MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

3 - 9 AGOSTO

ANNO 2026



Indice

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

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

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

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

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

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

67 **DISCLAIMER**
informazioni legali e credits

68 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

Agosto si apre in un contesto particolarmente delicato: la riduzione strutturale dei volumi può amplificare la volatilità, mentre l'attendismo delle Banche centrali rinvia a settembre le decisioni più rilevanti. La settimana sarà dominata dai PMI manifatturieri, compositi e dei servizi a livello globale, dalle minute della Bank of Japan, dalle decisioni sui tassi in India, Brasile e Messico e dalle aste governative in Europa e Asia. Negli USA l'attenzione si concentrerà su JOLTs, ordinativi industriali, ADP, ISM servizi, richieste di disoccupazione e Non-Farm Payrolls. Centrale anche il refunding del Tesoro, con Scott Bessent chiamato a comunicare le emissioni previste fino a fine anno. Completano il quadro i dati EIA sul petrolio, le bilance commerciali, la produzione industriale europea e, domenica 9 agosto, inflazione e PPI cinesi.

Cosa aspettarsi dal mercato?

La combinazione tra scarsa liquidità, dati macro decisivi e numerose emissioni sovrane potrebbe determinare movimenti più ampi del consueto su equity, credito, valute e obbligazionario. Lo yen resterà sotto osservazione dopo l'intervento coordinato con le autorità USA e in attesa delle minute della Bank of Japan, mentre rupia, real brasiliano, peso messicano e yuan reagiranno alle rispettive decisioni monetarie e ai dati macro. Negli Stati Uniti il refunding del Tesoro e i Non-Farm Payrolls saranno i principali catalizzatori: il primo inciderà sulle aspettative di offerta e sui rendimenti, i secondi offriranno il primo riscontro alla scelta della FED di non alzare i tassi. Petrolio e prodotti distillati continueranno inoltre a condizionare inflazione e mercati, soprattutto in presenza di una nuova escalation in Medio Oriente. Il responso finale arriverà dalla Cina, con inflazione, PPI e successiva reazione dello yuan.

Agosto si apre come un mese tradizionalmente delicato, anche per effetto della strutturale riduzione dei volumi di negoziazione, che tende spesso ad amplificare la volatilità e l'intensità dei movimenti di mercato. Nell'attuale contesto, sono numerosi i segmenti dai quali potrebbe originarsi una nuova fase di instabilità.

A ciò si aggiunge l'atteggiamento delle Banche centrali, che hanno finora mantenuto sostanzialmente invariato l'assetto monetario, lasciando implicitamente al mercato il compito di produrre una reazione tale da imporre una scelta nel mese di settembre. Quando i tassi restano fermi più per cautela che per una precisa convinzione, i dati macroeconomici possono assumere, a seconda delle esigenze dei mercati equity e credito, una funzione contemporaneamente destabilizzante e rassicurante.

La settimana si apre **lunedì 3 agosto** con la pubblicazione dei dati PMI manifatturieri su scala pressoché globale: dal RatingDog in Cina all'S&P Global in Australia, Giappone e Indonesia, fino all'intera Eurozona, al Brasile, alla Russia, all'India, agli USA e al Messico. Si tratterà, inoltre, dei dati definitivi. Le principali variazioni rispetto al tema dominante saranno rappresentate dalle vendite al dettaglio in Germania, dagli arrivi di turisti in Spagna, dalla bilancia commerciale in Indonesia, dal tasso di inflazione e dal PPI in Turchia, nonché dall'asta del titolo a 2 anni in Corea del Sud.

Martedì 4 agosto l'attenzione tornerà su Seul, con la pubblicazione del dato sull'inflazione e l'asta del titolo a 30 anni. In Giappone sarà resa nota la variazione annuale della base monetaria e verrà collocato il decennale benchmark.

Sul fronte europeo, l'Italia pubblicherà il dato sulle vendite al dettaglio, la Spagna quello relativo al tasso di disoccupazione, la Francia il numero di autoveicoli registrati, mentre la Germania procederà con l'asta dello Schatz a 2 anni.

Il Brasile diffonderà il dato sulla produzione industriale, il Messico quello sulla fiducia dei consumatori, mentre Canada e USA pubblicheranno i rispettivi dati sulla bilancia commerciale.

Per gli Stati Uniti sarà la prima giornata di particolare rilievo. Saranno infatti diffusi il dato JOLTs sull'apertura di nuove attività e quello sugli ordinativi industriali, seguiti dalla variazione degli stock petroliferi.

Mercoledì 5 agosto l'attenzione sarà concentrata sul Giappone. La Bank of Japan renderà note le minute del board di venerdì scorso, fornendo di fatto una conferma dell'intervento congiunto con le autorità monetarie e finanziarie USA nel sostegno allo yen e un primo, concreto screening del livello di sostenibilità di un regime di costo del denaro costantemente esposto al rischio di generare nuove tensioni.

L'Australia pubblicherà l'indice Ai Group relativo a industria, manifattura e costruzioni, mentre la Cina diffonderà il PMI composito e dei servizi. La Banca centrale indiana si riunirà per decidere sui tassi di interesse, dopo l'ennesimo intervento a difesa della rupia.

Per l'Eurozona sarà la giornata dei PMI composito e dei servizi, mentre la Germania procederà anche con l'asta di Bund a 5, 10 e 30 anni.

Particolare attenzione sarà richiesta sul fronte statunitense. Oltre ai dati ADP sulle variazioni del tasso di occupazione e all'indice ISM relativo al PMI dei servizi, comprensivo di tutte le sottocategorie (prezzi, attività, nuovi ordinativi e occupazione), l'elemento centrale sarà rappresentato dalla comunicazione sull'attività di refunding del Tesoro.

Scott Bessent renderà infatti noto l'ammontare che gli USA dovranno emettere sul mercato da qui alla fine dell'anno, anche in rapporto alle previsioni formulate tre mesi fa.

A seguire sarà pubblicato il dato EIA sulle scorte petrolifere e sui prodotti distillati, altrettanto rilevante per comprendere per quanto tempo il petrolio continuerà a operare da game-changer di mercato e in quale misura la nuova escalation ciclica in Medio Oriente possa determinare una summer surprise.

La giornata si concluderà con particolare attenzione per chi opera sul real brasiliano, poiché la Banca centrale di Brasilia deciderà sui tassi di interesse.

