio.

Quantizzazione: Tecnica che riduce la precisione numerica utilizzata da un modello di AI per diminuire memoria, costi e potenza di calcolo necessari.

Ritracciamento di Fibonacci: Strumento di analisi tecnica utilizzato per individuare possibili livelli di supporto o resistenza dopo un movimento significativo dei prezzi.

RSI – Relative Strength Index: Indicatore tecnico che misura velocità e intensità dei movimenti di prezzo. Valori molto bassi possono segnalare una condizione di ipervenduto.

Swap: Contratto finanziario con cui due parti si scambiano flussi di pagamento. Può essere utilizzato anche per ottenere esposizione a un mercato o finanziare strategie a leva.

Token: Unità elementare in cui un modello di AI suddivide il testo. Può corrispondere a una parola, a una parte di parola o a un segno di punteggiatura.

Token di ragionamento: Token utilizzati dal modello durante il processo interno necessario per elaborare una risposta complessa. Un loro impiego elevato può aumentare il costo effettivo dell'operazione.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

La crescita dell'IA è sempre più sostenuta dal debito necessario a finanziare data center, chip e infrastrutture. Le emissioni record di hyperscalers come Amazon, Meta, Google, Microsoft e Oracle stanno aumentando la concentrazione nel mercato investment grade e mettendo sotto pressione la capacità di assorbimento degli investitori. L'entusiasmo per l'AI agentica ha temporaneamente attenuato i timori emersi a maggio, ma le previsioni sui margini degli LLM potrebbero sottovalutare la concorrenza dei modelli open source cinesi, più economici. Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of America e Apollo segnalano aumento della leva, flussi di cassa sotto pressione e crescente dipendenza dai mercati del credito. I recenti allargamenti degli spread, concentrati in corrispondenza delle nuove emissioni, indicano inoltre che la capacità incrementale degli investitori si sta riducendo.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Nel breve termine il comparto AI potrebbe mantenere una relativa stabilità, anche grazie alla pausa nelle emissioni legata alla stagione degli utili. Nel medio-lungo periodo, tuttavia, è probabile una sottoperformance del credito legato all'IA e un moderato ampliamento degli spread IG. Per finanziare il futuro capex serviranno emissioni più graduali, maggiore diversificazione per valuta e durata e un ricorso crescente a banche, credito privato, assicuratori, project finance e mercati HY. Il punto decisivo saranno gli afflussi verso il credito: ai ritmi attuali il mercato riuscirebbe appena ad assorbire le emissioni previste, ma un calo dei tassi o un deterioramento del sentiment potrebbe ridurne la capacità. Un rallentamento del capex, imposto dai bond vigilantes, avrebbe effetti anche sull'azionario, con possibili emissioni di nuove azioni, tagli occupazionali e una correzione dei titoli AI e dell'S&P 500.

Per alcuni giorni, all'inizio di maggio, la tenuta della crescita legata all'IA sembrò seriamente compromessa. Il Financial Times descriveva così la situazione: le banche stavano cercando nuove modalità per trasferire i rischi derivanti dall'eccessivo indebitamento connesso ai data center, mentre la rapida costruzione delle infrastrutture necessarie all'IA iniziava a esercitare una pressione crescente sui limiti di finanziamento dei maggiori istituti di credito globali.

L'articolo osservava che istituti come JPMorgan, Morgan Stanley e SMBC erano impegnati nella ricerca di strumenti attraverso cui distribuire porzioni delle operazioni legate ai data center a una platea più ampia di investitori, poiché i principali acquirenti mostravano una crescente riluttanza di fronte all'elevata quantità di titoli collegati all'IA. Di conseguenza, gli istituti di credito stavano valutando accordi privati per la cessione di quote del debito, nonché i cosiddetti trasferimenti di rischio, con l'obiettivo di ridurre l'esposizione verso i grandi prenditori e liberare capacità per la concessione di nuovi prestiti.

Secondo il quotidiano della City, tali iniziative evidenziavano la portata senza precedenti dell'indebitamento a sostegno del settore dell'IA e la pressione che questo stava esercitando sugli istituti di credito. Oracle e CoreWeave, due operatori di data center, avevano contratto finanziamenti per centinaia di miliardi di dollari al fine di costruire negli Stati Uniti siti destinati ai laboratori di AI.
A sostegno della dinamica del debito legato all'IA e del relativo superciclo, l'articolo venne pubblicato proprio mentre stava emergendo il nuovo interesse per l'AI agentica. L'attenzione del mercato si spostò quindi rapidamente sull'ipotesi che quest'ultima potesse sostituire l'IA generativa quale principale motore di crescita del settore. È opportuno ricordare, infatti, che la fine del 2025 e l'inizio del 2026 furono particolarmente negativi per i titoli dell'AI.

Le banche contribuirono a rafforzare questa nuova narrativa con analisi favorevoli e, appena 48 ore dopo l'articolo del FT, Goldman Sachs pubblicò quello che molti considerano uno dei principali rapporti di ricerca sull'AI agentica, intitolato "Decoding the Agentic Economy: The Coming Inflection In AI Usage and Margins".

Il report si concentrava sostanzialmente su due grafici. Il primo proiettava un utilizzo mensile di 120 quadrilioni di token per alimentare la nuova economia dell'IA agentica. Il secondo prevedeva che, mentre l'economia dei token era risultata fortemente antieconomica durante la fase dell'IA generativa, l'IA agentica avrebbe determinato un significativo aumento dei margini degli LLM, garantendo così ai detentori di obbligazioni il recupero integrale del capitale.

L'aspetto critico che emerge oggi è che quella previsione sembrava trascurare completamente i modelli open source cinesi, già allora più economici del 90%.
Di fronte a un nuovo paradigma caratterizzato da potenziali guadagni apparentemente illimitati grazie agli agenti AI, le crescenti preoccupazioni presenti nel mercato obbligazionario furono rapidamente ridimensionate, favorendo un ritmo di emissioni senza precedenti. Meta, Oracle, Nvidia, SpaceX e, infine, Amazon hanno fatto ricorso al debito per importi record, incontrando inizialmente il favore del mercato.

Morgan Stanley evidenziava, infatti, il consistente aumento della leva lorda degli hyperscalers, passata da 0,9x nel terzo trimestre del 2025 all'attuale 1,8x. Il dato è quindi raddoppiato in poco più di due trimestri, superando la leva lorda dell'intero settore energetico. Proseguendo a questo ritmo, il debito degli hyperscalers aumenterebbe di circa 0,3x per trimestre. Inoltre, appena cinque società — AMZN, META, GOOGL, MSFT e ORCL — rappresentano già oggi il 4% dell'intero indice IG.

Successivamente, SpaceX ha evidenziato una prima criticità. I suoi titoli obbligazionari, che hanno iniziato a essere negoziati due settimane fa, hanno registrato soltanto una giornata positiva al momento dell'esordio e vengono ora scambiati con un rendimento a scadenza del 7,3%, un livello generalmente associato alle obbligazioni speculative.
Questa dinamica ha determinato un cambiamento nell'orientamento della ricerca sell-side. Amanda Lyman, responsabile della strategia creditizia di Goldman Sachs, ha scritto al riguardo:

"*Molti partecipanti al mercato indicano le dimensioni e la profondità del mercato delle obbligazioni*

societarie investment grade in dollari USA, aspettandosi che assorba la parte del leone del finanziamento del debito legato all'IA. Questo approccio porterebbe il peso degli hyperscalers nell'indice USD IG ben oltre le convenzioni di mercato attuali".

In altri termini, si tratterebbe di una bolla, per il momento descritta da Goldman Sachs attraverso una formulazione prudente. Di seguito i punti principali del rapporto:

• L'elevato ritmo delle emissioni di debito del settore tecnologico ha portato l'offerta lorda YTD 2026 del mercato USD IG a 1.370 miliardi di dollari, un livello nettamente superiore a quello registrato negli ultimi anni e sostenuto da un giugno, nonché da un inizio di luglio, particolarmente attivi. Ciò rende chiaramente orientati al rialzo i rischi rispetto alla previsione di offerta lorda annuale per il 2026, pari a 2.100 miliardi di dollari, soprattutto qualora un eventuale rallentamento estivo non dovesse concretizzarsi.

• I colleghi della ricerca azionaria prevedono che i cinque hyperscalers investiranno complessivamente 5.800 miliardi di dollari in capex per l'IA tra il FY2025 e il FY2030. Le stime di consenso relative al capex dell'anno in corso assorbono già la maggior parte del flusso di cassa operativo degli hyperscalers, rendendo il finanziamento tramite debito una componente essenziale. Tali cifre probabilmente sottostimano anche la spesa e gli investimenti complessivi legati all'AI in numerosi altri settori, che potrebbero richiedere ulteriore indebitamento.

