MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

27 LUGLIO - 2 AGOSTO

ANNO 2026



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Indice

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

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

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

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

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

61 **DISCLAIMER**
informazioni legali e credits

62 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

La settimana concentra tre decisioni cruciali di politica monetaria – FED, Bank of Japan e Bank of England – nel pieno di un sell-off obbligazionario globale. Un eventuale rialzo dei tassi potrebbe produrre un aggiustamento controllato oppure innescare tensioni più profonde e differite. Particolare attenzione sarà rivolta al Giappone, con lo yen vicino a quota 164 contro il dollaro e il rischio di un nuovo smobilizzo dei carry trade, analogo a quello del 5 agosto 2024. Il calendario macroeconomico sarà particolarmente intenso: profitti industriali cinesi, indice Ifo, inflazione, PIL, PCE, PMI, produzione industriale, occupazione, consumi e mercato immobiliare. In Europa sono inoltre previste numerose aste di BOT, BTP e Bund, mentre la settimana si concluderà con il vertice ministeriale dei Paesi OPEC e non-OPEC.

Cosa aspettarsi dal mercato?

È ragionevole attendersi un aumento della volatilità su obbligazioni, valute e mercati azionari, con reazioni particolarmente sensibili alle indicazioni delle banche centrali. Rendimenti obbligazionari e yen saranno le principali variabili da monitorare: un intervento della Bank of Japan o una variazione inattesa della politica monetaria potrebbe riattivare lo smobilizzo dei carry trade e amplificare le pressioni sul NIKKEI, già esposto al rischio di una dinamica simile alla sindrome KOSPI. Negli Stati Uniti, le decisioni della FED e i dati su PIL, PCE, consumi e mercato del lavoro influenzeranno le aspettative sui tassi. In Europa, inflazione, crescita e aste governative misureranno la capacità del mercato di assorbire nuova offerta. Sarà quindi opportuno privilegiare prudenza, diversificazione e controllo della duration, evitando reazioni impulsive alle oscillazioni di breve periodo.

La settimana che sta per aprirsi si preannuncia particolarmente rilevante per i mercati finanziari. Resta da comprendere la natura e l'intensità delle reazioni che potranno manifestarsi: se si tratterà di un aggiustamento ordinato e potenzialmente riequilibrante oppure di un movimento più profondo e destabilizzante.

FED, Bank of Japan e Bank of England saranno infatti chiamate a pronunciarsi sui tassi di interesse nel pieno di un vero e proprio sell-off obbligazionario globale. Un eventuale rialzo dei tassi potrebbe rivelarsi una scelta particolarmente rischiosa, produrre un incidente circoscritto oppure determinare uno shock i cui effetti potrebbero emergere con ritardo. In ogni caso, è opportuno mettere in preventivo una reazione significativa da parte dei mercati.

Nel caso del Giappone, il quadro è ulteriormente complicato da uno yen che si avvicina addirittura a quota 164 contro il dollaro, configurando di fatto un possibile presupposto per un intervento. Sullo sfondo resta il rischio di un déjà vu dello smobilizzo dei carry trade del 5 agosto 2024, uno scenario che appare ogni giorno più concreto e potenzialmente critico.

La settimana inizierà già **lunedì 27 luglio** con la pubblicazione dei profitti industriali cinesi e dell'indice Ifo tedesco, due dati macroeconomici di particolare rilevanza. A livello UE saranno diffusi i dati relativi ai prestiti alle imprese e alla massa monetaria M3, mentre negli Stati Uniti l'attenzione sarà concentrata sugli ordinativi di beni durevoli e sull'indice manifatturiero della FED di Dallas.

Martedì 28 luglio si aprirà con il discorso del governatore della Banca centrale australiana. In Europa, Spagna e Francia pubblicheranno i dati sulla disoccupazione, mentre l'Italia sarà impegnata in un'asta di BTP con scadenze a 2, 7 e 10 anni.

L'India renderà noti i dati sulla produzione industriale e manifatturiera, mentre il Brasile pubblicherà quelli relativi agli investimenti esteri diretti. Negli Stati Uniti saranno diffusi l'indice Case-Shiller sui prezzi degli immobili e gli indicatori della FED di Richmond e Dallas relativi a prezzi, spedizioni e revenues dei comparti manifatturiero e dei servizi.

Mercoledì 29 luglio rappresenterà il primo passaggio decisivo della settimana. L'Australia pubblicherà i dati sull'inflazione e sul CPI, mentre Singapore diffonderà il PPI e la bilancia commerciale.

In Europa, l'Italia sarà impegnata nell'asta del BOT a 6 mesi, la Germania in quella del Bund decennale e la Gran Bretagna pubblicherà i dati relativi ai mutui immobiliari.

L'attenzione si sposterà quindi sugli Stati Uniti, dove saranno diffusi prima i dati MBA relativi al rifinanziamento e all'accensione di mutui, successivamente quelli EIA sugli stoccaggi di petrolio e distillati, in attesa della decisione della FED sui tassi di interesse e della conferenza stampa del governatore Kevin Warsh.

Giovedì 30 luglio l'attenzione sarà rivolta a Threadneedle Street, dove la Bank of England deciderà sul costo del denaro e terrà la consueta asta settimanale di Short Term Repo.

La giornata sarà anticipata dal dato giapponese sulla fiducia dei consumatori e da una serie particolarmente ampia di dati relativi al PIL, su base mensile e annuale, dei Paesi membri dell'UE.

L'Italia pubblicherà inoltre il dato sulla disoccupazione e sarà nuovamente impegnata in un'asta di BTP prima della pausa agostana, mentre la Germania diffonderà i dati sull'inflazione.

Negli Stati Uniti saranno pubblicati i dati relativi alle spese personali, al PIL e all'indice PCE, in attesa del consueto fixing settimanale dei tassi fissi a 15 e 30 anni sui mutui immobiliari.

Venerdì 31 luglio la Bank of Japan sarà chiamata a chiarire il proprio orientamento e a decidere quale variabile richieda un intervento più urgente tra yen e rendimenti obbligazionari. Entrambi rappresentano, a loro volta, indicatori rilevanti per valutare il destino di un NIKKEI esposto al rischio di una dinamica analoga alla sindrome KOSPI.

Tokyo pubblicherà inoltre i dati relativi a disoccupazione, produzione industriale, vendite al dettaglio e CPI. La Cina diffonderà invece l'indice NBS relativo al PMI manifatturiero e non manifatturiero.

Per quanto riguarda l'Europa, saranno pubblicati in Francia l'indice PPI e il dato sulla disoccupazione, mentre in Italia verranno diffusi gli indicatori sulla fiducia di consumatori e imprese e sull'inflazione. Successivamente Bruxelles renderà note le dinamiche dei prezzi e il CPI flash per l'Eurozona.

Seguiranno il PPI in Brasile, il dato sul PIL in Canada e la consueta serie di dati macroeconomici statunitensi del venerdì, tra cui l'indice dell'Università del Michigan relativo alle condizioni attuali e alle previsioni inflazionistiche a 5 anni.

Sabato 1 agosto sarà pubblicata la bilancia commerciale della Corea del Sud, mentre **domenica 2 agosto** si terrà il vertice ministeriale dei Paesi OPEC e non-OPEC.

Nel complesso, la settimana concentra un numero eccezionalmente elevato di decisioni di politica monetaria, dati macroeconomici e appuntamenti sul mercato obbligazionario. Resta quindi da comprendere se le reazioni dei mercati potranno essere gestite attraverso un ordinario adeguamento dei portafogli oppure se richiederanno misure di protezione più incisive.

Macro

Away
ake

Decisioni delle banche centrali – FED, Bank of Japan e Bank of England saranno chiamate a decidere sui tassi di interesse in una fase già caratterizzata da un sell-off obbligazionario globale.

Calendario macroeconomico globale – La settimana sarà segnata da numerosi dati su inflazione, PIL, occupazione, produzione industriale, consumi, PMI, PPI, mercato immobiliare e fiducia di imprese e consumatori.

Rischio sui mercati obbligazionari – Un eventuale rialzo dei tassi potrebbe determinare un aggiustamento controllato oppure generare tensioni più profonde, con effetti immediati o differiti.

Aste obbligazionarie europee – Italia, Germania e Regno Unito saranno interessati da importanti emissioni e operazioni sul mercato monetario, tra cui aste di BOT, BTP, Bund e Short Term Repo.

Yen e carry trade – Lo yen vicino a quota 164 contro il dollaro aumenta la probabilità di un intervento della Bank of Japan e il rischio di uno smobilizzo dei carry trade simile a quello del 5 agosto 2024.

Volatilità su azioni, valute e materie prime – Le decisioni monetarie e i dati macro potrebbero incidere sul NIKKEI, esposto al rischio di una dinamica simile alla sindrome KOSPI, oltre che su dollaro, yen, rendimenti obbligazionari e petrolio, in vista del vertice OPEC e non-OPEC.

Carry trade – Strategia che consiste nel finanziarsi in una valuta con tassi di interesse bassi per investire in attività denominate in valute o mercati con rendimenti più elevati. Se la valuta di finanziamento si rafforza rapidamente, le posizioni possono essere chiuse in massa, aumentando la volatilità.

CPI – Consumer Price Index – Indice dei prezzi al consumo. Misura la variazione nel tempo dei prezzi di un paniere di beni e servizi acquistati dalle famiglie ed è uno dei principali indicatori dell'inflazione.

Duration – Misura la sensibilità del prezzo di un'obbligazione o di un portafoglio obbligazionario alle variazioni dei tassi di interesse. Una duration più elevata implica, in genere, oscillazioni di prezzo più ampie.

EIA – Energy Information Administration – Agenzia statunitense che pubblica dati sul mercato dell'energia, tra cui le scorte di petrolio greggio e prodotti distillati. Queste informazioni possono influenzare i prezzi energetici.

Indice Ifo – Indicatore della fiducia delle imprese tedesche, elaborato attraverso un'indagine sulle condizioni attuali e sulle aspettative economiche. È considerato un importante termometro dell'economia europea.

Indice NBS – Insieme di indicatori pubblicati dal National Bureau of Statistics cinese. Nel testo si riferisce in particolare ai PMI ufficiali manifatturiero e non manifatturiero della Cina.

M3 – Misura ampia della quantità di moneta presente nell'economia. Comprende contante, depositi bancari e altri strumenti finanziari liquidi ed è utilizzata per valutare le condizioni monetarie e creditizie.

MBA – Mortgage Bankers Association – Associazione statunitense che pubblica indicatori settimanali sulle richieste di mutuo, distinguendo tra nuovi finanziamenti e operazioni di rifinanziamento.

PCE – Personal Consumption Expenditures – Indice statunitense dei prezzi legati ai consumi personali. È una delle misure di inflazione maggiormente considerate dalla FED nelle decisioni di politica monetaria.

PMI – Purchasing Managers' Index – Indicatore costruito attraverso sondaggi rivolti ai responsabili degli acquisti delle imprese. Valori superiori a 50 indicano generalmente espansione dell'attività, mentre valori inferiori segnalano contrazione.

Macro

Glossario

PPI – Producer Price Index – Indice dei prezzi alla produzione. Misura la variazione dei prezzi praticati dai produttori e può anticipare future pressioni inflazionistiche sui prezzi al consumo.

Sell-off obbligazionario – Vendita diffusa e rapida di obbligazioni. Determina una riduzione dei prezzi dei titoli e, conseguentemente, un aumento dei loro rendimenti.

Short Term Repo – Operazione di finanziamento a breve termine garantita da titoli. Una parte cede temporaneamente attività finanziarie impegnandosi a riacquistarle successivamente a un prezzo prestabilito.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

abstract



In sintesi

La crescita dell'IA sta spostando il principale vincolo della catena del valore dalla capacità di calcolo alla disponibilità di energia. Dopo GPU, networking, fibra, transformer e data center, l'elettricità emerge come la nuova risorsa scarsa: secondo Bloomberg, entro il 2035 i data center potrebbero assorbire circa il 20% dei consumi elettrici statunitensi, contro il 5,9% attuale (DATA_GIGA). L'Agenzia Internazionale dell'Energia prevede inoltre un raddoppio dei consumi entro il 2030, con possibili ritardi per un progetto su cinque a causa dei limiti della rete. Per questo venture capital e hyperscalers guardano sempre più al nucleare, dai piccoli reattori modulari alla fusione. Parallelamente accelera l'AI fisica: la Cina guida lo sviluppo dei robot umanoidi, con una produzione stimata di 100.000 unità nel 2026, mentre Stati Uniti e Giappone intensificano investimenti, acquisizioni e programmi industriali.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il mercato potrebbe progressivamente spostare l'attenzione dai produttori di chip verso le società in grado di garantire energia, infrastrutture e componenti per l'espansione dell'AI. Tra i potenziali beneficiari figurano utility, produttori di apparecchiature per la rete, trasformatori, appaltatori elettrici, aziende dell'uranio e tecnologie nucleari. La selezione sarà tuttavia decisiva: Bernstein Research stima che, dei quasi 500 GW di data center annunciati in Nord America, soltanto circa 135 GW saranno effettivamente realizzati. Saranno quindi favoriti i progetti con accesso all'energia, finanziamenti, sviluppatori credibili e contratti già firmati con hyperscalers. Anche la robotica umanoide può offrire opportunità lungo la filiera dei componenti, con nomi come Hengli, Shuanghuan, Harmonic Drive, Yaskawa, Tesla e Mobileye. Il vantaggio competitivo potrebbe dipendere sempre più dal costo e dalla disponibilità dell'energia.