Giovedì 6 agosto saranno pubblicati la bilancia commerciale dell'Australia, le aste dei titoli a 6 mesi e 30 anni in Giappone e gli ordinativi industriali in Germania.

Spagna e Italia renderanno noti i dati sulla produzione industriale. Madrid procederà inoltre con l'asta di Bonos a 5, 7, 10 e 15 anni, mentre la Francia emetterà OAT con scadenze 2036, 2037 e 2044.

Il fronte statunitense si presenterà ancora una volta particolarmente significativo. Si inizierà con il dato Challenger sui tagli occupazionali, divenuto ormai un indicatore di difficile interpretazione dell'impatto dell'AI sul mercato del lavoro.

Seguiranno il dato sulle richieste di disoccupazione, quello sulle scorte all'ingrosso, il fixing dei tassi fissi a 15 e 30 anni dopo l'impennata dei rendimenti post-FED e il dato sul bilancio della stessa Federal Reserve.

Quest'ultimo rappresenterà, di fatto, una valutazione complessiva del ritmo impresso dalla conclusione del QT agli acquisti di sistema.

Completeranno la giornata la decisione sui tassi di interesse della Banca centrale messicana, la bilancia commerciale del Brasile e l'asta del decennale in Canada.

Venerdì 7 agosto saranno pubblicate le bilance commerciali di Cina, Francia e Germania, i dati su prestiti, depositi e riserve bancarie in India, nonché il tasso di inflazione e il PPI in Messico.

Seguirà un passaggio decisivo per il Nord America, con il tasso di disoccupazione e l'indice Ivey del PMI in Canada e, soprattutto, il dato Non-Farm Payrolls negli Stati Uniti.

Quest'ultimo rappresenterà il primo effettivo riscontro macroeconomico rispetto alla scelta della FED di non alzare i tassi e la prima possibile occasione per un attacco della Casa Bianca nei confronti del nuovo titolare della Banca centrale, con Scott Bessent pronto ad assumere il ruolo di componente più conciliativa del trio.

La sequenza di appuntamenti non si esaurirà con l'inizio del primo fine settimana di grande esodo, da Rimini agli Hamptons.

Domenica 9 agosto saranno infatti pubblicati in Cina il dato sull'inflazione, su base mensile e annua, e il PPI.

Lunedì arriverà infine il responso dello yuan.

Macro

Take Away

Liquidità e volatilità di agosto: la riduzione strutturale dei volumi di negoziazione può amplificare i movimenti di mercato e aumentare il rischio di instabilità.

Banche centrali e attesa per settembre: il mantenimento dei tassi riflette un atteggiamento prudente, mentre i dati macro potrebbero costringere le autorità monetarie a scelte più nette.

PMI globali e ciclo economico: i dati manifatturieri, compositi e dei servizi offriranno un quadro aggiornato sulla tenuta dell'attività economica in Asia, Europa e Americhe.

Stati Uniti tra lavoro, crescita e Tesoro: JOLTs, ADP, ISM, richieste di disoccupazione, ordinativi industriali e Non-Farm Payrolls saranno centrali, insieme al piano di refunding del Tesoro.

Valute e decisioni monetarie: yen, rupia, real brasiliano, peso messicano e yuan saranno influenzati dalle rispettive Banche centrali, dagli interventi valutari e dai dati macroeconomici.

Petrolio, Medio Oriente e inflazione: scorte EIA, prodotti distillati e nuove tensioni geopolitiche potrebbero incidere sui prezzi energetici, sulle aspettative di inflazione e sull'andamento dei mercati.

Macro

Glossario

ADP: rapporto sull'occupazione nel settore privato statunitense, spesso utilizzato come anticipazione del dato ufficiale sul mercato del lavoro.

Ai Group Index: indicatore australiano che misura l'andamento dell'attività nei settori industriale, manifatturiero e delle costruzioni.

Benchmark: titolo o indice di riferimento utilizzato per valutare l'andamento di un mercato o confrontare altri strumenti finanziari.

Bonos: titoli di Stato spagnoli a medio-lungo termine.

Bund: titoli di Stato tedeschi a medio-lungo termine, considerati un riferimento per il mercato obbligazionario europeo.

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

Fixing dei tassi: determinazione periodica di un tasso di riferimento utilizzato per mutui e altri finanziamenti.

Ivey PMI: indice canadese che misura l'andamento dell'attività economica attraverso gli acquisti delle imprese.

JOLTs: rapporto statunitense su offerte di lavoro, assunzioni e dimissioni, utile per valutare la solidità del mercato del lavoro.

Non-Farm Payrolls: dato mensile sull'occupazione statunitense nei settori non agricoli, tra gli indicatori macroeconomici più seguiti dai mercati.

OAT: titoli di Stato francesi a medio-lungo termine.

PMI: indice dei responsabili degli acquisti che misura l'andamento dell'attività economica nei settori manifatturiero e dei servizi.

PPI: indice dei prezzi alla produzione, che misura la variazione dei prezzi dei beni nelle fasi precedenti alla vendita al consumatore.

QT (Quantitative Tightening): riduzione del bilancio di una Banca centrale attraverso il mancato reinvestimento o la vendita dei titoli detenuti.

Refunding del Tesoro: piano con cui il Tesoro statunitense definisce quantità, scadenze e modalità delle nuove emissioni di debito pubblico.

Schatz: titolo di Stato tedesco con scadenza a 2 anni.

Stock petroliferi: quantità di petrolio detenuta nelle riserve commerciali o strategiche.