• Molti partecipanti al mercato fanno riferimento alle dimensioni e alla profondità del mercato delle obbligazioni societarie investment grade in dollari USA, ritenendo che esso possa assorbire la maggior parte del finanziamento del debito legato all'IA. Tuttavia, questo approccio porterebbe il peso degli hyperscalers nell'indice USD IG ben oltre le attuali convenzioni di mercato.

• Come illustrato per la prima volta ad aprile, le banche statunitensi possono essere considerate un caso di studio per individuare un possibile limite superiore alle emissioni di debito degli hyperscalers.

Un semplice esercizio, che porta individualmente il livello di debito idoneo all'indice dei cinque hyperscalers a quello delle maggiori banche statunitensi, implica una capacità aggiuntiva di debito pari a 510 miliardi di dollari.

• Sebbene la portata della possibile concentrazione degli emittenti e dei vincoli derivanti dalla saturazione del mercato sia ancora oggetto di ampio dibattito tra gli operatori, è prevedibile che le decisioni relative all'esposizione e ai prezzi diventino progressivamente più articolate con il proseguimento del ciclo pluriennale di investimenti nell'IA. Continuiamo a ritenere che sarà infine necessario ricorrere a un'ampia gamma di mercati di finanziamento per soddisfare il fabbisogno di capitale. Tra questi rientrano diverse aree dei mercati del credito sindacato (IG, HY, prestiti), i mercati privati, in particolare quelli infrastrutturali, nuove strutture di joint venture in stile project finance e il ricorso a differenti valute.

La conclusione, per il momento non ancora pienamente accettata nei contesti istituzionali, ma sempre più difficile da evitare, è che l'AI non rappresenti soltanto una bolla azionaria, ma sia ormai anche una bolla del debito. Quest'ultimo aspetto potrebbe risultare ancora più problematico, poiché, in assenza delle emissioni necessarie a finanziare migliaia di miliardi di dollari di spesa in conto capitale, la componente azionaria, dipendente dal flusso costante di debito, rischierebbe di collassare o finirà per farlo.

Qualora vi fossero ancora dubbi su quanto sta accadendo nel mercato del debito, il grafico seguente dovrebbe contribuire a dissiparli definitivamente **(DEBT_AI).**

Il grafico, inoltre, esclude quasi 2.000 miliardi di dollari di impegni di finanziamento fuori bilancio e altri elementi fuori bilancio già analizzati nella scorsa newsletter, che potrebbero tornare presto al centro dell'attenzione man mano che altri strategist inizieranno a formulare le domande più rilevanti.

Tra questi figura Michael Hartnett, CIO di Bank of America, che nella sua ultima nota "Flow Show" si è

interrogato su quale evento potrebbe determinare una correzione significativa del mercato. La sua risposta è stata un taglio del capex nell'AI, conseguente all'interruzione del flusso di liquidità verso gli hyperscalers da parte dei cosiddetti bond vigilantes.

In termini operativi, ciò si tradurrebbe in una posizione lunga sul software e sui MAG 7 e corta sul SOX, vale a dire un'inversione della migliore operazione dell'anno fino a questo momento. La ragione sarebbe la fine della forte espansione del debito legato all'AI, superiore a 208 miliardi di dollari, mentre gli hyperscalers diventano negativi in termini di flusso di cassa e sono costretti a emettere azioni e a ridurre l'occupazione — Meta -13%, Microsoft -10%, Amazon -9% — per finanziare la spesa.

Un'ulteriore analisi proviene da Torsten Slok di Apollo Management, secondo il quale esiste una pericolosa divergenza tra le valutazioni elevate e anticipate attualmente espresse dai mercati e una realtà dei flussi di cassa molto più lenta. I mercati azionari stanno infatti scontando una crescita immediata degli utili, ma potrebbero essere costretti ad affrontare una significativa rivalutazione qualora l'aumento della produttività richiedesse cinque anni anziché cinque mesi.

La conclusione di Slok è che l'AI abbia rappresentato l'unico elemento in grado di sostenere contemporaneamente l'economia e i mercati. Considerata la forte dipendenza da un numero così ristretto di società, un ritorno economico più lento non costituirebbe soltanto un problema settoriale, ma rischierebbe di trascinare l'economia in recessione e l'S&P 500 in una correzione.

Il debito ha costituito l'elemento fondamentale a sostegno della spesa nell'IA. La dinamica del debito era prossima a una crisi all'inizio di maggio, come osservato in precedenza, prima di ricevere un nuovo impulso dall'interesse per l'IA agentica negli ultimi tre mesi. Anche questa fase, tuttavia, potrebbe essere prossima alla conclusione, all'interno di un confronto ormai difficilmente rinviabile con la Cina, basato sia sui prezzi sia sulle performance. In questa prospettiva, il "Deepseek moment 2.0" riguarda anche il mercato del debito.

Anche Brian Garrett, responsabile del trading sui derivati di Goldman, ha inserito nel suo ultimo report osservazioni particolarmente negative sui mercati del credito. Di seguito quanto scritto:

"Questa settimana è stata la prima volta da anni in cui i miei colleghi del credito sembravano significativamente più nervosi dei miei colleghi della volatilità azionaria, un'inversione dei ruoli ai massimi livelli. Sulla scrivania del credito venivano utilizzate espressioni come 'carneficina' in relazione all'andamento dei prezzi, mentre lo SPX oscillava all'interno di intervalli di appena 30 punti base. In sostanza, si è registrata una quantità molto elevata di emissioni sul mercato del credito da parte delle società tecnologiche e i mercati stanno iniziando a opporre resistenza. 'Troppo, troppo in fretta' è la sintesi di quanto sta accadendo. Il paniere obbligazionario degli hyperscalers di Goldman (gsuchs30) si è allargato di 22 punti base la scorsa settimana: un movimento estremamente rilevante".

• Emissioni legate all'IA per 75 miliardi di dollari nell'ultimo mese — 241 miliardi dall'inizio dell'anno e 360 miliardi nell'ultimo anno — hanno determinato un allargamento di circa 25 punti base del paniere IA.

• Nel complesso, gli spread di questi emittenti non sono ancora particolarmente ampi, ma il messaggio proveniente dagli investitori nel credito è sempre più chiaro: sarà molto difficile finanziare ulteriori 360 miliardi di dollari nei prossimi 12 mesi attraverso le stesse modalità.

• Per assorbire più efficacemente la prossima fase del finanziamento del CAPEX degli hyperscalers e dei data center/chip, il mercato necessita di una combinazione di diversi fattori:

– un ritmo di emissione più contenuto e maggiori indicazioni da parte degli emittenti;
– una modifica del profilo delle emissioni, in termini di valute e durata, per evitare un'eccessiva concentrazione su un'unica base di investitori;
– un maggiore ricorso ai prestiti diretti da parte delle banche, del credito privato e dei gestori di attività alternative e degli assicuratori.

Ciò comporterà maggiori emissioni bancarie, FABN e 4a2, vale a dire, in termini sostanziali, l'inserimento delle emissioni IG legate all'IA all'interno di strutture non esplicitamente etichettate come IA.

In termini più semplici, i prezzi dovranno diventare progressivamente più interessanti, vale a dire che gli spread dovranno ampliarsi, per attirare nuovi investitori.

Il problema connesso a prezzi più convenienti è che, una volta avviata una significativa fase di vendita delle obbligazioni, anche le azioni potrebbero essere coinvolte. Goldman ne è consapevole, soprattutto qualora il sell-off del paniere IA dovesse estendersi al più ampio comparto IG.

L'elemento più preoccupante è che le vendite sembrano essere già iniziate. Si sono verificati quattro rilevanti allargamenti degli spread dell'AI rispetto all'indice, tutti in corrispondenza dei cicli di emissione di ottobre, febbraio, giugno e luglio.

I movimenti più recenti mostrano chiaramente che la capacità incrementale degli investitori si è fortemente ridotta. Le ondate di emissioni di ottobre 2025 e febbraio 2026 comprendevano oltre 75 miliardi di dollari di offerta. A giugno sono stati sufficienti appena 50 miliardi di dollari e, a luglio, soltanto 25 miliardi per mettere il mercato in difficoltà.