LPer circa due anni, l'attenzione degli investitori si è concentrata prevalentemente sulle GPU. In seguito, l'interesse si è progressivamente esteso al networking, alla fibra, ai transformer e ai data center. Oggi, tuttavia, il prossimo vincolo strutturale sembra riguardare una risorsa ancora più fondamentale: l'elettricità.

Secondo quanto riportato da The Information, Aalo Atomics è tornata sul mercato per raccogliere nuovi capitali, dopo il round da 100 milioni di dollari concluso lo scorso anno. La società si aggiunge a Valar Atomics, Helion e Antares tra le aziende capaci di attirare miliardi di dollari con l'obiettivo di affrontare un problema comune: produrre energia sufficiente a sostenere lo sviluppo dell'IA.

A prima vista, potrebbe sembrare una notizia circoscritta al mondo delle startup. In realtà, rappresenta un ulteriore segnale di come la dinamica degli investimenti nell'AI si stia spostando sempre più a monte lungo la catena del valore. Soltanto due anni fa, infatti, il principale fattore di scarsità era rappresentato dalle GPU. Oggi è sempre più rappresentato dall'energia.

Secondo Bloomberg, entro il 2035 i data center negli Stati Uniti potrebbero arrivare a rappresentare circa il 20% del consumo nazionale di elettricità, rispetto all'attuale 5,9% **(DATA_GIGA).** Per decenni, nelle economie sviluppate la domanda di energia elettrica è cresciuta a ritmi contenuti. Le utility hanno quindi strutturato le proprie attività per gestire incrementi lenti e prevedibili dei consumi, non campus AI hyperscale in grado di richiedere centinaia di megawatt in tempi estremamente ridotti.

L'Agenzia Internazionale dell'Energia prevede ora che il consumo elettrico dei data center possa più che raddoppiare entro il 2030, avvertendo che circa un progetto pianificato su cinque potrebbe subire ritardi qualora i vincoli della rete non venissero adeguatamente affrontati. Entro la fine del decennio, i data center statunitensi potrebbero consumare più elettricità dell'industria dell'alluminio, dell'acciaio, del cemento e della chimica considerate complessivamente.

La competizione non riguarda quindi più soltanto la costruzione di un numero crescente di GPU, ma anche la realizzazione di una capacità di generazione elettrica sufficiente a mantenerle operative.

La catena del valore dell'IA continua a spostarsi a monte, poiché la prossima risorsa scarsa potrebbe non essere la capacità di calcolo, bensì la disponibilità di energia elettrica.

Un cluster di GPU privo di un'adeguata alimentazione energetica rappresenta, infatti, un'infrastruttura estremamente costosa ma non utilizzabile. Con l'espansione dell'infrastruttura AI da parte degli hyperscalers, assicurarsi forniture energetiche di lungo periodo sta diventando strategicamente importante quanto garantirsi l'accesso ai chip Nvidia. Negli ultimi due anni il mercato ha prezzato soprattutto la scarsità di capacità di calcolo. Nei prossimi anni potrebbe invece iniziare a prezzare la scarsità di energia.

In questo contesto, si sta moltiplicando l'interesse per la costruzione di nuovi reattori, contribuendo a spiegare il crescente afflusso di venture capital nel settore nucleare. Aalo, Valar, Helion e Antares affrontano il problema attraverso approcci differenti: alcune puntano su piccoli reattori modulari a fissione, altre investono nella fusione, ma tutte si rivolgono allo stesso potenziale cliente, rappresentato dai data center per l'AI.

Anziché attendere per anni l'ampliamento delle reti da parte delle utility, l'obiettivo è sempre più quello di collocare la capacità di generazione elettrica direttamente in prossimità del data center.
La tempistica non è casuale. Diverse aziende impegnate nello sviluppo di reattori di nuova generazione hanno recentemente superato un'importante tappa tecnica prevista dal Dipartimento dell'Energia degli Stati Uniti (DOE), aumentando la fiducia degli investitori nella possibilità che il settore stia evolvendo da una fase prevalentemente scientifica a una progressivamente commerciale.

Bernstein Research ha recentemente cercato di distinguere i progetti credibili di data center da quelli che, in termini volutamente critici, definisce iniziative sostenute prevalentemente da presentazioni PowerPoint. La conclusione è significativa. Sebbene in Nord America siano stati annunciati quasi 500 GW di nuova capacità, Bernstein stima che ne verranno effettivamente realizzati soltanto circa 135 GW.

l messaggio non è che la domanda legata all'IA stia rallentando. Il punto è che realizzare infrastrutture ad alta intensità energetica è molto più complesso che annunciarne la progettazione attraverso un comunicato stampa.

L'estratto del report recita:

"We certainly don't have a crystal ball but we have spent a lot of time in the data center industry and think we're pretty good at sniffing out the real builds from the 'bragawatts'. We estimate 1/3 of the deals in the pipeline tracker will actually be completed – 135 GW in North America."

"Think it's just about tokens? Think again: the next AI crisis is 'real compute vs bragawatts'."

Il termine "bragawatts" indica, in questo contesto, annunci relativi a capacità progettuali che appaiono difficilmente realizzabili già sulla base delle presentazioni iniziali, perché non sostenuti da presupposti tecnici, finanziari o industriali sufficientemente concreti.

Come sintetizzato da Bernstein, pubblicare comunicati stampa è relativamente semplice ed economico; realizzare concretamente le infrastrutture richiede invece ingenti risorse finanziarie, materiali e operative. L'energia è diventata il principale vincolo.

Il lavoro di Bernstein Research evidenzia come il successo dei progetti dipenda sempre più da quattro fattori: accesso all'energia, disponibilità di finanziamenti, presenza di sviluppatori credibili e coinvolgimento di hyperscalers con contratti già sottoscritti. I progetti nei quali i lavori sul terreno sono già iniziati presentano una credibilità significativamente superiore rispetto ai semplici annunci.

È precisamente per questa ragione che il nucleare è diventato particolarmente interessante. Ogni gigawatt di capacità produttiva dedicata può contribuire a rimuovere uno dei principali vincoli all'espansione dell'AI. Per l'IA, l'elettricità sta assumendo il ruolo che le GPU avevano nel 2024: quello di fattore produttivo scarso, capace di determinare quali operatori possano espandersi e quali no.

I mercati potrebbero aver già iniziato a riconoscere questa dinamica. Il paniere Power-Up America ha infatti progressivamente sovraperformato il più ampio comparto tematico dell'AI.

Occorre quindi chiedersi se il nucleare e il tema "power-up" siano ormai prossimi ad assumere una rilevanza autonoma e potenzialmente superiore rispetto al più generale tema dell'AI.

La Cina, nel frattempo, continua ad avanzare. La competizione non si svolge esclusivamente nella Silicon Valley. Attualmente, il Paese ha 39 reattori nucleari in costruzione, un numero superiore a quello dei dodici Paesi successivi considerati complessivamente. Mentre l'ecosistema statunitense del venture capital finanzia la nuova generazione di aziende del comparto nucleare, la Cina sta già realizzando reattori su larga scala.

Qualora l'IA diventasse sempre più una competizione fondata sull'energia, anziché soltanto sui chip, la capacità nucleare potrebbe trasformarsi in un vantaggio strategico autonomo.

Il prossimo vincolo strutturale potrebbe quindi indicare anche i prossimi beneficiari del trend dell'IA. Questi potrebbero appartenere a settori molto diversi da quelli che hanno guidato finora il mercato: utility, produttori di apparecchiature per la rete elettrica, produttori di trasformatori, appaltatori elettrici, produttori di uranio e aziende attive nelle tecnologie nucleari.

Se la capacità di calcolo rimanesse abbondante, mentre l'elettricità diventasse insufficiente, la risorsa scarsa si sposterebbe dal silicio alla produzione di energia. Il trend dell'IA è iniziato con i chip, ma potrebbe essere determinato, in ultima analisi, dagli operatori in grado di disporre dell'energia elettrica al costo più competitivo.

In questo senso, e con riferimento a un tema già affrontato in passato da questa newsletter, l'ultimo rapporto Humanoid Robot Pulse di Deutsche Bank rileva che il mercato globale dei robot umanoidi sta accelerando e che la Cina, come prevedibile, occupa attualmente una posizione di leadership.

Il mercato dei robot umanoidi sta registrando un'accelerazione a livello globale. La Cina è leader nella produzione e i funzionari governativi stimano che nel 2026 verranno realizzati 100.000 robot umanoidi, un dato significativamente superiore alla previsione di circa 40.000 unità formulata da Deutsche Bank, come riportato dall'analista Iris Zheng.

Il rapporto evidenzia i seguenti sviluppi:

1. Attività in aumento anche negli Stati Uniti: Agility si quoterà in borsa tramite SPAC entro il quarto trimestre del 2026; Meta acquisisce una startup specializzata in modelli di AI incarnata; OpenAI assume ingegneri con competenze nella robotica; NVIDIA amplia il proprio team di robotica in Cina.
2. Sviluppi continui in Cina: AGIBOT accelera la produzione; BYD e Li Auto forniscono nuovi aggiornamenti sulle rispettive attività nella robotica; Alibaba presenta modelli robotici; Kepler è in fase di acquisizione.
3. Aggiornamenti normativi e industriali: la Cina punta a produrre 100.000 umanoidi nel 2026; Shanghai prevede di impiegarne 100.000 entro il 2030; gli Stati Uniti potrebbero introdurre limitazioni nei confronti della robotica cinese; il Giappone intende schierare 10 milioni di robot AI entro il 2040.
4. Casi d'uso: AGIBOT e Figure hanno realizzato trasmissioni in diretta nelle quali i robot umanoidi vengono mostrati al lavoro all'interno di fabbriche e magazzini.
5. Compagni emotivi: UBTECH e DOBOT stanno sviluppando umanoidi bionici destinati anche a funzioni di interazione e assistenza emotiva.

Ulteriori dettagli riguardano Agility Robotics, che negli Stati Uniti utilizza una catena di approvvigionamento composta per il 75% da fornitori locali e punta a ridurre il costo della distinta base, o BOM, dagli attuali 125.000 dollari a 30.000 dollari.

AGIBOT e Figure AI hanno inoltre trasmesso in diretta i propri robot umanoidi mentre operavano in fabbriche e magazzini, fornendo una dimostrazione della loro potenziale fattibilità commerciale.

Come trarne profitto

La rapida evoluzione del mercato implica una crescente domanda di componenti e rappresenta quindi un fattore positivo per i produttori specializzati. Sul mercato cinese emergono Hengli, Shuanghuan, Harmonic Drive e Yaskawa.

Sul fronte statunitense, l'attenzione si concentra anche su Tesla e Mobileye, quest'ultima attraverso Mentee Robotics. Per quanto riguarda Tesla, occorre considerare la propensione di Elon Musk a formulare obiettivi particolarmente ambiziosi e ad anticipare scenari di sviluppo di ampia portata. Sebbene tali previsioni debbano essere valutate con prudenza, Musk tende generalmente a sostenerle attraverso rilevanti capacità finanziarie, industriali e tecnologiche, anche alla luce delle recenti difficoltà incontrate da SpaceX.

Infine, la rapida, seppure ancora poco evidente, crescita dell'AI fisica ha spinto Blackstone, il più grande gestore mondiale di asset alternativi, a realizzare un importante investimento in Futronic, fornitore del settore automobilistico che ha adattato la propria tecnologia di controllo del movimento per impiegarla negli attuatori destinati ai robot umanoidi.