Summer surprise: evento inatteso durante i mesi estivi capace di provocare forti reazioni sui mercati.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

abstract



In sintesi

Luglio è stato segnato dalla riacutizzazione del conflitto tra Stati Uniti e Iran, dal rischio di interruzioni nello Stretto di Hormuz e dalla conseguente impennata del petrolio, delle aspettative d'inflazione e dei rendimenti obbligazionari. I mercati azionari, soprattutto tech/momo, hanno subito forti pressioni, mentre le Banche centrali hanno lasciato invariati i tassi. Nonostante il ridimensionamento degli eccessi speculativi retail, i fondamentali hanno fornito indicazioni contrastanti: i Big 3 hanno confermato la solidità del tema AI e la monetizzazione dei data center, ma il crescente ricorso al debito da parte degli hyperscalers, le tensioni nel private credit e il rallentamento della liquidità alimentano nuovi rischi. Restano positivi gli utili delle mega-cap, la resilienza dei consumi USA e una crescita dell'EPS superiore al 22%, mentre guerra, crisi energetica e inflazione headline più elevata continuano a rappresentare fattori di vulnerabilità.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Nel breve periodo il quadro resta fragile. Il deleveraging dei fondi, la riduzione dell'AI Alpha e l'elevato affollamento nei titoli della memoria e nei semiconduttori potrebbero favorire ulteriori ribassi, soprattutto in caso di indicazioni deludenti sul Capex degli hyperscalers o di risultati tecnologici inferiori alle attese. Goldman Sachs stima vendite CTA per circa 7,5 miliardi di dollari nella settimana, potenzialmente fino a 184,27 miliardi nel mese in uno scenario ribassista di 2 sigma; per l'SPX i pivot sono 7455, 7204 e 6765. Superata la settimana, i flussi potrebbero però stabilizzarsi. Sul medio periodo saranno decisivi l'impulso del credito AI, il possibile ritorno delle Banche centrali, l'andamento di petrolio e core PCE, la liquidità G10 e il FOREX & CRYPTO. Restano favorevoli le prospettive per asset non fiat, TLT, difesa e cyber-security, con ITA da monitorare oltre 250 dollari.

Luglio è stato caratterizzato da una marcata riacutizzazione del conflitto tra Stati Uniti e Iran e dal rinnovato rischio di interruzioni nello Stretto di Hormuz. Tali sviluppi hanno determinato un'elevata volatilità del petrolio, un incremento delle aspettative d'inflazione e dei rendimenti obbligazionari e una crescente pressione sui mercati azionari, in particolare sul comparto tech/momo. Parallelamente, le Banche centrali hanno mantenuto invariati i tassi di interesse, accrescendo tuttavia l'incertezza sul futuro orientamento della politica monetaria. A completare il quadro, il movimento dello yen e le implicazioni emerse nell'ultima giornata del mese. In questa prospettiva, nel corso della settimana sarà opportuno prestare particolare attenzione al capitolo FOREX & CRYPTO.

Nonostante il rimbalzo incoraggiante registrato a fine mese, la maggior parte degli asset ha subito perdite molto significative: il Nasdaq ha registrato il peggior mese di luglio degli ultimi 22 anni, i rendimenti obbligazionari hanno evidenziato il maggiore incremento mensile per un mese di luglio dal 2005 e il petrolio ha conseguito il rialzo più consistente nel mese di luglio da oltre 30 anni.

Chris Hussey di Goldman Sachs ha descritto il mese come una fase caratterizzata da una relativa stabilità degli indici in superficie, ma da una profonda rotazione e da un'elevata volatilità interna al mercato.

Luglio è stato determinato in misura minore dai fondamentali e, soprattutto, da un processo di ridimensionamento di una parte degli eccessi speculativi alimentati dagli investitori retail.
Ciò non significa, tuttavia, che il mese sia stato privo di elementi fondamentali. Alcune delle informazioni emerse nel corso di luglio potrebbero infatti produrre conseguenze rilevanti per agosto e per i mesi successivi, tra cui:

Ciò non significa, tuttavia, che il mese sia stato privo di elementi fondamentali. Alcune delle informazioni emerse nel corso di luglio potrebbero infatti produrre conseguenze rilevanti per agosto e per i mesi successivi, tra cui:

• **Monetizzazione dei data center/Capex.** Nonostante le diffuse preoccupazioni emerse nel corso del mese circa il possibile raggiungimento del picco della spesa per i data center e la capacità degli hyperscalers di conseguire un ritorno sugli investimenti già realizzati, i Big 3 hanno pubblicato risultati molto solidi, che sembrano confermare la persistente validità del tema dell'AI. AMZN, in particolare, ha fornito un'elevata visibilità sulle modalità attraverso le quali sta monetizzando la propria potenza di calcolo, facendo leva sull'utilizzo di chip personalizzati e sullo sviluppo di strumenti di AI proprietari per i quali i clienti si dimostrano disponibili a pagare.

Anche MSFT ha fornito indicazioni positive, presentando un trimestre che ha risposto favorevolmente a diversi dei principali interrogativi degli investitori: accelerazione di Azure nonostante i persistenti vincoli di capacità, miglioramento dell'economia unitaria dell'AI con margini cloud stabili e crescenti evidenze della monetizzazione di Copilot.

Per monetizzare integralmente la capacità dei data center è tuttavia necessario finanziarne lo sviluppo. Sia gli hyperscalers sia gli altri operatori stanno pertanto ricorrendo in misura significativa ai mercati del debito, privati e pubblici. In tale contesto, sarà necessario mantenere alta l'attenzione sul private credit, alle prese con richieste di rimborso nettamente superiori alla capacità di attrarre nuovo capitale. Si configura pertanto il rischio latente di una struttura finanziaria non sostenibile.

• **La FED.** La riunione della FED della scorsa settimana è stata preceduta dalla più elevata probabilità di una sorpresa restrittiva osservata negli ultimi 30 anni. Alla fine, tuttavia, non si è verificata alcuna sorpresa.

Sebbene un rialzo del tasso sui Fed Funds possa ancora concretizzarsi nel corso dell'anno, eventualità che il mercato sta già prezzando almeno in parte, confermo la mia valutazione: NON vi sarà alcuna modifica del tasso fino al 2027, anno nel quale potremmo persino assistere a tagli dei tassi. Resta possibile che tale orientamento possa manifestarsi in anticipo, in prossimità del voto di mid-term di novembre.

In questo senso, occorre prestare attenzione a quanto riportato dal New York Times, secondo cui Kevin Warsh starebbe valutando una riduzione del numero delle riunioni della FED, passando dalle attuali 8 all'anno, numero invariato dal 1981, a un numero inferiore di FOMC.

Non sono state fornite indicazioni specifiche, salvo il riferimento al minimo statutario di 4 riunioni all'anno. Ciò implicherebbe decisioni sui tassi meno frequenti.

Vi è inoltre un ulteriore elemento finora poco considerato. Per gran parte dell'ultimo decennio, la FED ha rappresentato il principale motore dell'impulso del credito negli Stati Uniti, pur rimanendo inferiore, per dimensioni, al sistema di espansione del debito cinese. Nell'ultimo anno, tuttavia, il credito statunitense è cresciuto in misura eccezionale, trainato da una domanda senza precedenti di esposizione all'AI. In tale contesto, occorre ricordare che la leva finanziaria degli hyperscalers è raddoppiata in 2 trimestri, passando da 0,9x a 1,8x.