La conclusione di Goldman Sachs è la seguente:

"Considerando l'allargamento degli spread, l'aumento delle posizioni corte e il blackout di alcune settimane in vista della stagione degli utili, ritengo che nel brevissimo termine il comparto AI dovrebbe reggere, ma mi aspetto un'ulteriore sottoperformance nel medio-lungo termine alla luce del quadro delle emissioni. Per il più ampio mercato IG penso che potremmo assistere a un moderato allargamento a causa dell'offerta netta e del sentiment attuale e ritengo interessante detenere volatilità sul credito a questi livelli, considerato il suo basso costo rispetto alla possibilità di una contaminazione più ampia".

In altri termini, il ciclo del capex finanziato attraverso il credito si sta avvicinando a un punto di discontinuità. Quando ciò accadrà, tutti gli eccessi accumulati e rimasti meno visibili nell'ultimo anno all'interno di questo segmento sempre più ampio del mercato del credito potrebbero emergere, coinvolgendo anche il resto del mercato obbligazionario.

I mercati USD IG ed EUR IG dovranno infatti assorbire un ulteriore 3,5% di emissioni nette annuali da parte degli hyperscalers nei prossimi cinque anni.

Osservando lo squilibrio tra afflussi di capitale ed emissioni nette negli ultimi anni, il mercato USD IG ha registrato circa il 3,1% di afflussi aggiuntivi rispetto alle emissioni nette, come media annua nel periodo 2024/2025/2026. Il mercato EUR IG ha invece registrato circa il 3,9% di afflussi aggiuntivi rispetto alle emissioni nette, come media annua nel periodo 2024/2025. Nel 2026, tuttavia, il mercato EUR IG ha registrato emissioni nette superiori agli afflussi.

Supponendo che gli afflussi annuali nel credito IG continuino a un ritmo analogo a quello degli ultimi due anni, il mercato dovrebbe riuscire ad assorbire l'ulteriore 3,5% di emissioni nette annuali previste da parte degli hyperscalers.

Il quadro tecnico non sarebbe più solido come in passato, ma il mercato del credito non dovrebbe affrontare un problema persistente di eccesso di offerta, a meno che:

• le emissioni nette annuali degli hyperscalers risultino significativamente superiori ai livelli indicati;
oppure
• ancora più importante, gli afflussi verso il credito rallentino.

Quest'ultima rappresenta la metrica determinante: all'attuale ritmo degli afflussi, il mercato riuscirà appena ad assorbire le emissioni nette previste **(ISSUANCE_FLOW).**

L'attuale contesto, caratterizzato da rendimenti complessivi elevati nel comparto IG e da prospettive di default relativamente favorevoli, rappresenta probabilmente il punto di massima forza degli afflussi nel mercato del credito.

Da questo momento in avanti, i rischi per gli afflussi nel credito risultano chiaramente orientati al ribasso, qualora i tassi dovessero diminuire e/o il sentiment nei confronti del credito dovesse deteriorarsi.

È quindi arrivato il momento che gli investitori azionari tornino a prestare attenzione ai segnali provenienti dai mercati del credito?