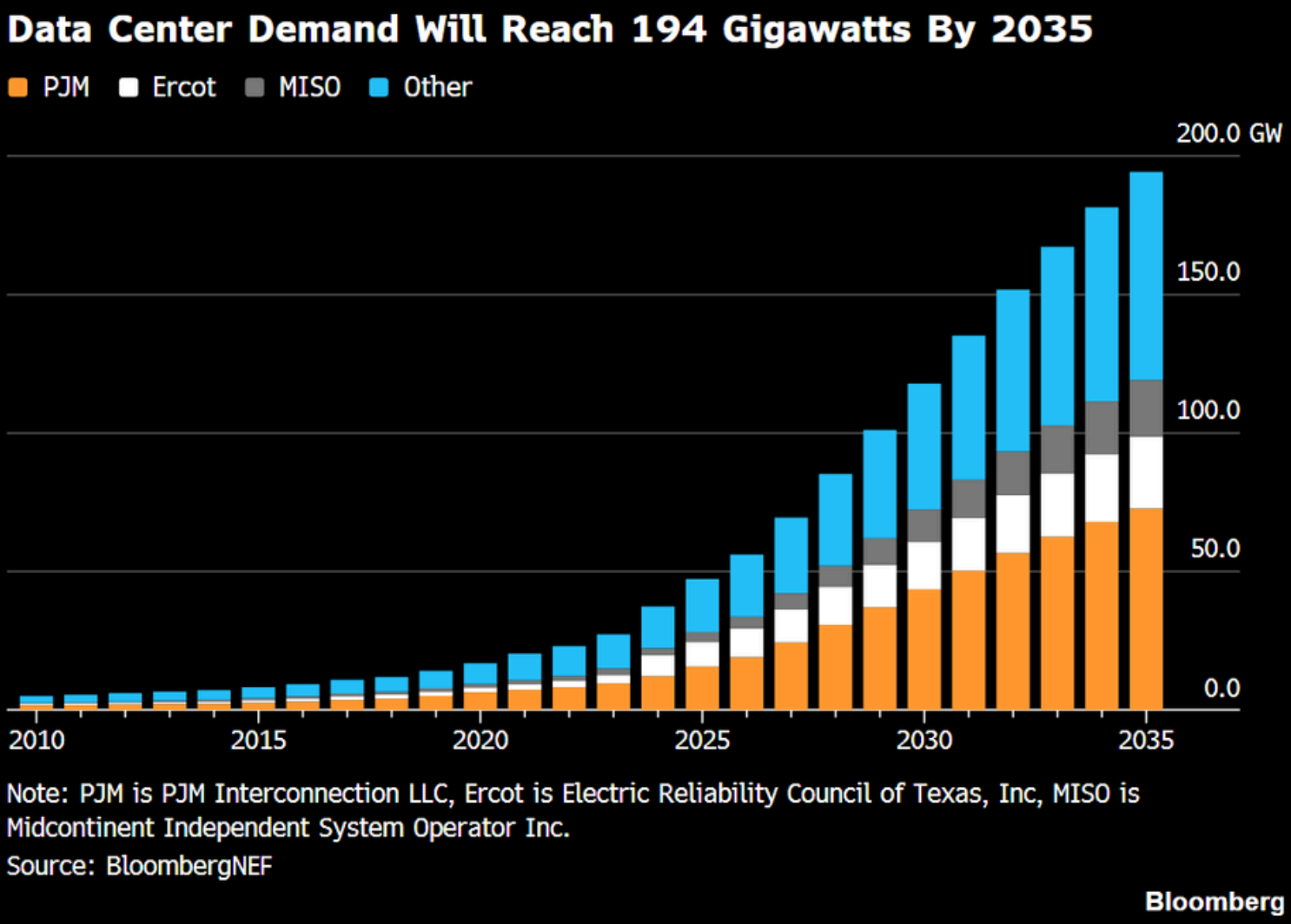


Immagine DATA_GIGA - **Fonte** Bloomberg

L'elettricità come nuovo vincolo dell'AI – Dopo la scarsità di GPU, il principale limite alla crescita dell'intelligenza artificiale sta diventando la disponibilità di energia necessaria ad alimentare data center e infrastrutture hyperscale.

Crescita dei consumi dei data center – Secondo le stime citate, i data center potrebbero arrivare a rappresentare circa il 20% dei consumi elettrici statunitensi entro il 2035, mentre l'Agenzia Internazionale dell'Energia prevede un più che raddoppio dei consumi entro il 2030.

Ritorno strategico del nucleare – Venture capital e hyperscalers stanno aumentando l'interesse verso piccoli reattori modulari, fissione e fusione, con l'obiettivo di portare la capacità produttiva direttamente in prossimità dei data center.

Selezione tra progetti reali e annunci – Bernstein Research stima che, dei quasi 500 GW di capacità annunciata in Nord America, soltanto circa 135 GW verranno effettivamente realizzati, premiando i progetti con energia, capitali, sviluppatori credibili e contratti già firmati.

Nuovi beneficiari del trend AI – La crescita dell'AI potrebbe favorire non solo i produttori di chip, ma anche utility, società di apparecchiature per la rete, produttori di trasformatori, appaltatori elettrici, aziende dell'uranio e tecnologie nucleari.

Accelerazione della robotica umanoide – La Cina guida lo sviluppo industriale dei robot umanoidi, mentre Stati Uniti e Giappone intensificano investimenti, acquisizioni e programmi produttivi, creando opportunità per produttori di componenti, attuatori e tecnologie di controllo.

AI fisica – Applicazione dell'intelligenza artificiale a sistemi capaci di interagire con il mondo reale, come robot, veicoli autonomi e macchinari industriali.

BOM (Bill of Materials) – Distinta base che elenca tutti i componenti, i materiali e i relativi costi necessari per realizzare un prodotto.

Cluster di GPU – Gruppo di processori grafici collegati tra loro e utilizzati congiuntamente per eseguire calcoli complessi, soprattutto nell'addestramento dei modelli di IA.

Data center hyperscale – Centro dati di dimensioni molto elevate, progettato per gestire enormi quantità di dati e capacità di calcolo, generalmente utilizzato dalle maggiori società tecnologiche.

DOE (Department of Energy) – Dipartimento dell'Energia degli Stati Uniti, responsabile delle politiche energetiche, della ricerca scientifica e dello sviluppo delle tecnologie nucleari.

GPU (Graphics Processing Unit) – Processore originariamente sviluppato per la grafica, oggi fondamentale per l'addestramento e il funzionamento dei sistemi di intelligenza artificiale.

Hyperscalers – Grandi società tecnologiche, come Microsoft, Amazon, Google e Meta, che gestiscono infrastrutture informatiche e data center su scala globale.

Modelli di AI incarnata – Sistemi di intelligenza artificiale integrati in robot o dispositivi fisici, capaci di percepire l'ambiente e agire al suo interno.

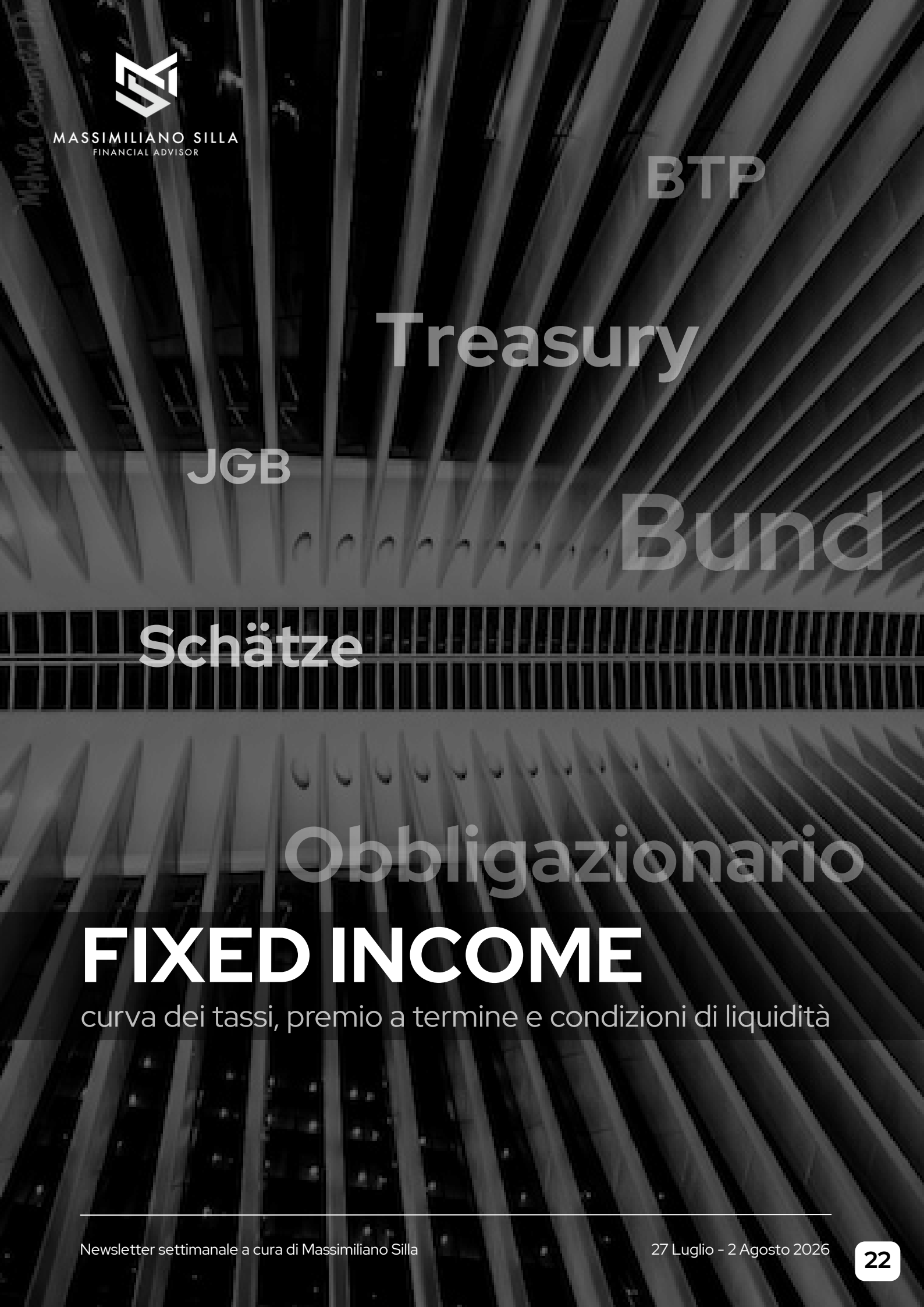
Power-up – Tema d'investimento legato alla produzione di energia e alle infrastrutture elettriche necessarie a sostenere la crescita dell'IA.

Reattori modulari di piccole dimensioni (SMR) – Reattori nucleari più compatti rispetto a quelli tradizionali, progettati per essere costruiti in moduli e installati più rapidamente.

SPAC (Special Purpose Acquisition Company) – Società quotata creata per raccogliere capitali e acquisire un'azienda privata, consentendole di accedere alla Borsa senza una tradizionale IPO.

Transformer – Architettura informatica alla base dei principali modelli di intelligenza artificiale generativa, capace di elaborare grandi quantità di dati e riconoscere relazioni tra le informazioni.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

I dati di giugno non sembrano giustificare un ulteriore rialzo dei tassi da parte della FED: il CPI è sceso dello 0,4% mensile e al 3,5% annuo, mentre il Core CPI è rimasto invariato nel mese e ha rallentato al 2,6%, minimo da marzo 2021. Un nuovo aumento, mentre la disinflazione è già in corso, rischierebbe di comprimere ulteriormente credito, occupazione, investimenti e consumi, senza incidere sulle cause esterne dell'inflazione, come energia, catene di approvvigionamento e tensioni geopolitiche. La FED dovrebbe piuttosto accelerare il QT, mantenere o ridurre i tassi e affiancare una riduzione della spesa pubblica in deficit. Parallelamente, l'elevata liquidità continua a sostenere Wall Street, ma anche a favorire l'espansione del margin debt e della leva finanziaria, con saldi netti di credito ai minimi storici **(CREDIT_BALANCE).**

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il mercato potrebbe reagire negativamente a un rialzo inatteso, soprattutto nei settori più sensibili ai tassi e tra i debitori chiamati a rifinanziare a costi più elevati. L'elevato leverage, in particolare quello legato all'AI, rende il credito il principale indicatore da monitorare (CORPORATE). Sul fronte obbligazionario, UBS evidenzia uno shift strutturale nella proprietà dei Treasury: la quota detenuta da FED e Banche centrali estere è diminuita, mentre sono cresciuti fondi comuni, ETF e fondi monetari **(TSY_OWNERSHIP)**. Questo processo potrebbe favorire una progressiva "giapponesizzazione" del debito statunitense, con rendimenti più elevati necessari ad attrarre domanda privata. In tale contesto, (TLT), vicino ai minimi storici, può rappresentare sia un segnale contrarian sia la conferma di un riequilibrio strutturale imposto dall'aumento del debito pubblico. Il credito resta il principale segnale anticipatore.