Potrebbero essere necessarie ancora circa 2-3 settimane prima che il mercato prenda pienamente atto del fatto che l'impulso del credito societario trainato dall'IA, subentrato al QE sovrano, sta incontrando un limite significativo. A quel punto, sarà nuovamente necessario un intervento delle Banche centrali.

In tale scenario, gli asset non fiat potrebbero registrare una nuova fase di forte apprezzamento, così come il TLT, non a caso sceso venerdì al minimo storico dal 1984 **(CREDIT1** e **2)**. Nella stessa giornata, il rendimento del Treasury benchmark a 10 anni è salito al 4,75%, massimo degli ultimi 18 mesi.

• **Utili del secondo trimestre.** Luglio ha già concentrato la maggior parte della stagione degli utili del secondo trimestre e, finora, l'elevata soglia rappresentata da una crescita dell'EPS del 22% sembra essere stata superata.

In particolare, le mega-cap tecnologiche hanno pubblicato risultati solidi, con GOOGL, MSFT e

AMZN che hanno tutte superato le aspettative. Nel solo mese di luglio, MSFT è salita di oltre il 20% e AMZN di oltre il 13%, mentre gli investitori hanno continuato a privilegiare gli hyperscalers, riducendo invece l'esposizione verso numerosi produttori di componenti legati ai data center.

• **La guerra.** In un contesto dominato dalla dinamica del momentum legato all'AI, è rimasto in secondo piano il continuo deterioramento dei flussi petroliferi attraverso lo Stretto di Hormuz, insieme alle nuove interruzioni delle rotte nel Mar Rosso.

A valle del petrolio si collocano i prodotti di consumo, tra cui benzina, diesel, carburante per aerei e altri derivati. Le interruzioni del sistema di raffinazione russo, unite a tassi di utilizzo inferiori alla stagionalità in Cina, stanno riducendo la produzione globale di prodotti raffinati.

I margini di raffinazione del diesel hanno così raggiunto il livello più elevato mai registrato in Europa, che rappresenta oggi l'epicentro del rischio.

• **Inflazione.** Le conseguenze di una crisi energetica protrattasi per cinque mesi dovrebbero tradursi in un'inflazione più elevata. Coerentemente con questa previsione, l'inflazione headline PCE di luglio si è attestata questa settimana al 3,67% su base annua, ossia 87 punti base al di sopra del 2,80% registrato a febbraio, prima dell'inizio della guerra tra Stati Uniti e Iran.

Anche l'inflazione core PCE ha accelerato, ma in misura più contenuta, aumentando di 32 punti base e passando dal 2,97% di febbraio al 3,29% annuo di giugno. Inoltre, l'impatto sui prezzi core mostrava già segnali di attenuazione a giugno, dopo il probabile picco di maggio.

Nel complesso, l'attesa è per un'inflazione core che rimanga contenuta nei prossimi mesi. L'elemento principale da monitorare sarà verificare se una prolungata carenza di petrolio inizierà a incidere in misura più significativa anche sull'inflazione core PCE.

• **Resilienza della crescita.** Pur rimanendo in secondo piano rispetto alla narrativa sull'AI, è proseguita la resilienza del consumatore statunitense, che rappresenta il driver del 70% del PIL.

Nonostante l'aumento dell'inflazione e l'incertezza derivante dal protrarsi del conflitto in Medio Oriente, i consumatori hanno continuato a effettuare acquisti nei negozi e a viaggiare in aereo.

La crescita del PIL del secondo trimestre 2026 è risultata questa settimana inferiore alle attese, attestandosi all'1,5%. Le componenti legate ai consumi sono state tuttavia molto incoraggianti. Le vendite finali domestiche private, corrette per tenere conto del valore degli investimenti in AI importati, sono aumentate del 3,3% su base annualizzata.

• **Liquidità in eccesso in negativo.** La liquidità di mercato appare in diminuzione. Il G10 Excess Liquidity Leading Indicator è diventato negativo per la prima volta dal 2024.

Questa metrica confronta il tasso di crescita dell'offerta di moneta nelle economie del G10 con il ritmo della crescita economica. Quando l'offerta di moneta cresce più rapidamente dell'economia, si genera un eccesso di liquidità in grado di sostenere i prezzi degli asset.

Storicamente, questo indicatore ha anticipato l'andamento dell'indice dei semiconduttori, SOX, di circa 6 mesi. Qualora tale relazione storica dovesse confermarsi, il segnale indicherebbe una performance più debole dei titoli dei semiconduttori nei prossimi mesi. Sarà pertanto necessario proseguire nel monitoraggio della liquidità **(LIQUIDITY).**

Prima di concludere l'analisi del mercato azionario, è opportuno osservare che, sebbene i mercati abbiano mostrato una certa resilienza nella prima parte dell'anno successiva al cessate il fuoco iniziale, la ripresa delle ostilità a luglio e l'aumento dei tassi di sconto hanno determinato prese di profitto e flussi di avversione al rischio.

I dati della Prime Brokerage di Goldman Sachs indicano infatti il più consistente deleveraging dei flussi lordi su tre giorni dal novembre 2022. I fondi stanno riducendo in modo aggressivo la leva accumulata tra aprile e maggio, in particolare nei titoli legati alla memoria e nei semiconduttori.

Il cosiddetto predominio dell'AI Alpha, che ha rappresentato l'85% dell'alpha lordo delle strategie long/short azionarie nel primo semestre del 2026, sta invertendo la propria direzione.

Come osservato da Goldman Sachs, l'affollamento nei titoli della memoria rimane prossimo ai massimi storici, determinando una configurazione particolarmente fragile, che potrebbe favorire ulteriori ribassi qualora le indicazioni sulla spesa in conto capitale degli hyperscalers dovessero deludere.

MSFT e AMZN hanno effettivamente fornito alcuni elementi rassicuranti, ma si trovano ora ad affrontare la necessità di dimostrare un ROIC soddisfacente in un contesto caratterizzato da un forte aumento del rischio e del costo del credito.

E nel breve periodo?