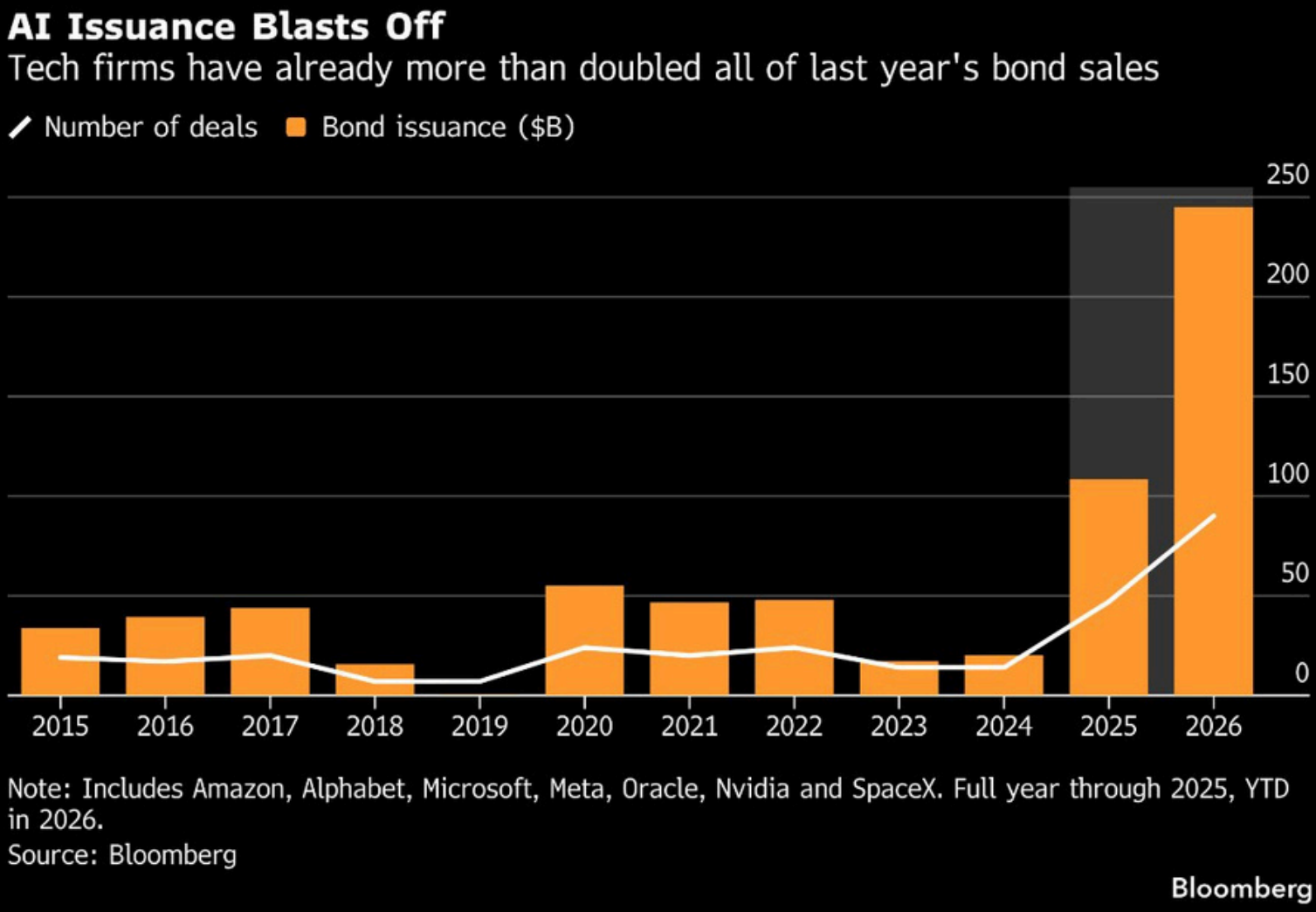


Immagine DEBT_AI - **Fonte** Bloomberg

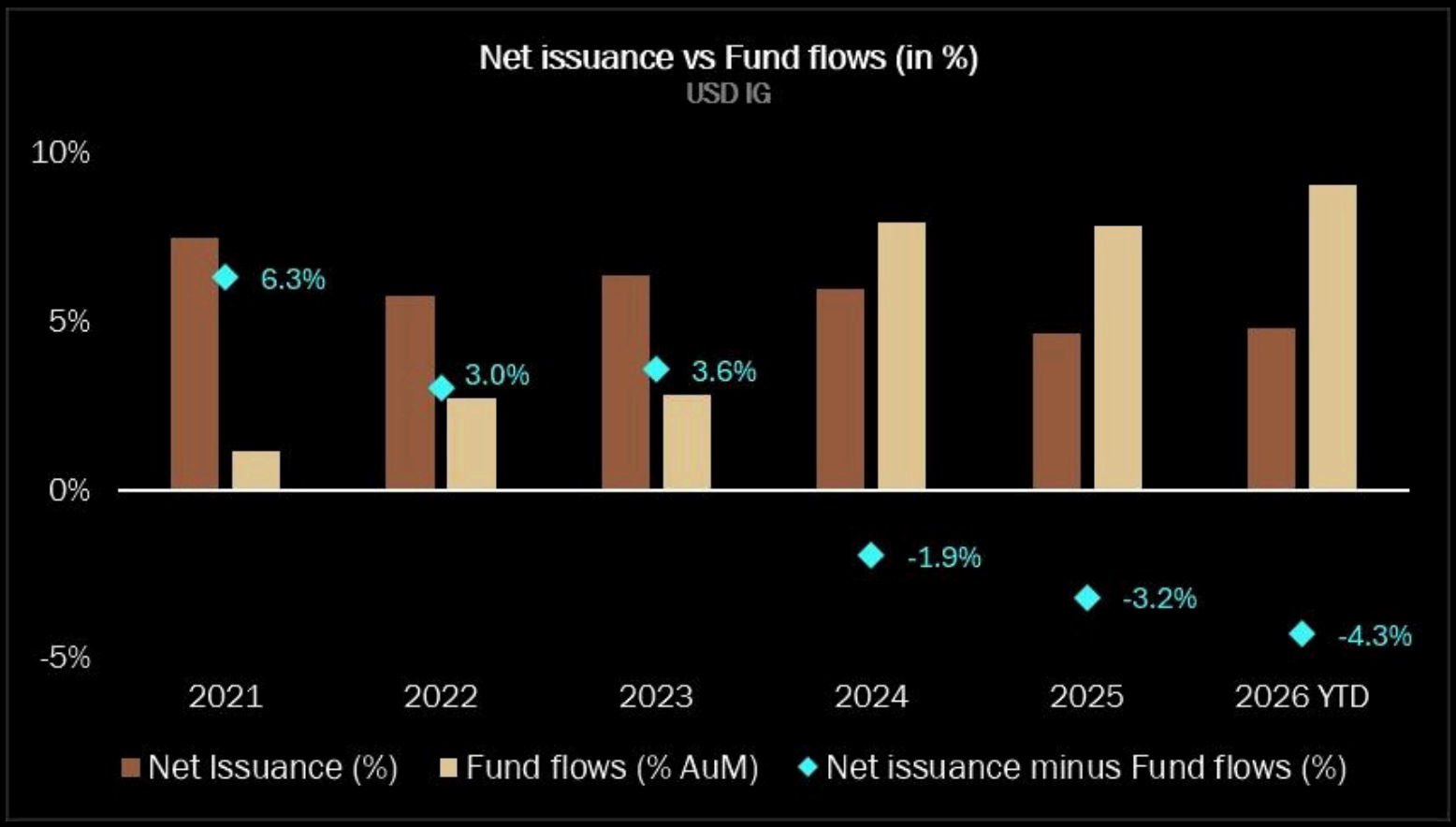


Immagine ISSUANCE_FLOW - **Fonte** Goldman Sachs

fixed income

Take Away

Crescita del debito legato all'IA: la costruzione di data center, chip e infrastrutture richiede finanziamenti sempre più elevati, aumentando l'esposizione delle banche e il ricorso ai mercati obbligazionari.

Riduzione della capacità di assorbimento del mercato: ogni nuova ondata di emissioni genera allargamenti più marcati degli spread, segnalando una minore disponibilità degli investitori a finanziare il settore alle condizioni attuali.

Ruolo dell'AI agentica: l'interesse per gli agenti AI ha rilanciato le aspettative sul settore, attenuando temporaneamente i timori emersi dopo la debolezza dei titoli dell'IA tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026.

Rischi per credito e azionario: un rallentamento del capex o un aumento dei costi di finanziamento potrebbe colpire prima le obbligazioni e successivamente le azioni, con possibili emissioni di capitale, tagli occupazionali e correzioni di mercato.

Aumento della leva degli hyperscalers: Amazon, Meta, Google, Microsoft e Oracle stanno incrementando rapidamente l'indebitamento, assumendo un peso crescente negli indici investment grade.

Centralità degli afflussi nel credito: la sostenibilità delle future emissioni dipenderà dalla continuità dei flussi verso i mercati USD IG ed EUR IG; un loro rallentamento potrebbe determinare un persistente eccesso di offerta.

AI agentica: forma di intelligenza artificiale capace di svolgere attività in modo relativamente autonomo, pianificando azioni, utilizzando strumenti e completando compiti articolati con un intervento umano limitato.

Bond vigilantes: investitori obbligazionari che, vendendo titoli o chiedendo rendimenti più elevati, esercitano pressione su imprese o governi ritenuti eccessivamente indebitati.

Capex: abbreviazione di capital expenditure. Indica gli investimenti destinati a beni e infrastrutture di lungo periodo, come data center, chip, impianti e reti tecnologiche.

Credito investment grade (IG): obbligazioni emesse da società considerate relativamente affidabili dalle agenzie di rating e caratterizzate da un rischio di insolvenza generalmente contenuto.

Credito sindacato: finanziamento concesso congiuntamente da più banche o investitori, utilizzato soprattutto per operazioni di grandi dimensioni.

FABN: abbreviazione di Funding Agreement-Backed Notes. Titoli emessi attraverso strutture assicurative e garantiti da accordi di finanziamento.

Flusso di cassa operativo: liquidità generata dall'attività ordinaria di un'impresa prima degli investimenti e delle operazioni di finanziamento.

Hyperscalers: grandi società tecnologiche che gestiscono infrastrutture digitali e cloud su scala globale, come Amazon, Microsoft, Google, Meta e Oracle.

Indice USD IG: indice rappresentativo delle obbligazioni societarie investment grade denominate in dollari statunitensi.

Leva lorda: rapporto tra il debito complessivo di un'impresa e una misura della sua capacità economica o patrimoniale. Un aumento della leva indica una maggiore dipendenza dall'indebitamento.

LLM: abbreviazione di Large Language Model. Modello di intelligenza artificiale addestrato su grandi quantità di dati testuali per comprendere e generare linguaggio.

Modelli open source: modelli di intelligenza artificiale il cui codice o i cui parametri sono accessibili e modificabili, spesso con costi inferiori rispetto alle soluzioni proprietarie.

Project finance: struttura di finanziamento in cui il rimborso del debito dipende principalmente dai flussi di cassa generati dal progetto finanziato.

Glossario

Spread creditizio: differenza di rendimento tra un'obbligazione societaria e un titolo considerato privo di rischio. Un aumento dello spread segnala una maggiore percezione del rischio.

Trasferimento di rischio: operazione con cui una banca o un investitore cede a terzi una parte del rischio collegato a prestiti o obbligazioni.

YTD: abbreviazione di Year To Date. Indica il periodo compreso tra l'inizio dell'anno e la data corrente.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

abstract



In sintesi

L'attenzione del mercato resta concentrata sullo Stretto di Hormuz, ma il vero fattore critico per il petrolio potrebbe essere la capacità globale di raffinazione. Dopo i nuovi attacchi tra Stati Uniti e Iran, i flussi di greggio attraverso Hormuz si sono nuovamente ridotti e il Brent ha superato gli 87 dollari. Tuttavia, il mercato considera ormai l'offerta di greggio un problema dinamico: i barili possono scomparire e tornare rapidamente. Più complessa è invece la ripresa delle raffinerie. Le principali incognite riguardano i danni agli impianti mediorientali, i tempi di riavvio della capacità cinese e soprattutto la tenuta del sistema russo, colpito ripetutamente dai droni ucraini. La Russia rappresenta circa il 20% del calo globale dell'attività di raffinazione e le carenze interne stanno coinvolgendo trasporti, agricoltura, logistica e servizi.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Nel breve termine, l'escalation in Medio Oriente può sostenere il prezzo del Brent, ma nel medio-lungo periodo il rischio maggiore riguarda la scarsità di prodotti raffinati, in particolare diesel e olio combustibile. Le esportazioni russe di questi prodotti sono diminuite di circa due terzi, mantenendo elevati i crack spreads, mentre l'eccesso di greggio esportato dalla Russia contribuisce a un mercato del petrolio non raffinato più abbondante. JPMorgan prevede una ripresa graduale delle raffinerie russe, dagli attuali 3,6 milioni di barili al giorno a circa 4,5 milioni all'inizio del 2027. Se gli attacchi cessassero, il recupero potrebbe essere rapido; se proseguissero, le tensioni sui prodotti raffinati potrebbero diventare strutturali fino al 2027. Resta decisivo il ruolo di USA, UE e NATO nel sostegno all'Ucraina e l'eventuale risposta di Mosca e dei suoi alleati.

E se lo Stretto di Hormuz non fosse più il principale centro di attenzione del mercato? La seduta di venerdì è stata caratterizzata da tre elementi accomunati dalla lettera K: il K3 di Moonshot, ampiamente analizzato nel capitolo azionario; la Korea, anch'essa approfondita nella stessa sede; e infine il Kuwait, possibile obiettivo strategico e alternativo delle rappresaglie iraniane contro gli Stati Uniti, in quanto tradizionale proxy degli interessi statunitensi nella regione. Quali prospettive si delineano, dunque, per la commodity maggiormente associata alle tensioni geopolitiche, ossia il petrolio?