Rialzo dei tassi o mantenimento dello status quo, in attesa di segnali più chiari dallo Stretto di Hormuz o da Teheran? Per comprendere quale decisione potrebbe assumere la FED, può essere utile partire da ciò che, alla luce dei dati disponibili, non dovrebbe fare.

L'ultimo rapporto statunitense sull'inflazione e i dati sull'occupazione non sembrano giustificare un ulteriore aumento dei tassi di interesse. I dati di giugno indicano, inoltre, un rallentamento dell'inflazione, particolarmente evidente nella componente Core CPI, maggiormente osservata dalle autorità monetarie. Un aumento dei tassi, accompagnato dal mantenimento di un'elevata liquidità, finirebbe per penalizzare famiglie e piccole imprese, perpetuando al contempo alcuni dei fattori che alimentano l'inflazione, tra cui l'espansione dell'offerta di moneta e della spesa pubblica. È possibile che proprio questa contraddizione costituisca il discrimine sul quale si fonda il ricorso a un QE formalmente non strutturale?

Il mantenimento dei tassi al di sopra del livello neutrale (vedi al riguardo le newsletter precedenti) sarebbe già costato all'economia statunitense quasi un milione di posti di lavoro, poiché le piccole e medie imprese incontrano difficoltà crescenti nell'accesso al credito e devono sostenere costi di finanziamento particolarmente elevati. Per gli investitori equity, un aumento di 25 punti base può apparire marginale; per le piccole imprese, invece, può determinare concretamente l'impossibilità di ottenere finanziamenti. Negli Stati Uniti, il costo medio del debito per le PMI varia oggi generalmente dal 6% al 12% di TAEG, rendendo estremamente difficile procedere a nuove assunzioni.

In queste condizioni, un ulteriore aumento dei tassi trasmetterebbe al mercato il messaggio di una Banca centrale orientata a reagire a timori pregressi, anziché alle evidenze attuali e prospettiche, con il rischio di provocare un rallentamento non necessario proprio mentre il processo di disinflazione inizia a emergere chiaramente nei dati.

Il rapporto sull'Indice dei prezzi al consumo (CPI) di giugno ha offerto una sorpresa positiva rispetto alle stime di consenso, evidenziando una diminuzione dello 0,4% su base mensile e un rallentamento

del tasso annuale al 3,5%. Ancora più rilevante ai fini della politica monetaria è il dato relativo al CPI core, che esclude alimentari ed energia: l'indice è rimasto invariato nel mese ed è rallentato al 2,6% su base annua, il livello più basso da marzo 2021, nel periodo post-COVID.

Un tasso di inflazione core del 2,6% indica che i dazi e lo shock energetico non hanno prodotto un impatto significativo sui beni e sui servizi core. Le pressioni inflazionistiche di fondo si stanno gradualmente avvicinando all'obiettivo, dopo una prolungata fase di inasprimento e normalizzazione.

Continuare a sostenere la necessità di un ulteriore aumento dei tassi significherebbe, di fatto, assumere come base case e playbook della Banca centrale un approccio in cui, mentre l'inflazione core si riduce verso il 2%, la politica monetaria diventa ancora più restrittiva. In termini concreti, ciò implicherebbe il mantenimento di condizioni particolarmente penalizzanti per il mercato del lavoro, nonostante siano ormai evidenti le difficoltà di accesso al credito da parte delle imprese.

Aumentare i tassi in risposta a uno shock energetico esterno costituirebbe, inoltre, uno strumento non coerente con la natura del problema. Un'analisi attenta del mercato del lavoro e delle componenti del CPI non evidenzia un'economia surriscaldata, né fornisce giustificazioni sufficienti per un ulteriore inasprimento.

Gli effetti dei precedenti aumenti dei tassi si manifestano con ritardo nei mercati del credito, nel settore immobiliare, negli investimenti delle imprese e nella domanda dei consumatori. Irrigidire ulteriormente la politica monetaria, mentre l'inflazione è determinata da fattori esterni ed è già in diminuzione, aumenterebbe il rischio di accentuare la debolezza economica dopo che la fase iniziale di forte crescita dei prezzi sembra essersi attenuata.

Le Banche centrali spesso commettono errori non perché omettano di reagire all'inflazione, ma perché mantengono elevata l'offerta di moneta come strumento di sostegno alla spesa pubblica, continuando contemporaneamente a inasprire la politica monetaria quando la disinflazione è già in corso. Il rapporto di giugno evidenzia precisamente questo rischio.

L'inflazione complessiva è diminuita in modo significativo grazie al calo dei prezzi dell'energia, mentre anche l'inflazione core si è attenuata. Ciò suggerisce che il rallentamento non sia semplicemente temporaneo o attribuibile alla volatilità delle componenti più instabili.

Qualora il CPI complessivo fosse diminuito esclusivamente per effetto della riduzione dei prezzi dei carburanti, mentre l'inflazione core fosse rimasta elevata, una politica monetaria restrittiva potrebbe ancora risultare giustificata. Tuttavia, i dati non mostrano questo scenario. Un CPI core al livello più basso da marzo 2021 conferma che le pressioni inflazionistiche stanno progressivamente diminuendo.

La questione diventa quindi se la FED debba basare le proprie decisioni sui dati effettivi, secondo il principio della data-dependency, oppure operare sulla base di aspettative analoghe a quelle di un trader di futures. La politica monetaria non è infatti in grado di aumentare l'offerta di energia, risolvere le interruzioni delle catene di approvvigionamento o compensare gli shock geopolitici.

Quando le Banche centrali aumentano i tassi per contrastare un'inflazione esterna derivante da fattori dell'offerta, comprimono la domanda interna senza intervenire sulle cause strutturali dell'inflazione, individuabili nell'eccessiva spesa pubblica e nell'espansione monetaria. Il risultato è una crescita più debole, condizioni di credito più restrittive e una perdita di posti di lavoro. Nell'attuale contesto, in cui l'inflazione core è già in calo, questo compromesso appare particolarmente rischioso.

Se la FED fosse realmente intenzionata a controllare l'inflazione, dovrebbe accelerare la riduzione del proprio bilancio, mantenere invariati o ridurre i tassi di interesse e coordinarsi con il governo federale per ridurre più rapidamente la spesa finanziata in deficit. Qualsiasi approccio alternativo rischierebbe di danneggiare il settore privato, aumentando al contempo l'onere del debito sovrano.

Occorre tuttavia considerare che questo assetto sostiene Wall Street in misura potenzialmente superiore rispetto a buybacks, Capex e multipli.

L'eccessiva spesa pubblica e il ricorso sistematico al deficit, a loro volta motori dell'aumento dell'offerta di moneta e della sua velocità di circolazione, costituiscono di fatto il presupposto di questa dinamica **(CREDIT_BALANCE)**.

A giugno, i saldi netti di credito sono diminuiti di 70 miliardi di dollari, raggiungendo il livello record di -1,06 trilioni di dollari. Questo indicatore misura l'ammontare del debito a margine detenuto dagli investitori rispetto alla liquidità disponibile nei loro conti di intermediazione. Dal mercato ribassista del 2022, il valore è aumentato di oltre quattro volte.

Nello stesso periodo, il margin debt è cresciuto di 895 miliardi di dollari, raggiungendo il livello record di 1,5 trilioni di dollari. A titolo di confronto, durante la crisi finanziaria del 2008 il saldo netto di credito rimase sempre positivo. Ciò significa che gli investitori continuavano a detenere più liquidità che debito a margine, in un contesto caratterizzato da una diffusa riduzione della leva finanziaria e dalla ricerca di beni rifugio.

Per quale ragione, dunque, ipotizzare un rialzo che potrebbe compromettere la stabilità del mercato? Un inasprimento eccessivo eserciterebbe ulteriore pressione sui debitori che stanno già rifinanziando il proprio debito a tassi significativamente più elevati, aumentando la probabilità di una recessione e intensificando le tensioni finanziarie nei settori maggiormente sensibili ai tassi di interesse.
Una simile scelta potrebbe inoltre contribuire a spostare l'attenzione dagli elevati livelli di leverage legati all'AI. In alternativa, questa dinamica dovrebbe essere interpretata come un segnale di crescente rischio finanziario **(CORPORATE)**?

Occorre poi considerare un possibile shift in value, sottolineato da pochi osservatori ma oggetto dell'ultimo report di UBS, che muove da un preciso assunto. Una delle caratteristiche distintive del mercato dei Treasury statunitensi è la sua notevole capacità di assorbire ampi cambiamenti nella composizione dei detentori, con un impatto sorprendentemente limitato sui rendimenti.

Nonostante il debito pubblico rappresentato da Treasuries in circolazione sia quasi triplicato dalla crisi Lehman, passando dal 32% del PIL al 91% del PIL, il mercato ha ripetutamente individuato nuovi acquirenti quando altri investitori hanno ridotto la propria esposizione.

Come sottolinea l'economista di UBS Arend Kapteyn nella sua ultima nota, il cambiamento più rilevante è stato il progressivo ritiro degli acquirenti appartenenti al settore ufficiale. Le Banche centrali dei mercati emergenti avevano accumulato ingenti riserve valutarie, in larga parte investite in Treasury, negli anni Novanta e Duemila. Questo processo si è tuttavia sostanzialmente arrestato dopo il 2014. Dalla GFC, tali istituzioni non hanno praticamente assorbito alcun incremento dell'offerta di Treasury.

Parallelamente, le partecipazioni della Federal Reserve in Treasury sono aumentate rapidamente attraverso le successive tornate di QE, per poi diminuire nuovamente con il QT. Di conseguenza, la quota combinata di Treasury detenuta dalle Banche centrali estere e dalla FED è scesa da circa il 55% nel 2014 ad appena il 28% oggi.

A colmare il divario sono stati investitori privati maggiormente sensibili ai prezzi **(TSY_OWNERSHIP)**. Dopo la crisi subprime, i cambiamenti normativi hanno favorito un aumento delle detenzioni di Treasury da parte delle banche, che sono diventate importanti acquirenti durante la pandemia, quando l'afflusso di depositi è stato reinvestito in titoli.

Questa domanda si è tuttavia attenuata con il QT e con la maggiore preferenza per la liquidità e per le riserve manifestatasi dopo il caso SVB.

Più duraturo è stato invece il processo di finanziarizzazione del risparmio delle famiglie, che ha determinato un significativo aumento dell'importanza di fondi comuni, ETF e fondi del mercato monetario. Nel loro insieme, questi strumenti detengono oggi circa il 21% del debito in Treasury in circolazione, rispetto ad appena il 6% prima della GFC.

I fondi del mercato monetario, in particolare, hanno beneficiato delle modifiche regolamentari della SEC, entrate in vigore nel 2016, che hanno favorito il passaggio dai fondi prime ai fondi governativi. A ciò si sono aggiunti l'incremento della liquidità durante la pandemia e la decisione del Tesoro statunitense di aumentare significativamente la quota dei T-bills sul debito complessivo, passata dal 15% a quasi il 22% dal 2019.

Oltre a sostenere Wall Street, è quindi possibile che la FED stia considerando un piano B fondato su una progressiva giapponesizzazione della detenzione del debito? In altri termini, un TSY caratterizzato da rendimenti di mercato più attraenti potrebbe risultare strutturalmente funzionale a questo obiettivo?