Le previsioni di GS sui flussi indicano che la comunità dei CTA venderà circa 7,5 miliardi di dollari a livello globale nel corso di questa settimana in qualsiasi scenario, con le vendite più rilevanti concentrate sull'SPX, per un ammontare di 4,5 miliardi di dollari.

Tale cifra potrebbe aumentare fino a raggiungere un totale di 185 miliardi di dollari nel prossimo mese, agosto, qualora i mercati azionari dovessero continuare a scendere.
Di seguito i dettagli del CTA Corner di Goldman Sachs.

Nel corso della prossima settimana:

Mercato piatto: venditori per 7,48 miliardi di dollari, di cui 5,96 miliardi fuori dagli Stati Uniti.

Mercato in rialzo: venditori per 2,75 miliardi di dollari, di cui 2,03 miliardi fuori dagli Stati Uniti.

Mercato in ribasso: venditori per 31,46 miliardi di dollari, di cui 15,1 miliardi fuori dagli Stati Uniti.

Nel corso del prossimo mese:

Mercato piatto: acquirenti per 3,04 miliardi di dollari, di cui 5,96 miliardi fuori dagli Stati Uniti.

Mercato in rialzo: acquirenti per 34,39 miliardi di dollari, di cui 8,31 miliardi negli Stati Uniti.

Mercato in ribasso: venditori per 184,27 miliardi di dollari, di cui 71,13 miliardi fuori dagli Stati Uniti.

Livelli pivot chiave per l'SPX:

Breve termine: 7455.

Medio termine: 7204.

Lungo termine: 6765.

L'elemento favorevole è che, una volta superata questa settimana, le vendite dovrebbero stabilizzarsi. Nel corso del prossimo mese, infatti, i segnali di trend rimangono in larga misura positivi, nonostante indicazioni leggermente negative sui timeframe di breve termine.

Naturalmente, qualora i prossimi risultati dei colossi tecnologici dovessero risultare inferiori alle attese, tali previsioni perderebbero validità, poiché circa 184 miliardi di dollari di vendite potrebbero affluire sul mercato in uno scenario di ribasso di 2 sigma.

Un ulteriore potenziale fattore favorevole per le equities, questa volta in prospettiva autunnale ma comunque strettamente collegato all'evoluzione dello scenario bellico, riguarda il comparto della difesa.

Mercoledì scorso, i Repubblicani della Camera hanno approvato con un margine ristretto il National Defense Authorization Act per l'anno fiscale 2027, autorizzando una spesa militare record pari a 1,15 trilioni di dollari.

Il provvedimento è stato approvato con 216 voti favorevoli e 212 contrari, sostanzialmente lungo le linee di partito.

Sebbene tale importo sia inferiore alla richiesta di bilancio di 1,5 trilioni di dollari avanzata dal Presidente Trump, rappresenta comunque un aumento rispetto ai circa 900 miliardi di dollari dello scorso anno.

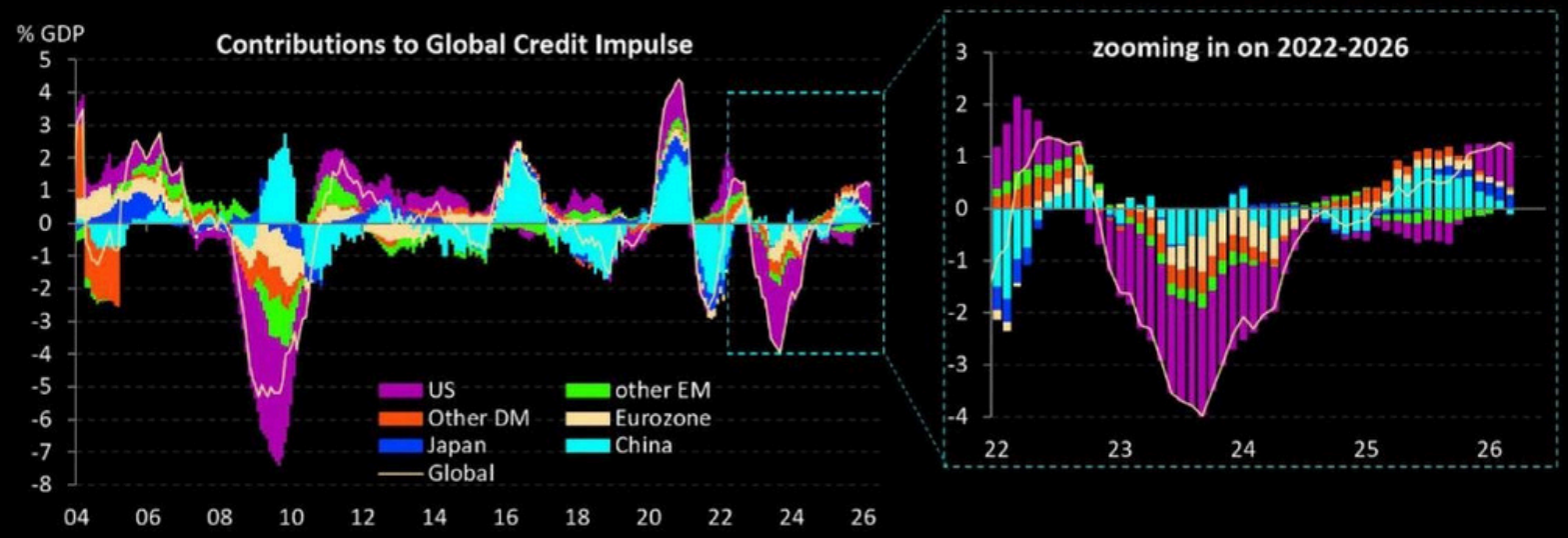
Il NDAA affronta ora un percorso incerto al Senato, dove è prevedibile l'opposizione dei Democratici sia al costo del provvedimento sia ad alcune controverse disposizioni di natura politica.

Qualora il provvedimento venisse approvato dal Senato e firmato da Trump, l'incremento della spesa fornirebbe un sostegno significativo ai titoli della difesa.

Nel frattempo, l'iShares U.S. Aerospace & Defense ETF (ITA) ha proseguito la propria fase rialzista, riflettendo l'espansione della spesa militare in un contesto nel quale numerosi conflitti continuano a interessare l'intera Eurasia.