Nella giornata di sabato il Brent ha superato gli 87 dollari, in previsione di un'ulteriore escalation militare, rispetto alla quale l'invio in Israele di decine di aerei da rifornimento statunitensi rappresenta un segnale significativo. Una guerra su vasta scala o un'invasione terrestre statunitense dell'Iran appaiono scenari probabili.

Nel frattempo, occorre prestare attenzione alla prossima sfida di medio-lungo periodo per il mercato, anche alla luce dell'eccezionale aumento dei margini di raffinazione (crack spreads) registrato nelle ultime settimane. Si tratta di una dinamica che coinvolge direttamente la Russia.

Come osserva Natasha Kaneva, responsabile della ricerca sulle materie prime di JPM, nella sua ultima nota settimanale sui mercati petroliferi, la recente intensificazione degli attacchi tra Stati Uniti e Iran ha nuovamente ridotto in misura rilevante i flussi attraverso Hormuz, annullando gran parte della ripresa osservata nelle settimane precedenti. Tuttavia, dopo mesi di interruzioni, il mercato ha progressivamente iniziato a considerare l'offerta di greggio come un problema dinamico: i barili possono venire meno rapidamente, ma possono anche tornare disponibili in tempi relativamente brevi. La situazione della raffinazione, invece, presenta un grado di incertezza molto maggiore.

Secondo Kaneva, il punto centrale non è più stabilire se i barili di greggio torneranno sul mercato, ma comprendere quanto rapidamente il sistema globale di raffinazione sarà in grado di lavorarli.

In questo contesto emergono tre grandi fonti di incertezza:

- l'entità dei danni subiti dalle infrastrutture di raffinazione del Medio Oriente dopo mesi di conflitto;
- i tempi di ripresa dell'attività delle raffinerie cinesi, fortemente condizionata dalle politiche governative;
- la velocità con cui il sistema di raffinazione russo riuscirà a recuperare dopo i ripetuti attacchi condotti con droni ucraini.

La prima incertezza riguarda il Medio Oriente.

JPM ha monitorato oltre 30 attacchi contro diverse raffinerie e infrastrutture di lavorazione del petrolio nella regione, ma l'entità effettiva dei danni fisici rimane in larga parte sconosciuta. La questione principale consiste nel determinare quale quota degli 11,7 milioni di barili al giorno di capacità di raffinazione regionale possa essere riavviata immediatamente e quale parte richieda, invece, interventi di riparazione estesi. Lo scenario di base della banca ipotizza che, entro la fine dell'anno, soltanto 250.000 barili al giorno di capacità rimarranno inattivi, sebbene il livello di affidabilità attribuito a questa stima resti contenuto.

La seconda fonte di incertezza è rappresentata dalla Cina.

L'attività delle raffinerie cinesi si è ridotta di ben 3,0 milioni di barili al giorno, principalmente per effetto di decisioni politiche, più che di fattori economici. Il ritorno alla normalità richiederà probabilmente condizioni ulteriori rispetto alla semplice riapertura di Hormuz. Sarà infatti necessario acquisire la ragionevole certezza che i flussi si siano pienamente stabilizzati e non siano più esposti a interruzioni ricorrenti.

Solo in presenza di tali condizioni sarà possibile attendersi che Pechino allenti pienamente le quote di esportazione dei prodotti raffinati, consentendo alle principali raffinerie statali di incrementare i tassi di utilizzo e aumentare le importazioni di greggio. Secondo JPM, è improbabile che questo processo possa completarsi prima di settembre.

La terza fonte di incertezza, forse la meno considerata dal mercato, riguarda la Russia.

Negli ultimi tre mesi il sistema di raffinazione russo è stato sottoposto a ripetuti attacchi con droni ucraini, che hanno danneggiato raffinerie, impianti di stoccaggio e, con frequenza crescente, le complesse unità di conversione secondaria che determinano la resa dei prodotti. L'ultimo attacco si è verificato nella giornata di sabato. A giugno, l'attività delle raffinerie russe è scesa a 3,8 milioni di barili al giorno, 1,5 milioni in meno rispetto all'inizio dell'anno, rendendo la Russia uno dei principali fattori alla base dell'attuale ed eccezionale debolezza dell'attività globale di raffinazione.

La Russia, da sola, rappresenta circa il 20% del calo complessivo di 8,2 milioni di barili al giorno registrato quest'anno nell'attività delle raffinerie mondiali. Sul piano interno, la situazione dei carburanti è peggiorata e si sta trasformando progressivamente da un disagio per i consumatori in un problema operativo per l'intero sistema economico. Le carenze si stanno diffondendo anche nelle regioni dotate di proprie raffinerie, poiché le forniture vengono reindirizzate verso Mosca.

Questa dinamica riflette un chiaro cambiamento nella strategia ucraina: le raffinerie destinate a rifornire la capitale hanno rappresentato il 39% di tutti gli attacchi nel 2026, rispetto al 22% del 2025 **(RUSSIA_OIL1).**

Con l'ingresso della Russia nel periodo di massima intensità della stagione delle dacie, durante il quale la domanda stagionale di benzina raggiunge il proprio picco annuale perché milioni di cittadini si recano nelle case di campagna, le carenze di carburante sono divenute sempre più evidenti.

In alcune regioni gli automobilisti hanno atteso in coda per giorni, le vendite di carburante sono state razionate e le stazioni di servizio, comprese quelle gestite da operatori di grandi dimensioni, sono rimaste temporaneamente prive di scorte.

I prezzi al dettaglio sono aumentati in modo significativo, con alcune stazioni indipendenti che avrebbero applicato prezzi superiori del 50% o più rispetto ai livelli ordinari **(RUSSIA_OIL2)**.

Le difficoltà si sono ormai estese ben oltre il trasporto privato. Agricoltura, trasporto pubblico, servizi di pubblica utilità, logistica e piccole imprese risultano sempre più coinvolti, segnando il passaggio da un problema limitato ai consumatori a una più ampia perturbazione operativa dell'economia. Anche il diesel costituisce un'ulteriore fonte di preoccupazione, poiché il raccolto agricolo nel sud della Russia inizia ad agosto, periodo nel quale la domanda stagionale di distillati raggiunge normalmente il massimo annuale.

La risposta del governo si è concentrata sulla tutela della disponibilità di carburante nel breve periodo, più che sul ripristino della capacità di raffinazione. La Russia ha iniziato a importare benzina dalla Bielorussia e dall'India, ha approvato modifiche fiscali finalizzate a incentivare una maggiore produzione di benzina attraverso l'aumento delle miscele e ha consentito alle raffinerie di produrre e commercializzare benzina Euro-3, di qualità inferiore, in sostituzione della Euro-5. Questa misura permette di incrementare la produzione attraverso l'impiego di componenti di miscelazione di qualità più bassa.

A fronte della riduzione dell'attività delle raffinerie e dell'aumento della domanda stagionale, Mosca ha inoltre rafforzato i controlli sulle esportazioni di carburanti, comprese benzina, carburante per aerei e diesel.

Si tratta di misure pragmatiche, finalizzate a salvaguardare le forniture interne, ma che evidenziano come la Russia stia gestendo una situazione di scarsità di carburante attraverso interventi marginali, piuttosto che operare sulla base di un sistema di raffinazione pienamente resiliente.

Le conseguenze si estendono ben oltre il territorio russo. Non riuscendo a lavorare internamente tutto il greggio prodotto, la Russia ha reindirizzato un numero maggiore di barili verso il mercato delle esportazioni, portando le esportazioni di greggio su livelli record e contribuendo ad ampliare una situazione globale già caratterizzata da un eccesso di offerta.

Parallelamente, le esportazioni di prodotti raffinati si sono ridotte in modo significativo, con l'impatto maggiore concentrato sui distillati medi. Le esportazioni russe di diesel e olio combustibile sono diminuite di circa due terzi, comprimendo ulteriormente un mercato globale dei distillati già sottoposto a tensioni e contribuendo a mantenere elevati i margini di raffinazione.

Questo elemento è particolarmente rilevante perché il ruolo della Russia nel commercio globale dei prodotti raffinati è proporzionalmente molto superiore rispetto al suo peso nel mercato del greggio. Il Paese è il secondo maggiore esportatore mondiale di diesel, con circa il 12% delle esportazioni globali, pari a 0,8 milioni di barili al giorno, ed è il principale esportatore di olio combustibile, con una quota di circa il 16%, pari a 0,9 milioni di barili al giorno.

Di conseguenza, le interruzioni dell'attività di raffinazione russa tendono a produrre effetti molto più rilevanti sugli equilibri dei prodotti raffinati che su quelli del greggio.