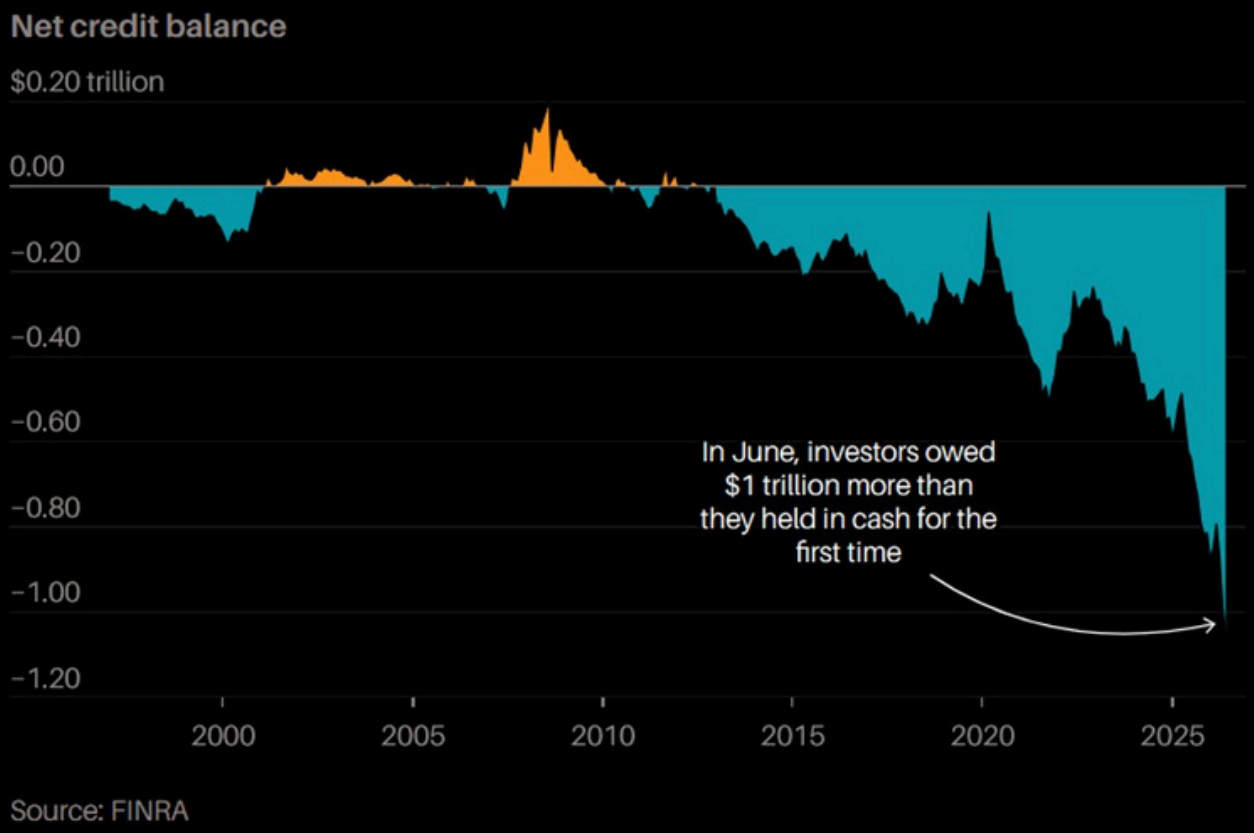
Qualora questa ipotesi fosse corretta, la dinamica relativa a (TLT), l'ETF che replica la price action dei Treasuries con una duration superiore a 20 anni e che si trova ad appena il 3,0% dal proprio minimo storico assoluto, potrebbe rappresentare contemporaneamente un rilevante segnale contrarian da considerare oppure una conferma implicita della progressiva convergenza verso un modello giapponese, alla quale i circa 39 trilioni di dollari di debito stanno inevitabilmente indirizzando gli Stati Uniti.

In ogni caso, sarà essenziale monitorare attentamente i segnali provenienti dal credito. Per quanto il mercato abbia assunto caratteristiche profondamente diverse rispetto al passato, la sua natura anticipatrice rimane invariata. Considerato l'attuale livello di leverage, tale funzione assume oggi un'importanza ancora maggiore.

Un segnale di allerta proviene dal mercato del credito degli hyperscaler, interessato da vendite particolarmente intense. Il grafico **(HYPERSCALERS)** sintetizza con chiarezza il punto centrale: quali criticità sulla sostenibilità degli investimenti in conto capitale legati all'AI sta già incorporando il mercato del credito, mentre quello azionario sembra ancora non coglierle — o preferisce non farlo?

Little Margin for Error

A **positive balance** means investors hold more cash than debt. A **negative balance** means they owe more than they have in cash, increasing the likelihood they'll sell into declines rather than buy them.



Source: FINRA

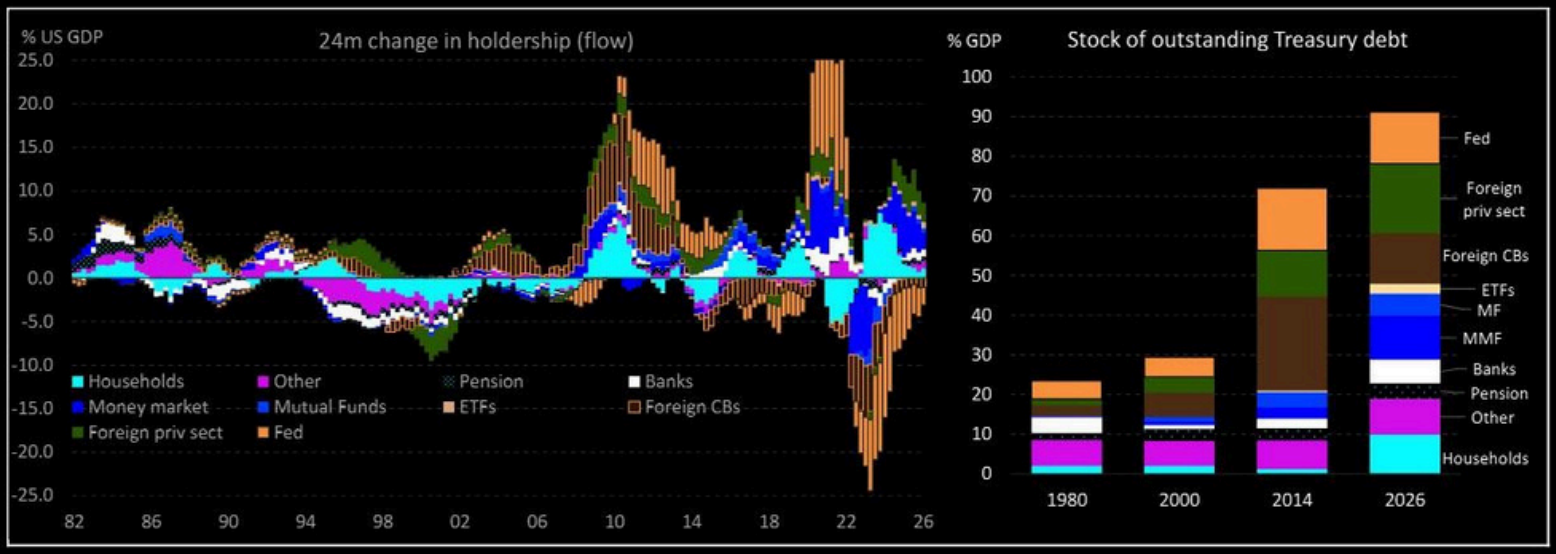
Immagine CREDIT_BALANCE - **Fonte** FINRA



Immagine CORPORATE - **Fonte** Federal Reserve

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Figure 1: The Changing Ownership of US Treasury Debt



Source: UBS, Haver, US Flow of Funds [Note: the 'other' category includes state/local governments, insurance, broker/dealers and corporates; the Pension category includes both public and private pension funds; hedge funds and family offices are included in 'households', which itself is a residual category (outstanding debt minus the holdership of all other categories). The chart does not include GSE's/Agency debt.]

Immagine TSY_OWERSHIP - **Fonte** UBS



Immagine TLT - **Fonte** Barchart



Immagine HYPERSCALERS - **Fonte** Zerohedge

fixed income

Away
ake

Decisioni della FED: i dati su inflazione e occupazione non sembrano giustificare un ulteriore rialzo dei tassi, mentre il processo di disinflazione appare già in corso.

Inflazione statunitense: il CPI di giugno è diminuito dello 0,4% su base mensile e ha rallentato al 3,5% annuo, mentre il Core CPI è sceso al 2,6%, minimo da marzo 2021.

Effetti dei tassi su economia e PMI: il mantenimento di una politica monetaria restrittiva penalizza credito, occupazione, investimenti e consumi, soprattutto per le piccole e medie imprese.

Contraddizioni della politica monetaria: aumentare i tassi mantenendo elevata l'offerta di moneta e la spesa pubblica rischia di colpire il settore privato senza intervenire sulle cause strutturali dell'inflazione.

Leva finanziaria e rischio di mercato: il forte aumento del margin debt e il deterioramento dei saldi netti di credito (CREDIT_BALANCE) segnalano una crescente vulnerabilità, anche nei settori legati all'AI (CORPORATE).

Trasformazione del mercato dei Treasury: il calo della quota detenuta da FED e Banche centrali estere è stato compensato da investitori privati, fondi comuni, ETF e fondi monetari (TSY_OWNERSHIP), aprendo l'ipotesi di una progressiva "giapponesizzazione" del debito statunitense e di un possibile segnale contrarian su (TLT).

Base case: scenario ritenuto più probabile e utilizzato come riferimento principale nelle valutazioni economiche e finanziarie.

Buyback: riacquisto, da parte di una società, delle proprie azioni sul mercato. Può ridurre il numero di titoli in circolazione e sostenere l'utile per azione.

Capex: abbreviazione di capital expenditure. Indica gli investimenti effettuati da un'impresa in beni durevoli, infrastrutture, impianti o tecnologia.

Core CPI: misura dell'inflazione che esclude alimentari ed energia, componenti considerate più volatili. È osservata dalle Banche centrali per valutare le pressioni sui prezzi più persistenti.

CPI: Consumer Price Index, cioè Indice dei prezzi al consumo. Misura la variazione nel tempo dei prezzi di un paniere di beni e servizi acquistati dalle famiglie.

Data-dependency: approccio con cui una Banca centrale decide la propria politica monetaria sulla base dei dati economici più recenti, senza seguire un percorso prestabilito.

Disinflazione: rallentamento del ritmo di crescita dei prezzi. Non significa che i prezzi diminuiscano, ma che aumentano più lentamente.

Duration: indicatore della sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi di interesse. Più è elevata, maggiore è l'impatto dei movimenti dei tassi.

GFC: Global Financial Crisis, espressione utilizzata per indicare la crisi finanziaria globale del 2007-2009.

Giapponesizzazione del debito: processo in cui una quota crescente del debito pubblico viene assorbita stabilmente da investitori domestici e istituzioni finanziarie, in un contesto di forte indebitamento e intervento monetario prolungato.

Leverage: utilizzo del debito per aumentare l'esposizione a un investimento. Può amplificare sia i guadagni sia le perdite.

Margin debt: debito contratto dagli investitori per acquistare strumenti finanziari utilizzando i titoli presenti sul conto come garanzia.

Multipli: indicatori utilizzati per valutare il prezzo di un'azienda rispetto a grandezze come utili, ricavi o patrimonio netto.

Playbook: insieme di strategie e criteri operativi utilizzati da un'istituzione o da un investitore per affrontare uno specifico scenario.

Glossario

Price action: andamento effettivo del prezzo di uno strumento finanziario nel tempo, analizzato indipendentemente dalle sue caratteristiche fondamentali.

QE: Quantitative Easing. Politica monetaria con cui una Banca centrale acquista titoli sul mercato per aumentare la liquidità e ridurre i rendimenti.

QT: Quantitative Tightening. Processo opposto al QE, attraverso il quale la Banca centrale riduce la dimensione del proprio bilancio e la liquidità nel sistema.

Saldo netto di credito: differenza tra la liquidità detenuta dagli investitori nei conti di intermediazione e il debito utilizzato per acquistare titoli a margine.

Shift in value: cambiamento strutturale nel modo in cui il mercato attribuisce valore a un'attività finanziaria o a una determinata categoria di investitori.

T-bills: titoli di Stato statunitensi a breve termine, generalmente con scadenza fino a un anno.

TAEG: Tasso Annuo Effettivo Globale. Esprime il costo complessivo annuale di un finanziamento, includendo interessi e principali spese accessorie.

Tasso neutrale: livello dei tassi di interesse che non stimola né frena l'economia.

TLT: ETF che investe in Treasury statunitensi con scadenza superiore a vent'anni ed è quindi particolarmente sensibile alle variazioni dei tassi.

Treasury: titoli di Stato emessi dal governo degli Stati Uniti.

TSY: abbreviazione comunemente utilizzata nei mercati finanziari per indicare i Treasury statunitensi.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

abstract



In sintesi

L'estensione delle tensioni dallo Stretto di Hormuz a Bab el-Mandeb, dove gli Houthi hanno colpito due petroliere saudite e limitato i transiti, aumenta il rischio di un ulteriore irrigidimento del mercato fisico del petrolio. La minaccia riguarda soprattutto i flussi diretti in Asia e, in particolare, verso la Cina, principale destinataria del greggio che attraversa entrambi i chokepoint. Pechino sta assorbendo lo shock riducendo le importazioni, utilizzando le scorte interne e sostituendo petrolio e gas con carbone, fonti rinnovabili ed elettricità. Questa strategia ha consentito alla domanda energetica totale di crescere ancora dello 0,4%, nonostante il rallentamento del PIL al 3,6%. L'impatto si concentra soprattutto nei settori più dipendenti da petrolio e gas, mentre mobilità elettrica e processi chimici basati sul carbone stanno compensando parte della contrazione.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Nel breve periodo, il rischio geopolitico potrebbe mantenere elevato il premio incorporato nei futures sul Brent e favorire nuovi superamenti della soglia dei 100 dollari al barile. La Cina continuerà probabilmente a contenere la domanda globale utilizzando le proprie riserve, riducendo le importazioni e accelerando la sostituzione energetica. Tuttavia, questa strategia presenta limiti: le scorte accumulate nel 2025, con un deficit di importazioni di circa 3,5 milioni di barili al giorno, potrebbero coprire soltanto quattro mesi. Quando Pechino tornerà ad acquistare aggressivamente sul mercato internazionale, la pressione sui prezzi potrebbe aumentare sensibilmente. L'impennata dei futures sul greggio Murban (MURBAN) segnala inoltre che il mercato sta già iniziando a valutare il rischio di un ampliamento del conflitto al Mar Rosso e alle infrastrutture energetiche regionali.