L'aumento globale della spesa per la difesa sembra disporre ancora di ampi margini di crescita. La prossima fase rialzista di ITA richiederà una rottura sostenuta al di sopra del livello di 250 dollari.
In tale contesto, sarà opportuno prestare attenzione anche al comparto della cyber-security, anche in vista del voto di mid-term.

Figure 1: Global credit impulse (% GDP) - 2004-2026



Source: UBS, Haver [Chart shows the 12m12m change in net new credit; contributions to the global impulse are GDP-weighted.]

Immagine CREDIT 1 - **Fonte** UBS

Hyperscaler leverage is 0.9x higher vs. when we started tracking in 3Q25

Select Credit Metrics by Sector				
Sector	Gross Leverage	Net Leverage	Cash/ Debt	Median Rating
Communication Services	2.5x	0.8x	63%	BBB+
Consumer	2.5x	1.9x	19%	BBB
Energy	1.6x	1.3x	10%	BBB
Health Care	2.4x	1.7x	24%	BBB+
Information Technology	***1.7x***	***0.6x***	***58%***	***BBB***
Hyperscalers	***1.8x***	***1.0x***	***76%***	***AA-***
Materials	2.3x	1.8x	19%	BBB
Utilities	5.6x	5.5x	1%	BBB
Non-Fin IG	**2.3x**	**1.8x**	**20%**	**BBB**

Immagine CREDIT 2 - **Fonte** Goldman Sachs

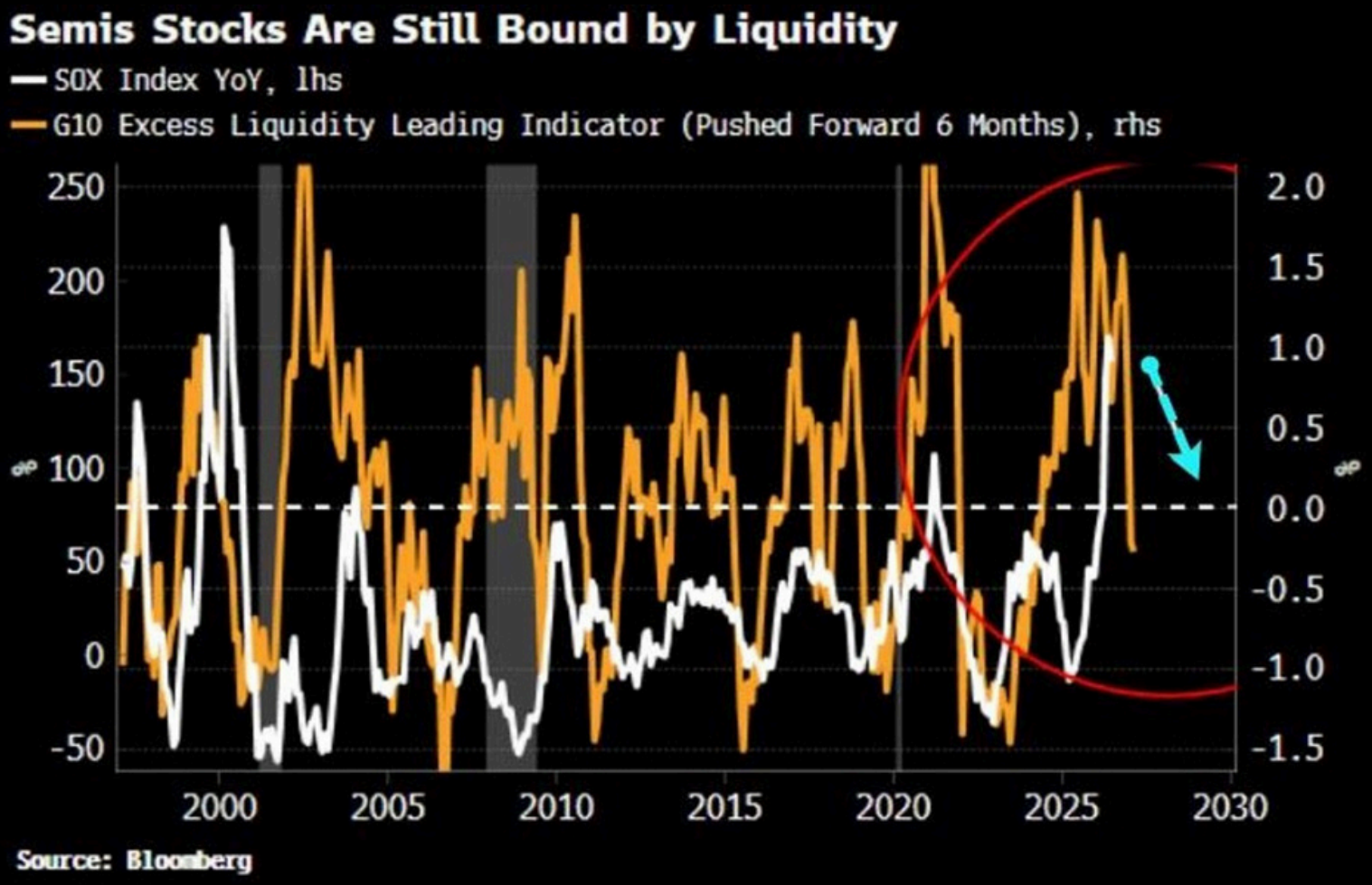


Immagine LIQUIDITY - **Fonte** Bloomberg

Conflitto USA-Iran ed energia: la riacutizzazione delle tensioni e i rischi nello Stretto di Hormuz hanno alimentato volatilità sul petrolio, inflazione e rendimenti obbligazionari, penalizzando soprattutto i mercati azionari.

Utili e crescita statunitense: la stagione degli utili ha mostrato risultati solidi, soprattutto tra le mega-cap tecnologiche, mentre i consumi USA continuano a sostenere l'economia nonostante una crescita del PIL inferiore alle attese.

AI, data center e Capex: i risultati di AMZN, MSFT e degli altri hyperscalers confermano la solidità del tema AI e i progressi nella monetizzazione, ma cresce il ricorso al debito per finanziare gli investimenti.

Liquidità, deleveraging e semiconduttori: il peggioramento della liquidità G10, il forte deleveraging dei fondi e l'elevato affollamento nei titoli della memoria e nei semiconduttori aumentano il rischio di ulteriori correzioni.