La questione fondamentale è stabilire se il sistema di raffinazione russo riuscirà infine a tornare a condizioni operative normali oppure se si stabilizzerà su un nuovo equilibrio strutturalmente più basso, caratterizzato da interruzioni ricorrenti.

Prima dell'intensificazione degli attacchi con droni, avvenuta all'inizio di aprile, le raffinerie russe lavoravano normalmente circa 5,3 milioni di barili di greggio al giorno. A questi livelli, il sistema produceva circa 2,0 milioni di barili di diesel, 1,0 milione di benzina, 0,9 milioni di olio combustibile, 0,3 milioni di carburante per aerei e 1,1 milioni di altri prodotti raffinati.

La domanda interna assorbiva la maggior parte della benzina e del carburante per aerei, mentre la Russia esportava quasi la metà della propria produzione di diesel e quasi tutto l'olio combustibile, configurandosi come uno dei principali fornitori mondiali di distillati. Questo livello operativo ordinario costituisce il parametro di riferimento rispetto al quale valutare le interruzioni attuali.

Il rischio principale è rappresentato dalla persistenza del fenomeno. Dalla fine di marzo, la campagna ucraina si è trasformata da una serie episodica di azioni di disturbo contro le raffinerie in uno sforzo strategico continuativo, finalizzato a compromettere l'intero sistema russo di raffinazione e distribuzione dei carburanti.

La combinazione di attacchi ripetuti, maggiore profondità di penetrazione nel territorio russo e progressivo ampliamento degli obiettivi suggerisce che le interruzioni delle raffinerie stiano assumendo una natura strutturale, anziché temporanea, all'interno del mercato.

L'Ucraina sembra inoltre aver individuato con precisione le infrastrutture sulle quali intervenire per produrre il massimo danno. Gli attacchi hanno infatti preso sempre più di mira hydrocrackers, impianti di cracking catalitico, reformers e altre unità di conversione secondaria, colpendo ripetutamente anche siti già danneggiati.

A differenza delle unità di distillazione atmosferica, questi impianti sono molto più complessi da riparare, con la conseguenza di prolungare i periodi di inattività da poche settimane fino, potenzialmente, a diversi trimestri.

Ne deriva un rischio crescente che i mercati dei prodotti raffinati rimangano più tesi rispetto a quelli del greggio almeno fino al 2027. Lo scenario di base di JPMorgan prevede una ripresa graduale, anziché una rapida normalizzazione. La banca si attende che l'attività delle raffinerie russe aumenti dagli attuali 3,6 milioni di barili al giorno a circa 4,5 milioni all'inizio del 2027, con una media di 4,7 milioni durante il 2027.

Questa previsione presuppone che l'intensità degli attacchi con droni diminuisca dopo le elezioni russe di settembre e in prossimità della stagione invernale del riscaldamento, quando l'Ucraina potrebbe concentrare maggiormente le proprie risorse sulla protezione delle infrastrutture energetiche nazionali.

Anche in tale scenario, si prevede che la produzione di greggio a monte recuperi soltanto in misura modesta, poiché i vincoli presenti nelle attività a valle stanno influenzando sempre più le decisioni di investimento a monte.

Con una produzione attuale di 8,7 milioni di barili al giorno, quasi 0,6 milioni al di sotto dei livelli di inizio anno, la Russia sta già operando in prossimità dei limiti pratici della propria infrastruttura di esportazione. In assenza di una ripresa dell'utilizzo delle raffinerie, lo spazio disponibile per collocare ulteriori forniture di greggio risulta estremamente limitato.

Anziché destinare capitali all'espansione della produzione, le compagnie petrolifere russe stanno attribuendo priorità alle riparazioni delle raffinerie, al reperimento di attrezzature sostitutive e alle misure necessarie per preservare la sicurezza degli approvvigionamenti interni di carburante.

Questo cambiamento emerge già dai dati relativi agli investimenti: la spesa complessiva in conto capitale delle principali compagnie petrolifere russe ha continuato a crescere, mentre gli investimenti a monte sono rimasti sostanzialmente stabili. JPM prevede pertanto soltanto una graduale ripresa della produzione di greggio, fino a circa 9,0 milioni di barili al giorno entro la fine dell'anno, seguita da una stabilizzazione intorno ai 9,2 milioni durante il 2027.

Il rischio al rialzo è chiaro: qualora gli attacchi con droni ucraini cessassero immediatamente, ampie parti del sistema di raffinazione russo potrebbero recuperare in tempi relativamente rapidi. Molte delle unità danneggiate sembrano infatti riparabili e l'attività delle raffinerie potrebbe registrare un recupero entro uno o due mesi, riducendo in misura significativa l'attuale scarsità di prodotti raffinati.

Il rischio al ribasso è rappresentato dal fatto che l'Ucraina ha dimostrato di possedere sia le capacità sia le competenze necessarie per condurre attacchi di precisione con droni su larga scala e in profondità all'interno del territorio russo. La principale incognita riguarda la durata nel tempo di tale capacità operativa e il relativo costo.

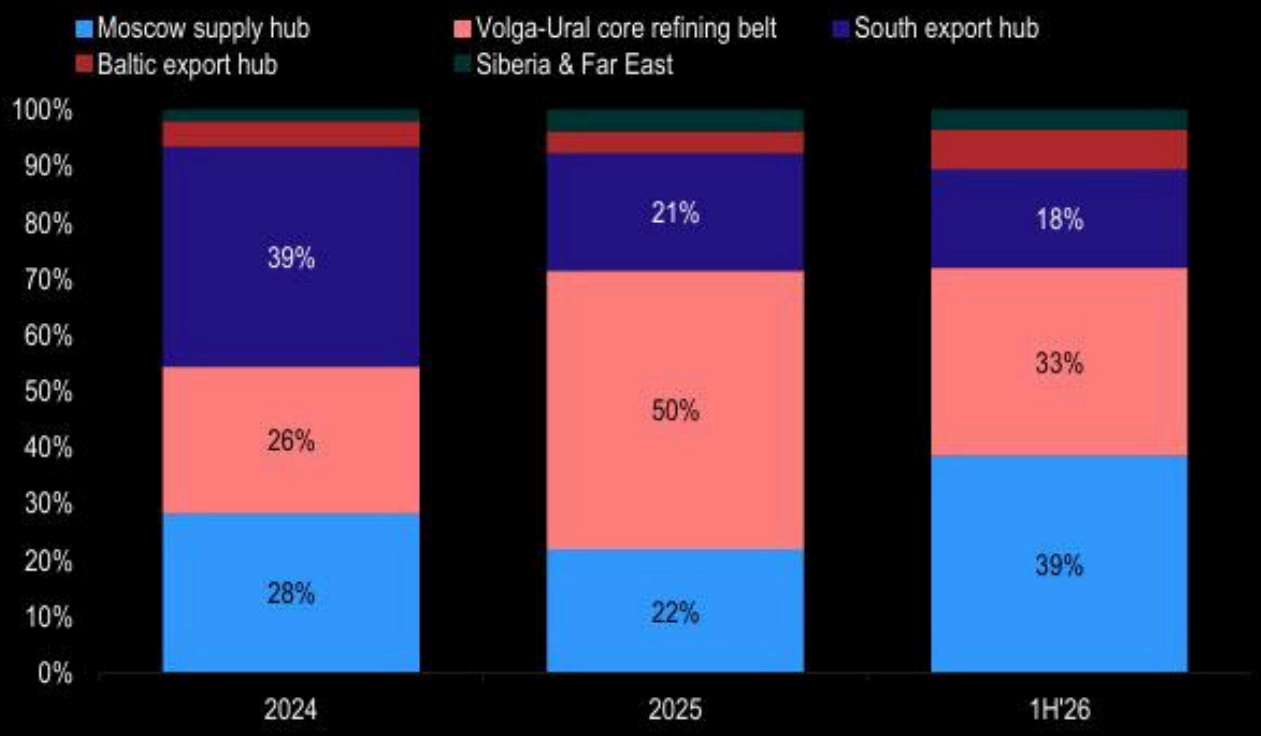
In conclusione, sebbene l'attenzione del mercato rimanga comprensibilmente concentrata sullo Stretto di Hormuz, uno dei fattori più rilevanti per l'equilibrio globale della raffinazione potrebbe ormai trovarsi quasi 2.000 miglia più a nord.

Occorre inoltre considerare la rilevante questione geopolitica che presiede a questo nuovo equilibrio energetico: quale sarà l'entità e la natura del ruolo politico, militare e finanziario di Stati Uniti e Unione europea, attraverso la NATO, a sostegno di un'eventuale escalation ucraina finalizzata a infliggere danni strutturali alla Russia prima dell'arrivo dell'inverno? E, in tale eventualità, quale potrebbe essere la risposta speculare di Mosca e dei suoi alleati?