Il petrolio torna al centro dell'attenzione. Il quadro è cambiato e presenta il rischio di un ulteriore deterioramento. Il nuovo sviluppo riguarda l'estensione, avvenuta quasi senza preavviso e nell'arco di una notte, delle tensioni nei principali chokepoint marittimi: dallo Stretto di Hormuz allo Stretto di Bab el-Mandeb, dove gli Houthi, sostenuti dall'Iran, hanno preso di mira due petroliere saudite e imposto un blocco ai transiti.

Gli attacchi evidenziano un ulteriore potenziale hot spot e rischiano di irrigidire ulteriormente il mercato fisico, costringendo i traders a incorporare nei futures sul greggio Brent un premio per il rischio di guerra più elevato e spingendo il benchmark oltre i 100 dollari al barile, come avvenuto nella mattinata di giovedì scorso **(HOUTHI_OIL)**.

Un elemento particolarmente rilevante riguarda il petrolio diretto in Asia, vero discrimine alla luce del già approfondito ruolo della Cina nel contenimento del prezzo del greggio. Le esportazioni del Golfo Persico attraversano Hormuz e proseguono verso Est, mentre il greggio saudita caricato a Yanbu entra nel Mar Rosso e procede verso sud attraverso Bab el-Mandeb. L'Asia assorbe la maggior parte del greggio che transita da Hormuz, con la sola Cina destinataria di quasi due quinti dei flussi. Sulla rotta saudita del Mar Rosso attraverso Bab el-Mandeb, la Cina ha recentemente rappresentato, da sola, oltre la metà delle esportazioni.

Con entrambi i punti di strozzatura compromessi, è quindi necessario riesaminare la situazione cinese per comprendere quali leve Pechino stia utilizzando per assorbire questo secondo shock energetico. I fattori principali sono tre:

1. riduzione delle scorte di carburante;
2. passaggio a carbone e fonti rinnovabili;
3. concentrazione dei tagli alla produzione nei settori ad alta intensità di gas e petrolio.

La crescita del PIL reale cinese ha rallentato a un tasso annualizzato del 3,6% nel secondo trimestre, rispetto al 5,3% del primo trimestre, mentre la domanda energetica totale è comunque aumentata dello 0,4% rispetto all'anno precedente nei mesi di aprile e maggio. La riduzione delle scorte di carbone, petrolio e gas naturale ha contribuito per 5,4 punti percentuali alla crescita della domanda energetica.

Anche la sostituzione dei combustibili ha attenuato l'impatto. Il minore utilizzo di petrolio e gas ha sottratto 1,7 punti percentuali, mentre il maggiore consumo di carbone e fonti rinnovabili ha aggiunto 2,2 punti. La domanda di benzina è diminuita del 23%, mentre la ricarica dei veicoli elettrici è aumentata del 60%, consentendo alle attività di trasporto di orientarsi maggiormente verso l'elettricità. L'impatto residuo si è concentrato nei settori fortemente dipendenti da petrolio e gas naturale, mentre i comparti caratterizzati da una maggiore flessibilità hanno fatto ricorso all'elettricità e ai combustibili alternativi.

Forte calo delle importazioni nette, ma crescita ancora positiva della domanda energetica totale

La Cina, normalmente il principale importatore di prodotti energetici trasportati attraverso lo Stretto di Hormuz, ha ridotto drasticamente le proprie importazioni nette di combustibili fossili, agendo di fatto come ammortizzatore per i prezzi energetici globali attraverso una contrazione della domanda. Le importazioni nette di greggio sono diminuite sia in Cina sia nel resto dell'Asia a partire da marzo. Nel resto dell'Asia, tuttavia, si sono successivamente riprese, tornando entro giugno ai livelli del 2025, mentre in Cina hanno continuato a ridursi per tutta la prima metà di luglio.

Le importazioni nette cinesi di petrolio, gas naturale e carbone sono diminuite rispettivamente del 24%, del 7% e del 24% su base annua nei mesi di aprile e maggio, a fronte di aumenti dei prezzi su base annua pari rispettivamente al 59%, al 49% e al 38% (Figura 4). Queste contrazioni delle importazioni nette di combustibili fossili hanno rappresentato la principale componente negativa

della crescita della domanda energetica totale, contribuendo rispettivamente per -3,7, -0,3 e -1,2 punti percentuali alla crescita complessiva della domanda energetica cinese su base annua, pari a +0,4%.

Le importazioni nette cinesi di greggio continuano a diminuire, mentre il resto dell'Asia torna ai livelli del 2025

Il consumo energetico totale della Cina nei mesi di aprile e maggio è aumentato in media dello 0,4%, pari a 52 petajoule rispetto all'anno precedente. Per stimare in modo approssimativo l'impatto dello shock dell'offerta sul consumo energetico, il team di Goldman Sachs considera una crescita controfattuale dei consumi pari al tasso medio annuo del +3,1% registrato dalla domanda energetica totale nel periodo 2014-2023.

Applicando tale tasso al consumo mensile medio totale della Cina nei mesi di aprile e maggio 2025, si otterrebbe una crescita controfattuale della domanda energetica pari a 375 PJ su base annua. Ciò suggerirebbe una distruzione della domanda di circa 323 PJ nei mesi di aprile e maggio, equivalente a una riduzione di 2,7 punti percentuali del potenziale tasso di crescita annuo.

Come anticipato, la crescita del PIL reale cinese nel secondo trimestre è scesa al 3,6%, dopo il 5,3% del primo trimestre. Il dato ha superato leggermente la previsione del 3,5% per il secondo trimestre, rivista al ribasso dal team Cina di Goldman, ma è rimasto inferiore alle aspettative del mercato. La minore crescita del PIL riflette principalmente una riduzione della spesa pubblica, ma anche l'aumento dei prezzi energetici e condizioni meteorologiche sfavorevoli.

Riduzione efficace delle scorte di carbone, petrolio e gas naturale per compensare il calo delle importazioni e della produzione di combustibili fossili

A fronte di minori importazioni energetiche, la Cina ha fatto ricorso alle proprie scorte interne, anziché aumentare la produzione nazionale, per integrare l'offerta di combustibili fossili.

La produzione interna complessiva di combustibili fossili è infatti diminuita leggermente su base annua nei mesi di aprile e maggio. La minore produzione di carbone ha determinato una riduzione di 0,5 punti percentuali nella crescita dell'offerta energetica totale. La produzione nazionale di greggio è rimasta invariata rispetto ad aprile e maggio dell'anno precedente, probabilmente a causa degli elevati costi di estrazione nei giacimenti maturi della Cina.

La maggior parte dell'aumento del consumo energetico totale è stata quindi sostenuta dall'effettiva riduzione delle scorte di combustibili fossili.

La sostituzione dei combustibili con carbone e fonti rinnovabili ha limitato la distruzione della domanda

Per evitare una distruzione della domanda più ampia, conseguente alla riduzione delle importazioni e della produzione di combustibili fossili, la Cina ha incrementato il ricorso al carbone e alle fonti rinnovabili all'interno del proprio mix energetico.

Il minore utilizzo di petrolio e gas naturale nella domanda energetica complessiva cinese ha contribuito rispettivamente per -1,6 e -0,1 punti percentuali alla crescita della domanda energetica totale su base annua nei mesi di aprile e maggio. Il maggiore ricorso a carbone e fonti rinnovabili ha invece fornito un contributo rispettivamente pari a +1,4 e +0,8 punti percentuali.

Un esempio concreto di questa sostituzione riguarda il passaggio dalla mobilità alimentata a benzina a quella elettrica. Il consumo di benzina è diminuito del 23%, del 23% e del 21% su base annua rispettivamente in aprile, maggio e giugno, mentre la crescita della ricarica dei veicoli elettrici è salita rispettivamente al 62%, al 60% e al 57% su base annua.

Nonostante il forte calo del consumo di benzina, la congestione del traffico è rimasta relativamente stabile: è diminuita soltanto dell'1,2% su base annua in aprile, per poi aumentare dello 0,2% in maggio e del 2,1% in giugno.

Questi risultati sono coerenti con le nostre precedenti analisi sull'aumento delle vendite domestiche di veicoli elettrici in Cina dall'inizio della guerra con l'Iran e potrebbero riflettere una sostituzione sia negli acquisti di automobili, attraverso una maggiore diffusione dei veicoli elettrici, sia, soprattutto, nella scelta della fonte energetica utilizzata per la mobilità.

Le riduzioni della produzione legate all'energia sono concentrate nei settori dipendenti da petrolio e gas naturale

Diversi settori caratterizzati da un utilizzo intensivo di petrolio o gas naturale hanno registrato un rallentamento della produzione.

La produzione fisica dei prodotti derivati dalla raffinazione del greggio è diminuita del 10,9% su base annua nel secondo trimestre, riflettendo minori input di greggio. L'acido solforico, sottoprodotto generato durante la raffinazione di petrolio e gas naturale, ha registrato una produzione fisica inferiore del 4,6% su base annua nel secondo trimestre. Le fibre chimiche, prodotte utilizzando materie prime derivate dal petrolio o dal gas naturale, come etano o nafta, hanno evidenziato una produzione fisica inferiore del 3,7% su base annua nello stesso periodo.

La produzione di etilene è invece aumentata dell'1,2% su base annua nel secondo trimestre, recuperando da una contrazione del 4,1% su base annua in aprile a una crescita del 2,1% in maggio e del 5,5% in giugno.

Sebbene la produzione convenzionale di etilene preveda il cracking a vapore di materie prime petrolifere, come etano o nafta, il recente recupero della produzione potrebbe riflettere la significativa accelerazione della Cina nei moderni processi chimici basati sul carbone, come il Coal-to-Olefins (CTO). In questo processo, il carbone viene gassificato in syngas, successivamente trasformato in metanolo e infine disidratato per ottenere etilene.

Secondo i dati di DBX Commodities, l'utilizzo del carbone nella produzione chimica in Cina è aumentato dell'11,5% su base annua in aprile, durante lo shock dell'offerta energetica. Gli impianti coal-to-chemicals situati in prossimità delle riserve nazionali di carbone risultano particolarmente adatti a sostenere questa transizione.

La domanda fondamentale: per quanto tempo può durare la strategia energetica della Cina per superare le interruzioni a Hormuz e nel Mar Rosso?

Recentemente, la Cina disponeva di scorte di greggio comprese tra 1,3 e 1,4 miliardi di barili, inclusi circa 400 milioni di barili accumulati nel 2025. Con l'attuale deficit di importazioni pari a circa 3,5 milioni di barili al giorno, tale accumulo recente sarebbe sufficiente a coprire approssimativamente quattro mesi.

Anche la strategia di sostituzione presenta tuttavia limiti rilevanti. Carbone, fonti rinnovabili e veicoli elettrici possono sostituire la produzione di energia alimentata a gas e una parte del consumo di benzina, ma non possono rimpiazzare integralmente il petrolio utilizzato nell'aviazione, nel trasporto su gomma, nella petrolchimica o nei processi industriali.

Il rischio maggiore potrebbe emergere quando la Cina interromperà il ricorso alle proprie riserve strategiche e tornerà ad acquistare greggio in modo aggressivo sul mercato globale.
In questo contesto, Helima Croft, responsabile della strategia globale sulle materie prime di RBC Capital Markets, ha evidenziato in una nota come la guerra stia entrando in una fase particolarmente pericolosa, con il Mar Rosso e le infrastrutture critiche esposti a rischi crescenti.

Parallelamente, gli operatori più esperti del mercato osservano con preoccupazione un movimento rimasto finora in larga parte al di fuori dell'attenzione mainstream **(MURBAN)**: la forte crescita dei futures sul light crude prodotto ad Abu Dhabi, registrata dopo l'ufficializzazione del ruolo operativo degli Houthi sul nuovo fronte del conflitto.