FED e impulso del credito: la FED ha mantenuto invariati i tassi; resta centrale il rischio che l'espansione del credito societario legato all'AI rallenti, rendendo necessario un nuovo intervento delle Banche centrali.

Flussi CTA e difesa: nel breve periodo i flussi sistematici potrebbero accentuare le vendite sull'SPX; in prospettiva autunnale, difesa e cyber-security potrebbero beneficiare dell'aumento della spesa militare USA.

AI Alpha: quota di rendimento extra generata dall'esposizione ai titoli collegati all'intelligenza artificiale rispetto al mercato o al benchmark di riferimento.

Asset non fiat: attività il cui valore non dipende direttamente da una valuta emessa da una Banca centrale, come oro, Bitcoin o altre riserve di valore alternative.

Capex: spese in conto capitale sostenute da un'impresa per acquistare o sviluppare beni durevoli, come data center, infrastrutture, impianti e tecnologie.

Core PCE: indice dei prezzi dei consumi personali negli Stati Uniti, depurato dalle componenti più volatili di energia e alimentari. È una delle misure d'inflazione più osservate dalla FED.

CTA: fondi sistematici, spesso basati su algoritmi, che assumono posizioni seguendo l'andamento e la direzione dei prezzi di mercato.

Deleveraging: riduzione dell'indebitamento o della leva finanziaria attraverso la vendita di attività e la chiusura di posizioni.

Fed Funds: tasso di interesse applicato ai prestiti overnight tra banche statunitensi. Rappresenta il principale riferimento operativo della politica monetaria della FED.

FOMC: comitato della Federal Reserve incaricato di definire la politica monetaria statunitense, compreso il livello dei tassi di interesse.

G10 Excess Liquidity Leading Indicator: indicatore che confronta la crescita dell'offerta di moneta nelle principali economie con quella dell'attività economica, allo scopo di stimare la liquidità disponibile per sostenere i mercati finanziari.

Headline PCE: indice generale dei prezzi dei consumi personali negli Stati Uniti, comprensivo delle componenti alimentari ed energetiche.

Hyperscalers: grandi società tecnologiche che gestiscono infrastrutture cloud e data center su scala globale, come Microsoft, Amazon e Google.

Impulso del credito: variazione del flusso di nuovo credito rispetto alla dimensione dell'economia. Indica quanto l'espansione del debito stia sostenendo la crescita e i mercati.

Margini di raffinazione: differenza tra il valore dei prodotti raffinati, come benzina e diesel, e il costo del petrolio necessario per produrli.

Momo: abbreviazione di "momentum"; indica titoli acquistati soprattutto perché stanno già registrando una forte crescita dei prezzi.

Pivot: livello tecnico di prezzo considerato rilevante per individuare possibili aree di supporto, resistenza o cambiamento della tendenza.

Prime Brokerage: insieme di servizi forniti dalle grandi banche d'investimento a hedge fund e investitori istituzionali, tra cui finanziamento, prestito titoli, esecuzione degli ordini e gestione delle garanzie.

Private credit: finanziamenti concessi direttamente da fondi o investitori privati alle imprese, senza ricorrere ai tradizionali mercati obbligazionari o bancari.

QE sovrano: programma con cui una Banca centrale acquista titoli pubblici per immettere liquidità nel sistema e ridurre i rendimenti obbligazionari.

ROIC: rendimento del capitale investito; misura la capacità di un'impresa di generare profitti attraverso le risorse finanziarie impiegate.

Sigma: unità statistica che misura quanto un movimento si discosti dalla media. Uno scenario di ribasso di 2 sigma indica un evento particolarmente negativo e statisticamente poco frequente.

SOX: indice azionario che rappresenta le principali società statunitensi attive nel settore dei semiconduttori.

Tasso di sconto: tasso utilizzato per convertire i profitti futuri nel loro valore attuale. Un suo aumento tende a ridurre le valutazioni dei titoli azionari.

TLT: ETF che investe in Treasury statunitensi con scadenze superiori a 20 anni ed è particolarmente sensibile alle variazioni dei tassi di interesse.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

Il principale rischio per i titoli legati all'AI si sta concentrando nel mercato obbligazionario, dove l'allargamento degli spread degli hyperscalers, l'aumento dei CDS e le maggiori concessioni sulle nuove emissioni segnalano un deterioramento del credito. L'enorme Capex tecnologico, ormai centrale per l'impulso creditizio globale, alimenta dubbi sulla sostenibilità dei rendimenti e sulla capacità degli obbligazionisti di continuare a finanziare chip, data center e modelli di frontiera. Il rialzo dei rendimenti a lungo termine e il restringimento delle condizioni finanziarie (FCI) potrebbero anticipare un deleveraging degli asset rischiosi. La divergenza tra correlazioni azionarie molto basse e correlazioni CDS in aumento rappresenta una vulnerabilità: quando le azioni incorporeranno pienamente il peggioramento dei bilanci, volatilità e correlazioni potrebbero salire rapidamente.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il mercato dovrà confrontarsi con il rischio di contagio dal credito alle azioni attraverso un circuito di retroazione: un VIX più elevato allargherebbe ulteriormente gli spread, che a loro volta peserebbero su economia, prezzi azionari e volatilità. La tenuta degli hyperscalers dipenderà dalla capacità di trasformare gli investimenti in AI in ricavi e flussi di cassa, come mostra la diversa reazione del mercato a Meta e Microsoft. In chiave tattica, Hartnett privilegia difensivi, dividendi, duration e dollaro USA, mantenendo cautela su banche, broker, tecnologia e industriali; nel lungo periodo segnala il real estate di Hong Kong. Sullo sfondo, il passaggio dal QE al QT e l'aumento delle emissioni pubbliche stanno riducendo il rendimento di convenienza dei titoli di Stato, imponendo rendimenti più elevati per attrarre capitale e accentuando la pressione sull'intero sistema finanziario.

Due settimane fa Brian Garrett, responsabile del trading di derivati presso Goldman Sachs, ha confermato autorevolmente una tesi che questa newsletter sostiene ormai da mesi: il principale rischio per i titoli collegati all'AI non risiede nel mercato azionario, bensì in quello obbligazionario. È proprio in quest'ultimo che, nelle ultime settimane, gli spread si sono ampliati in misura significativa, poiché le preoccupazioni del mercato circa il rendimento degli investimenti degli hyperscalers si sono nuovamente trasferite al comparto del credito, esercitando nel frattempo una forte pressione sui titoli dei semiconduttori e delle memorie. Il denominatore comune è rappresentato dal timore che la continua espansione del Capex possa interrompersi bruscamente e determinare una marcata correzione dei mercati, considerando che tale voce di spesa degli hyperscalers si è ormai affermata come la principale fonte dell'impulso creditizio globale, come mostrato in precedenza.