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Figure 2: Breakdown of refinery attacks by refining cluster

Percent

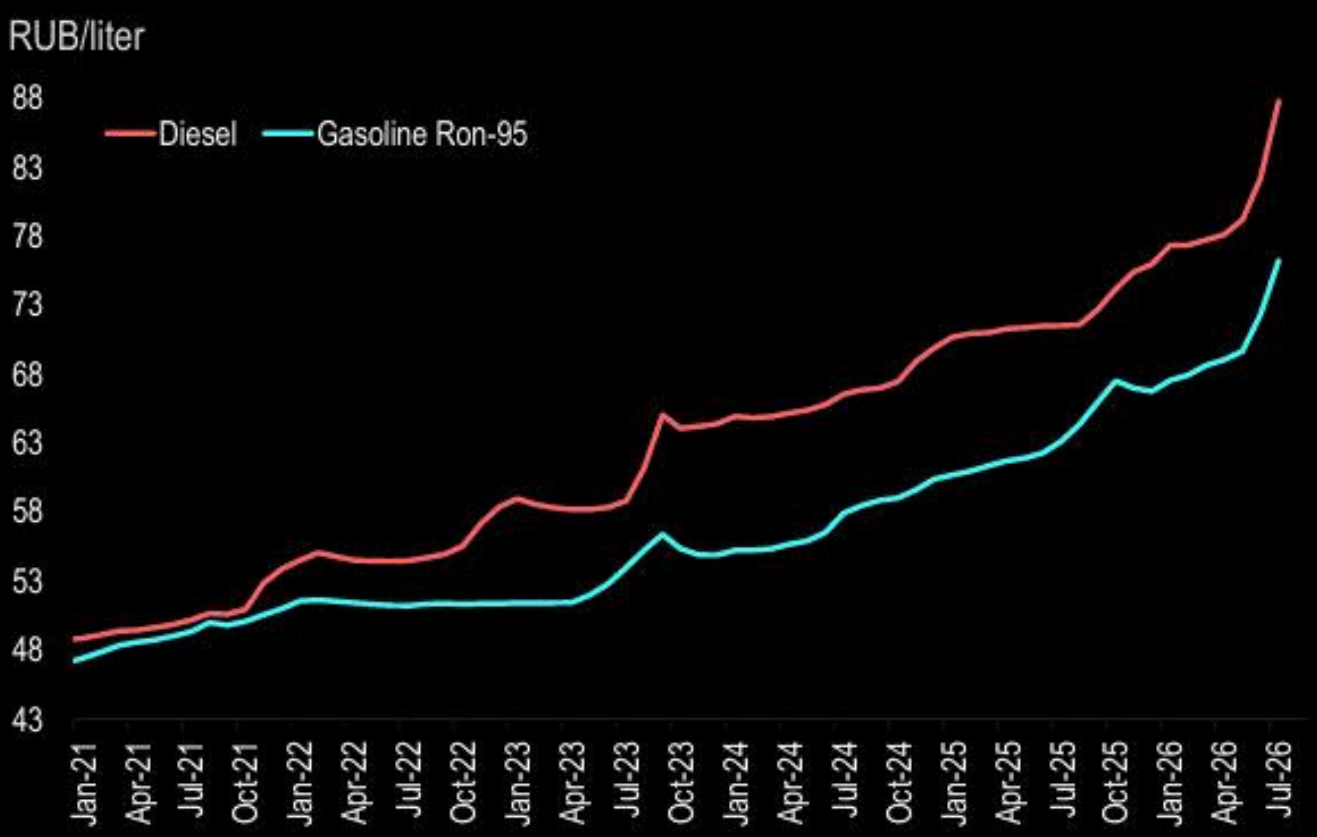


Source: J.P. Morgan Commodities Research

Immagine RUSSIA_OIL1 - **Fonte** JP Morgan

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Figure 3: Russian fuel retail prices



Source: Rosstat, J.P. Morgan Commodities Research

Immagine RUSSIA_OIL2 - **Fonte** JP Morgan/Rosneft

commodities

Away
ake

Hormuz e rischio geopolitico: il mercato resta concentrato sullo Stretto di Hormuz, dove la nuova escalation tra Stati Uniti e Iran ha ridotto i flussi di greggio e sostenuto il Brent sopra gli 87 dollari.

Crisi della raffinazione russa: gli attacchi con droni hanno ridotto sensibilmente l'attività delle raffinerie, colpendo anche le unità più complesse e difficili da riparare.

Raffinazione più critica dell'offerta di greggio: il vero problema non è soltanto la disponibilità dei barili, ma la capacità del sistema globale di raffinarli e trasformarli in prodotti utilizzabili.

Carenze interne e impatto economico: la scarsità di carburante in Russia non riguarda più soltanto gli automobilisti, ma coinvolge agricoltura, trasporti, logistica, servizi pubblici e piccole imprese.

Tre principali fonti di incertezza: i danni alle raffinerie mediorientali, i tempi di riavvio degli impianti cinesi e la capacità del sistema russo di recuperare dopo gli attacchi ucraini.

Mercati dei prodotti raffinati sotto pressione: il calo delle esportazioni russe di diesel e olio combustibile mantiene elevati i crack spreads e potrebbe rendere strutturalmente più tesi i mercati dei distillati almeno fino al 2027.

Capacità di raffinazione: quantità massima di greggio che una raffineria o un sistema di raffinerie può lavorare in un determinato periodo, normalmente espressa in barili al giorno.

Crack spreads: differenza tra il prezzo del petrolio greggio e quello dei prodotti raffinati ottenuti, come benzina e diesel. Indica, in modo semplificato, il margine economico delle raffinerie.

Distillati medi: categoria di prodotti raffinati che comprende principalmente diesel, gasolio da riscaldamento e carburante per aerei.

Hydrocracker: impianto di raffinazione complesso che utilizza idrogeno, pressione e alte temperature per trasformare frazioni pesanti del petrolio in prodotti più leggeri e pregiati, come diesel e carburante per aerei.

Impianto di cracking catalitico: unità di raffineria che utilizza catalizzatori per convertire componenti pesanti del greggio in prodotti più leggeri, in particolare benzina.

Olio combustibile: prodotto petrolifero pesante utilizzato soprattutto nel trasporto marittimo, nell'industria e in alcuni impianti energetici.

Proxy: soggetto, Paese o attività utilizzato indirettamente per rappresentare, colpire o condizionare gli interessi di un altro attore.

Raffinazione a valle: insieme delle attività che trasformano il petrolio greggio in prodotti finiti, come benzina, diesel, cherosene e olio combustibile.

Reformer: unità di raffineria che migliora la qualità di alcune componenti della benzina, aumentandone il numero di ottano e producendo anche idrogeno.

Unità di conversione secondaria: impianti avanzati che trasformano i prodotti intermedi della raffinazione in carburanti di maggiore valore. Sono più complessi da riparare rispetto alle unità di distillazione primaria.

Upstream: fase iniziale della filiera petrolifera, comprendente esplorazione, estrazione e produzione del greggio.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

abstract



In sintesi

Il Parlamento giapponese ha approvato definitivamente la riclassificazione delle criptovalute come attività finanziarie, trasferendole dalla Legge sui Servizi di Pagamento alla Legge sugli Strumenti Finanziari e gli Scambi (FIEA). La riforma, attesa entro l'anno fiscale 2027, estende a Bitcoin e agli altri asset digitali le tutele previste per azioni, obbligazioni e fondi, comprese le norme sull'insider trading, maggiori obblighi informativi per gli exchange e sanzioni più severe per gli operatori non registrati. Parallelamente, è stato approvato un piano per ridurre dal 2028 la tassazione massima sui guadagni crypto dal 55% a un'aliquota fissa del 20%. La nuova disciplina potrebbe inoltre rimuovere gli ostacoli alla nascita di ETF spot su Bitcoin in Giappone.

Cosa aspettarsi dal mercato?

La riforma rafforza la legittimazione istituzionale delle criptovalute e potrebbe ampliare l'accesso degli investitori retail e dei gestori patrimoniali giapponesi al settore. L'integrazione degli asset digitali nei mercati dei capitali, insieme alla riduzione fiscale e alla possibile introduzione di ETF spot su Bitcoin, potrebbe favorire nuovi flussi verso il comparto crypto e indurre altre giurisdizioni a seguire l'esempio giapponese. L'attenzione resta concentrata anche su una possibile Clarity Act surprise del Senato USA prima della pausa estiva. Un'accelerazione normativa statunitense, accompagnata dall'ipotesi di tokenizzazione del debito monstre nipponico, potrebbe sostenere una più ampia rotazione dal rischio AI verso Bitcoin e oro.