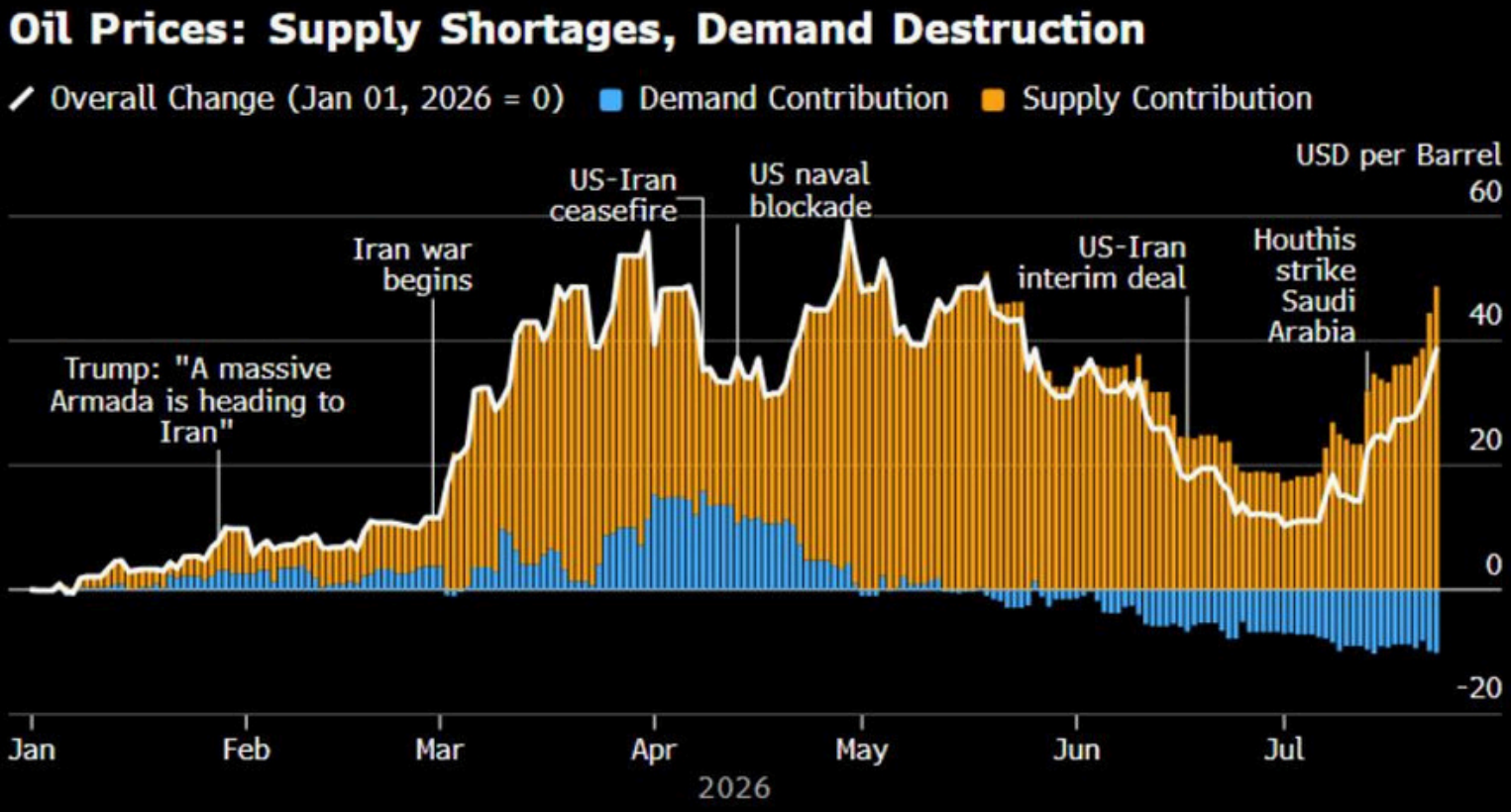


Immagine HOUTHI_OIL - **Fonte** Bloomberg

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



Immagine MURBAN - **Fonte** Zerohedge

commodities

Take Away

Estensione del rischio geopolitico — Le tensioni si sono ampliate dallo Stretto di Hormuz a Bab el-Mandeb, dove gli Houthi hanno colpito due petroliere saudite e ostacolato i transiti marittimi.

Impatto sul mercato petrolifero — Il deterioramento dei principali chokepoint può irrigidire il mercato fisico, aumentare il premio per il rischio di guerra e spingere nuovamente il Brent oltre i 100 dollari al barile.

Centralità della Cina nei flussi energetici asiatici — La Cina assorbe quasi due quinti del greggio che transita da Hormuz e oltre la metà delle esportazioni saudite lungo la rotta del Mar Rosso attraverso Bab el-Mandeb.

Strategia energetica di Pechino — La Cina sta affrontando lo shock riducendo le scorte, sostituendo petrolio e gas con carbone e fonti rinnovabili e concentrando i tagli produttivi nei settori più energivori.

Effetti su domanda, importazioni e produzione — Nonostante il rallentamento del PIL, la domanda energetica totale è rimasta positiva grazie all'utilizzo delle riserve interne, mentre sono diminuite sensibilmente le importazioni di petrolio, gas naturale e carbone.

Limiti della strategia e rischi futuri — Le riserve cinesi potrebbero coprire circa quattro mesi dell'attuale deficit di importazioni; un successivo ritorno aggressivo della Cina sul mercato globale potrebbe generare forti pressioni sui prezzi, già anticipate dal rialzo dei futures sul Murban.

Bab el-Mandeb – Stretto che collega il Mar Rosso al Golfo di Aden e, quindi, all'Oceano Indiano. È una rotta strategica per il trasporto mondiale di petrolio e merci.

Benchmark – Parametro di riferimento utilizzato per confrontare prezzi o performance. Nel mercato petrolifero, il Brent è uno dei principali benchmark internazionali.

Chokepoint marittimo – Passaggio navigabile stretto e strategico attraverso cui transita una quota rilevante del commercio mondiale. Un blocco può provocare ritardi, carenze e aumenti dei prezzi.

Coal-to-chemicals – Insieme di processi industriali che trasformano il carbone in prodotti chimici normalmente ottenuti dal petrolio o dal gas naturale.

Coal-to-Olefins (CTO) – Processo che converte il carbone in olefine, come etilene e propilene, utilizzate nella produzione di plastiche e altri materiali chimici.

Cracking a vapore – Processo industriale ad alta temperatura impiegato per trasformare idrocarburi, come etano e nafta, in molecole più semplici, tra cui l'etilene.

Domanda controfattuale – Stima di quale sarebbe stata la domanda in assenza di un determinato evento o shock. Serve a misurare l'impatto economico effettivo di quell'evento.

Distruzione della domanda – Riduzione dei consumi causata da prezzi troppo elevati, scarsità dell'offerta o rallentamento dell'attività economica.

Futures – Contratti finanziari con cui le parti si impegnano a comprare o vendere una materia prima a una data futura e a un prezzo stabilito in anticipo.

Hot spot – Area caratterizzata da un'elevata concentrazione di tensioni geopolitiche, militari o commerciali, potenzialmente in grado di influenzare i mercati.

Importazioni nette – Differenza tra le importazioni e le esportazioni di un determinato bene. Indicano quanto un Paese dipenda effettivamente dalle forniture estere.

Light crude – Petrolio greggio leggero, caratterizzato da una bassa densità e generalmente più semplice e meno costoso da raffinare.

Murban – Qualità di greggio leggero prodotto ad Abu Dhabi e utilizzata come riferimento per una parte rilevante del mercato petrolifero asiatico.

Nafta – Prodotto derivato dalla raffinazione del petrolio, utilizzato soprattutto come materia prima nell'industria petrolchimica.

Petajoule (PJ) – Unità di misura dell'energia. Un petajoule equivale a un milione di miliardi di joule.

Premio per il rischio di guerra – Maggiorazione del prezzo richiesta dal mercato per compensare il rischio che un conflitto interrompa produzione, trasporto o disponibilità di una materia prima.

Riserve strategiche – Scorte di petrolio o altre risorse energetiche accumulate da uno Stato per affrontare emergenze, interruzioni delle forniture o forti aumenti dei prezzi.

Stretto di Hormuz – Passaggio marittimo tra il Golfo Persico e il Golfo di Oman, fondamentale per le esportazioni mondiali di petrolio e gas.

Syngas – Miscela di gas, principalmente idrogeno e monossido di carbonio, ottenuta dalla trasformazione del carbone o di altre materie prime e utilizzata nei processi chimici industriali.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

abstract



In sintesi

Lo yen sarà uno dei principali fattori da monitorare, con quota 164 per dollaro ormai considerata una soglia critica e la Bank of Japan chiamata a intervenire. Un eventuale apprezzamento della valuta giapponese potrebbe determinare la chiusura del carry trade yen-dollaro, il rientro dei capitali in Giappone e una riduzione della liquidità sui mercati azionari e obbligazionari statunitensi. Parallelamente, l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato giapponesi potrebbe richiedere acquisti della BoJ finanziati attraverso la vendita di Treasury USA o una linea di swap della Federal Reserve. Gli investitori esteri, sempre più esposti alle equities giapponesi senza copertura valutaria, rischiano inoltre di vedere compensati i guadagni del TOPIX da un ulteriore indebolimento dello yen.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il carry trade continua a beneficiare della bassa volatilità valutaria: le strategie sulle valute emergenti hanno guadagnato il +18% da inizio anno, mentre quelle sul G10 hanno reso il +8%. Particolare attenzione merita il dollaro canadese, penalizzato dai rischi legati ai dazi USA nonostante il rialzo del petrolio. Le posizioni ribassiste hanno raggiunto livelli estremi, con 99.823 contratti short, creando le condizioni per un possibile short squeeze qualora Trump riducesse le tensioni con l'Iran. Il dollaro canadese presenta inoltre uno sconto del 16%, mentre il dollaro USA mostra un premio del 18,5%, superiore al 75° percentile storico. Una normalizzazione delle valutazioni, accompagnata da materie prime ancora forti, potrebbe quindi favorire un recupero significativo della valuta canadese.

In una settimana come quella che sta per iniziare, lo yen non può che essere al centro dell'attenzione, considerando il consolidamento di quota 164 come nuova soglia critica e una Bank of Japan che non sembra più nelle condizioni di rinviare ulteriormente le proprie decisioni. Come più volte sottolineato, tuttavia, il carry trade yen-dollaro rappresenta una fonte rilevante di liquidità per i mercati statunitensi. Quando lo yen si apprezza rispetto al dollaro, le istituzioni riducono rapidamente il ricorso al finanziamento in Giappone destinato agli investimenti negli Stati Uniti. I capitali tornano quindi a fluire verso il Giappone, sottraendo liquidità ai mercati azionari e obbligazionari statunitensi.

La crescita accelerata del rendimento del titolo di Stato giapponese a 10 anni è in corso dal 2016. Nei prossimi 45 giorni, il rendimento potrebbe aumentare rapidamente dal 2,8% al 4%, salvo un intervento di portata storica da parte della Banca del Giappone. In questo caso, per intervento storico si intende la vendita di titoli del Tesoro statunitensi finalizzata all'acquisto di titoli di Stato giapponesi. L'unica alternativa sarebbe la concessione, da parte della Federal Reserve, di una linea di swap valutario di dimensioni molto rilevanti.

Contestualmente, occorre considerare anche l'altra componente del quadro. Gli investitori stranieri stanno aumentando l'esposizione alle equities giapponesi, assumendo però un rischio diretto legato alle oscillazioni dello yen. L'indice giapponese TOPIX è cresciuto del +19% da inizio anno in termini di JPY, ma soltanto del +14% in termini di USD, proprio a causa dell'indebolimento dello yen oltre quota 163 per dollaro, il livello più basso dal 1986. Nel frattempo, la quota di proprietà straniera delle azioni giapponesi è salita al livello record del 34,7%, rispetto al 30,2% registrato cinque anni prima.

Tale evoluzione si verifica mentre gli investitori esteri hanno acquistato oltre +12.000 miliardi di ¥, pari a circa 74 miliardi di $, di azioni giapponesi sul mercato cash dalla vittoria di Sanae Takaichi alla leadership del suo partito, avvenuta in ottobre. A differenza del rally dell'era Abe, durante il quale gli afflussi di capitale estero furono in larga parte di breve termine e coperti dal rischio di cambio, gli attuali acquirenti sono sempre più frequentemente fondi pensione e investitori long-only, che generalmente mantengono un'esposizione valutaria non coperta.

Gli ETF azionari sul Giappone quotati all'estero e privi di copertura valutaria hanno registrato afflussi cumulativi per 47 miliardi di $ nell'ultimo decennio, mentre le versioni con copertura valutaria degli stessi fondi hanno subito deflussi nel medesimo periodo. Uno yen più debole ha sostenuto le azioni giapponesi in termini di valuta locale. Per gli investitori stranieri che mantengono un'esposizione allo yen non coperta, tuttavia, un ulteriore deprezzamento potrebbe rapidamente annullare i rendimenti, rendendo il rally progressivamente più fragile.

Al netto del destino proprietario di Wall Street reso globale dal leverage degli hyperscalers, per gli investitori stranieri l'operatività sul Giappone non riguarda più esclusivamente le equities e il TOPIX, ma anche – e forse soprattutto – lo yen.

Il quadro delineato dal Giappone rappresenta inoltre un'indicazione di un momentum più ampio, di natura strutturale e settoriale. L'operatività di carry trade, intesa come arbitraggio sul differenziale dei tassi di interesse, sta infatti registrando il miglior anno da decenni in termini di esposizione ai mercati emergenti. Con riferimento, in questo caso, all'euro, la strategia che prevede l'investimento in valute a più elevato rendimento, come il real brasiliano, il peso colombiano e la lira turca, ha prodotto un rialzo del +18% da inizio anno, segnando il miglior avvio dal 2005 **(EM_CARRY).**

Per inquadrare correttamente il fenomeno, una strategia di carry trade sul G10, basata sul finanziamento in valute come l'euro, la corona danese e il franco svizzero e sull'investimento in valute a rendimento più elevato, come il dollaro neozelandese, la corona norvegese e il dollaro canadese, ha generato un rendimento del +8%. Ciò avviene inoltre in un contesto di volatilità valutaria insolitamente contenuta che, unita all'apparente resilienza – o quasi irresponsabile indifferenza – dell'economia globale rispetto allo shock petrolifero in corso, continua a incentivare gli investitori ad aumentare la propria esposizione al rischio sul mercato forex.

In questo scenario, il Canada merita particolare attenzione. A differenza del Giappone, che è un Paese importatore, il Canada è a sua volta un petro-Stato.

Nonostante le valutazioni del greggio, tuttavia, il dollaro canadese resta distante da una fase di apprezzamento: attualmente è la principale valuta oggetto di vendite allo scoperto degli ultimi due anni, con 99.823 contratti posizionati su un suo ribasso **(LOONIE)**. La minaccia di dazi statunitensi sta provocando all'economia canadese danni superiori a quelli che un boom del petrolio in area 100 dollari potrebbe compensare. Questo rappresenta il costo effettivo di una guerra commerciale.

Proprio in presenza di una posizione short così affollata, tuttavia, il dollaro canadese potrebbe registrare un forte rialzo nel momento in cui Trump dovesse definitivamente ridimensionare la propria posizione sull'Iran. A livello forex, pertanto, il TACO trade potenzialmente vincente potrebbe consistere in una scommessa su uno short squeeze del dollaro canadese, in contrasto con l'esposizione record degli hedge funds.

I dati e le serie storiche risultano particolarmente significativi. Il dollaro canadese è stato raramente negoziato con uno sconto così marcato rispetto al dollaro statunitense. Considerando un premio storico medio del dollaro USA dell'8% rispetto alla valuta canadese, calcolato sulla base della parità del potere d'acquisto, l'attuale premium del 18,5% colloca il biglietto verde al di sopra del 75° percentile.

In altri termini, il dollaro statunitense ha raggiunto questo livello di sopravvalutazione in meno del 25% del tempo e, storicamente, ha successivamente invertito la direzione, poiché un simile livello tende a risultare insostenibile nel lungo periodo, anche considerando la presenza di Trump alla Casa Bianca. Con uno sconto del 16%, il dollaro canadese — che tende a sovraperformare durante le fasi rialziste delle materie prime, con il petrolio in primo piano — sembra quindi trovarsi in una posizione favorevole su cui assumere esposizione.

Emerging-Market Carry Trade Is Beating Peers
Total return of foreign-exchange trading strategies including:

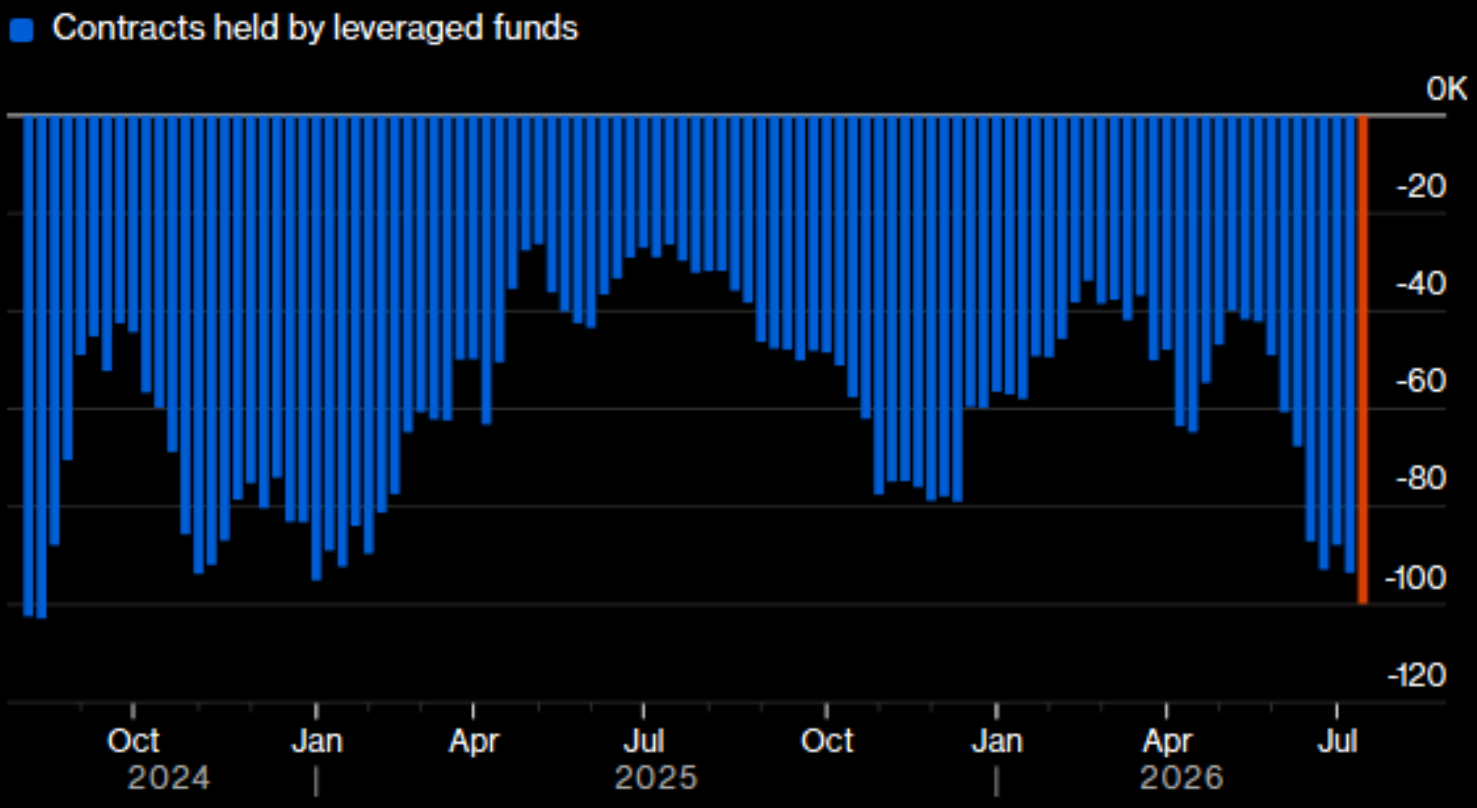


Note: Emerging-market carry: long BRL, COP, TRY versus EUR / G10 carry: long NZD, NOK, CAD versus EUR, DKK, CHF / G10 valuation: long JPY, SEK, GBP versus AUD, DKK, NOK / G10 momentum: long CAD, NOK, JPY versus GBP, DKK, NZD
Source: Bloomberg

Bloomberg

Immagine EM_CARRY - **Fonte** Bloomberg

Hedge Funds Turn Most Bearish on Canadian Dollar in Two Years



Note: Data shows net futures positions as of July 21, 2026.
Source: Commodity Futures Trading Commission

Immagine LOONEY - **Fonte** Bloomberg

Yen e possibili interventi della Bank of Japan – Il consolidamento del cambio oltre quota 164 per dollaro e il forte rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato giapponesi potrebbero costringere la BoJ a intervenire, anche attraverso vendite di Treasury USA o con il supporto di una linea di swap della Federal Reserve.

Rischi legati al carry trade yen-dollaro – Un apprezzamento dello yen potrebbe indurre gli investitori a chiudere le operazioni finanziate in Giappone, provocando un rientro dei capitali e una conseguente riduzione della liquidità sui mercati azionari e obbligazionari statunitensi.

Equities giapponesi ed esposizione valutaria – Il TOPIX ha registrato una forte crescita in JPY, ma risultati inferiori in USD a causa della debolezza dello yen. L'aumento della proprietà estera e degli investimenti non coperti rende il mercato più vulnerabile a ulteriori oscillazioni valutarie.

Inasprimento delle sanzioni: Per gli Afflussi esteri e fragilità del rally giapponese – Fondi pensione, investitori long-only ed ETF senza copertura valutaria hanno incrementato l'esposizione al Giappone. Un ulteriore deprezzamento dello yen potrebbe tuttavia annullare rapidamente i rendimenti ottenuti sulle azioni.

Espansione globale delle strategie di carry trade – Le strategie basate sui differenziali di rendimento stanno registrando performance elevate sia nei mercati emergenti, con un +18% da inizio anno (EM_CARRY), sia nel G10, con un rendimento del +8%, favorite dalla bassa volatilità valutaria.

Dollaro canadese e potenziale short squeeze – Nonostante il sostegno del petrolio, il dollaro canadese resta fortemente penalizzato dai rischi legati ai dazi USA e da posizioni ribassiste record (LOONIE). Lo sconto rispetto al dollaro statunitense e l'elevato affollamento degli short potrebbero favorire un forte recupero.

Carry trade — Strategia che consiste nel prendere a prestito denaro in una valuta con tassi di interesse bassi e investirlo in attività o valute che offrono rendimenti più elevati. Il profitto dipende dal differenziale dei tassi e dall'andamento dei cambi.

EM_CARRY — Indicatore o strategia che misura la performance del carry trade applicato alle valute dei mercati emergenti, come il real brasiliano, il peso colombiano e la lira turca.

Equities — Termine inglese utilizzato per indicare le azioni o, più in generale, gli investimenti nel mercato azionario.

ETF con copertura valutaria — Fondo negoziato in Borsa che riduce l'impatto delle oscillazioni del cambio tra la valuta degli investimenti e quella dell'investitore.

Hedge fund — Fondo d'investimento che utilizza strategie flessibili e spesso complesse, tra cui leva finanziaria, derivati e vendite allo scoperto.

Hyperscaler — Grande società tecnologica che gestisce infrastrutture digitali e data center su scala globale, sostenendo investimenti molto elevati anche attraverso il ricorso al debito.

Leverage — Utilizzo di capitale preso a prestito per aumentare la dimensione di un investimento. Amplifica sia i potenziali guadagni sia le possibili perdite.

Linea di swap valutario — Accordo tra banche centrali attraverso il quale una valuta viene scambiata temporaneamente con un'altra, allo scopo di garantire liquidità al sistema finanziario.

Long-only — Strategia d'investimento che prevede esclusivamente l'acquisto di attività, senza assumere posizioni ribassiste attraverso vendite allo scoperto.

LOONIE — Soprannome del dollaro canadese, derivato dall'immagine della strolaga, "loon" in inglese, presente sulla moneta da un dollaro.

Parità del potere d'acquisto — Metodo di confronto tra valute basato sul costo di beni e servizi nei diversi Paesi. Viene utilizzato per valutare se una moneta sia relativamente sopravvalutata o sottovalutata.

Petro-Stato — Paese la cui economia e le cui entrate dipendono in misura significativa dalla produzione e dall'esportazione di petrolio.

Short squeeze – Rapido rialzo del prezzo di un'attività che costringe gli investitori posizionati al ribasso a ricomprarla, alimentando ulteriormente l'aumento.

TOPIX – Indice azionario che rappresenta un'ampia parte delle società quotate alla Borsa di Tokyo ed è uno dei principali riferimenti del mercato giapponese.

Vendita allo scoperto – Operazione con cui un investitore vende un'attività presa in prestito, confidando di riacquistarla successivamente a un prezzo inferiore.

Volatilità valutaria – Misura dell'intensità e della frequenza delle variazioni dei tassi di cambio tra due valute.



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