Mercoledì scorso il Parlamento giapponese ha approvato un emendamento che riclassifica le criptovalute come attività finanziarie. La modifica trasferisce Bitcoin e le altre criptovalute dal regime nazionale dei pagamenti al quadro normativo applicabile ad azioni, obbligazioni e fondi d'investimento. In particolare, gli asset digitali perdono il precedente inquadramento previsto dalla Legge sui Servizi di Pagamento e vengono ricondotti nell'ambito della Legge sugli Strumenti Finanziari e gli Scambi (FIEA), la stessa normativa che disciplina i titoli tradizionali.

L'emendamento assoggetta Bitcoin e le altre criptovalute a un unico standard di tutela degli investitori. Secondo quanto riferito da NHK, la modifica entrerà in vigore entro un anno, con l'obiettivo di renderla operativa nell'anno fiscale 2027. Il governo giapponese aveva inizialmente approvato la misura sotto forma di progetto di emendamento nell'aprile 2026, ma quel passaggio aveva avuto il solo effetto di trasmettere il disegno di legge alla Dieta per il successivo dibattito parlamentare. Il voto di mercoledì costituisce invece l'approvazione definitiva della legge, accompagnata dal via libera formale a un piano distinto volto a ridurre, a partire dal 2028, l'aliquota fiscale massima sui guadagni da criptovalute dal 55% a un'aliquota fissa del 20%.

La misura ridefinisce in modo significativo le modalità con cui il Giappone supervisiona questa classe di attività. In quanto strumenti finanziari, gli asset crittografici saranno ora soggetti anche alle norme sull'insider trading, che vietano agli emittenti, agli operatori degli exchange e agli altri soggetti in possesso di informazioni non pubbliche di effettuare operazioni prima di eventi rilevanti, quali la quotazione di nuovi token, la loro rimozione dagli exchange o il verificarsi di gravi incidenti tecnici.

Gli exchange saranno inoltre sottoposti a nuovi obblighi di trasparenza e informativa. Le piattaforme dovranno pubblicare dati relativi all'emittente di ciascun token, all'architettura della blockchain e al profilo di volatilità, secondo uno standard analogo agli obblighi di rendicontazione previsti per le società di intermediazione mobiliare. Secondo fonti locali, i regolatori otterranno anche poteri di vigilanza più ampi sul settore.

La nuova legge introduce inoltre un significativo inasprimento delle sanzioni. La pena detentiva massima prevista per gli operatori di criptovalute non registrati passa da 3 a 10 anni, mentre la sanzione pecuniaria massima aumenta da 3 milioni di yen a 10 milioni di yen, equivalenti a circa 62.000 dollari. L'inasprimento del sistema sanzionatorio evidenzia la volontà di trattare gli illeciti connessi alle criptovalute con un livello di severità analogo a quello previsto per le frodi sui titoli.

Una prospettiva per gli ETF su Bitcoin e per la riduzione della tassazione

La riclassificazione produce due conseguenze che vanno oltre il rafforzamento del quadro normativo. In primo luogo, crea le condizioni per l'introduzione di ETF spot su Bitcoin. Poiché la FIEA disciplina le attività che possono essere detenute dai fondi, l'inclusione delle criptovalute nel suo ambito di applicazione rimuove un ostacolo strutturale che aveva finora impedito ai gestori patrimoniali giapponesi di lanciare ETF regolamentati su Bitcoin.

In secondo luogo, la modifica prepara il terreno per una riforma del trattamento fiscale. Attualmente il Giappone tassa i guadagni derivanti dalle criptovalute come redditi diversi, con aliquote che possono raggiungere il 55%, uno dei regimi fiscali più onerosi tra i principali mercati. I legislatori hanno approvato un piano volto a ridurre l'aliquota massima a un livello fisso del 20%, allineandola a quella applicata ai guadagni azionari. La riduzione, collegata alle Linee guida della riforma fiscale del 2026, entrerà in vigore nel 2028.

La riforma si inserisce in una fase in cui il Giappone sta accelerando una più ampia strategia di sviluppo del Web3, mentre le autorità di regolamentazione stanno valutando l'introduzione di requisiti di riserva per gli exchange analoghi ai coefficienti patrimoniali richiesti alle società di intermediazione mobiliare. Nel frattempo, il numero di account aperti dagli utenti presso gli exchange giapponesi è aumentato e le imprese nazionali attive nel settore crypto si stanno preparando a rivolgersi a una platea più ampia di investitori retail.

Per un settore che ha a lungo considerato il Giappone un pioniere prudente nella regolamentazione delle criptovalute, il voto rappresenta un passaggio rilevante verso una piena legittimazione istituzionale. Il Paese, che in passato ha costituito un modello nella regolamentazione delle cryptovalute, sta ora integrando gli asset digitali nel proprio mercato dei capitali, con una decisione che potrebbe indurre altre giurisdizioni ad adottare un approccio analogo.

L'attenzione si concentra ora anche sulla possibilità di una Clarity Act surprise da parte del Senato USA prima della pausa estiva. Più in generale, potrebbe emergere una rotazione dal rischio AI verso Bitcoin e oro, qualora alla mossa statunitense si affiancasse l'ipotesi di un'accelerazione di un piano di tokenizzazione del debito monstre nipponico.

Riclassificazione delle criptovalute: Bitcoin e gli altri asset digitali vengono trasferiti dal regime dei pagamenti alla Legge sugli Strumenti Finanziari e gli Scambi (FIEA), al pari di azioni, obbligazioni e fondi.

Inasprimento delle sanzioni: Per gli operatori non registrati aumentano sia la pena detentiva massima, da 3 a 10 anni, sia la multa massima, da 3 a 10 milioni di yen.

Maggiore tutela degli investitori: La nuova disciplina estende alle criptovalute le norme sull'insider trading e rafforza i poteri di vigilanza delle autorità giapponesi.

ETF spot su Bitcoin e riforma fiscale: La riclassificazione apre la strada a ETF regolamentati su Bitcoin e alla riduzione, dal 2028, dell'aliquota massima sui guadagni crypto dal 55% al 20%.

Nuovi obblighi per gli exchange: Le piattaforme dovranno fornire informazioni più dettagliate sugli emittenti dei token, sull'architettura delle blockchain e sui livelli di volatilità.

Implicazioni di mercato e geopolitiche: La svolta giapponese, insieme a una possibile Clarity Act surprise negli USA e all'ipotesi di tokenizzazione del debito nipponico, potrebbe favorire una rotazione dal rischio AI verso Bitcoin e oro.

Asset finanziari: strumenti o attività con valore economico detenuti a fini di investimento, come azioni, obbligazioni, fondi e, secondo la nuova classificazione giapponese, criptovalute.

Blockchain: registro digitale condiviso e distribuito che memorizza le transazioni in blocchi collegati tra loro, rendendole verificabili e difficilmente modificabili.

Clarity Act: riferimento a una proposta normativa statunitense finalizzata a definire con maggiore precisione il quadro giuridico e le competenze di vigilanza applicabili alle criptovalute.

Exchange di criptovalute: piattaforma digitale attraverso la quale è possibile acquistare, vendere, scambiare e custodire criptovalute.

ETF spot su Bitcoin: fondo negoziato in Borsa che replica direttamente il prezzo di Bitcoin attraverso la detenzione effettiva della criptovaluta, anziché tramite strumenti derivati.

FIEA (Financial Instruments and Exchange Act): normativa giapponese che disciplina strumenti finanziari, mercati, intermediari e tutela degli investitori.

Insider trading: compravendita di strumenti finanziari effettuata utilizzando informazioni rilevanti e non ancora pubbliche.

Redditi diversi: categoria fiscale nella quale possono rientrare proventi non riconducibili alle principali tipologie di reddito; in Giappone comprende attualmente anche i guadagni da criptovalute.

Requisiti di riserva: obblighi che impongono agli intermediari di mantenere una determinata quantità di capitale o attività liquide per fronteggiare rischi e perdite.

Token: rappresentazione digitale di un valore, diritto o utilità registrata su una blockchain.

Tokenizzazione del debito: trasformazione di titoli di debito o crediti in token digitali negoziabili su infrastrutture basate su blockchain.

Web3: modello di sviluppo di Internet fondato su tecnologie decentralizzate, blockchain, token e maggiore controllo degli utenti sui propri dati e asset digitali.



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