Resta quindi da comprendere se il pain in credit sia destinato ad aggravarsi oppure se la fase di correzione sia prossima alla conclusione. Mentre un mercato sempre più disfunzionale sembrava indicare come l'S&P fosse diventato un parametro progressivamente meno rappresentativo della performance del titolo medio, in presenza di bassa correlazione ed elevata dispersione, la medesima disconnessione si è manifestata anche tra le diverse asset classes. L'inquietudine del mercato obbligazionario nei confronti dell'AI incorpora infatti un ulteriore passaggio, legato alla dinamica che combina l'allargamento degli spread degli hyperscalers, la forte crescita dei CDS e l'aumento delle concessioni richieste sulle nuove emissioni.

Non sorprende, pertanto, che le azioni abbiano registrato forti ribassi, con i titoli dei chip particolarmente penalizzati nonostante i solidi risultati di GOOGL e INTC. Il mercato sembra infatti iniziare a interrogarsi seriamente sulla questione da 64 trilioni di dollari: qualora gli obbligazionisti non fossero più disposti a finanziare l'espansione dell'AI, da quali fonti proverrebbero le risorse necessarie per acquistare chip di memoria valutati a livelli molto elevati, senza considerare i modelli di frontiera che assorbono cassa e presentano un ROI negativo?

Il reddito fisso rappresenta dunque l'anello debole del mercato? Al momento, la risposta è affermativa. Il rischio, da questo momento in avanti, è rappresentato da un ulteriore aggravamento e dal possibile contagio. È questa anche la posizione di Michael Hartnett di Bank of America, espressa nel report intitolato Bonds bringing the heat. Hartnett osserva che il rendimento trentennale, salito al livello più elevato dal giugno 2007 (5,2%), il rendimento reale trentennale, ai massimi dal novembre 2008 (3%), e i prezzi delle obbligazioni tecnologiche statunitensi, scesi ai minimi degli ultimi due anni, segnalano che il restringimento delle condizioni finanziarie (FCI) sta sorprendendo i mercati più degli utili (EPS).

Secondo Hartnett, questo paradosso potrà concludersi soltanto quando la Fed aumenterà i tassi per stabilizzare il tratto lungo della curva. Tuttavia, ulteriori rialzi dei tassi rappresentano l'ultimo scenario auspicato dal mercato azionario. Occorrerà quindi monitorare il passaggio dalla combinazione rialzista "rendimenti obbligazionari in aumento, titoli bancari in aumento" a una configurazione nella quale "rendimenti più alti = banche in ribasso". Sempre secondo Hartnett, tale passaggio costituirà il fattore scatenante del tanto atteso deleveraging degli asset rischiosi, in un contesto nel quale il mantenimento di una posizione lunga sul dollaro USA rappresenta la migliore copertura contro una Fed aggressiva.

Proseguendo nell'analisi del ribasso dei titoli tecnologici e dei chip, Hartnett individua nei blue collar semis l'indicatore anticipatore del ciclo industriale. Il gruppo comprende Texas Instruments, Analog Devices, NXP, Microchip, ON, STMicroelectronics, Infineon e Monolithic Power, titoli che risultano complessivamente in calo del 21% rispetto al picco di giugno.

Ancora più preoccupante è il fatto che gli hyperscalers MAGS stiano incontrando difficoltà nel mantenersi al di sopra della media mobile a 200 giorni, collocata a 65 dollari. Questa dinamica mette in discussione il consenso relativo alla prosecuzione del boom, come emerge anche dall'ultima indagine sui gestori di fondi di Bank of America, che Hartnett considera un efficace indicatore contrarian rispetto al consenso prevalente tra i professionisti di Wall Street.

In tale contesto, Hartnett sostiene che la strategia più efficace in vista di un'inversione delle aspettative di boom consista nell'assumere posizioni lunghe su titoli difensivi, dividendi e duration, e posizioni corte su banche, che stanno registrando consistenti afflussi, broker, tecnologia e industriali, settore sul quale gli investitori risultano maggiormente sovrappesati dal luglio 2021.

Oltre a queste operazioni contrarian di breve periodo, lo stratega di BofA individua una delle migliori opportunità di acquisto di lungo termine nei titoli immobiliari di Hong Kong. Questi ultimi vengono negoziati agli stessi prezzi di trent'anni fa e presentano "un ribasso limitato e un probabile forte rialzo nella seconda metà degli anni 2020", configurandosi come una scommessa su un contesto finanziario stabile in Cina, sulla crescita secolare della tecnologia in Cina e in Asia, sull'avvio di un nuovo mercato rialzista nei mercati emergenti e nel settore immobiliare e su una minore attrattività di Dubai e Singapore. In quest'ottica, Hartnett suggerisce di acquistare strutturalmente ogni ribasso determinato da un inasprimento della Fed o da una crisi valutaria della BoJ, ricordando che lo yen giapponese si trova al livello più debole rispetto al dollaro USA dal 1986.

Il mercato obbligazionario teme inoltre, in misura molto maggiore rispetto a quello azionario, rialzi dei tassi privi di forward guidance in stile Warsh, in un contesto nel quale l'inflazione CPI rimane compresa tra il 3% e il 4% e il mercato del lavoro non è stato ancora, o non è stato per il momento, significativamente alterato dall'AI. Parallelamente, gli investitori azionari appaiono finora meno preoccupati e non considerano ancora l'attuale livello dei tassi di interesse come una minaccia per il mercato rialzista degli asset rischiosi, fondato sul principio dell'anything but bonds. Tuttavia, potrebbero essere fortemente sorpresi in senso negativo qualora l'amministrazione Trump, generalmente favorevole ai mercati azionari, tollerasse un rialzo dei tassi finalizzato a "frenare" le azioni e ad attenuare la retorica anti-miliardari in vista delle elezioni di metà mandato.

Resta quindi da stabilire quando si manifesterà lo spillover. Il rischio a fattore singolo nel credito è in aumento e sta progressivamente estendendosi al mercato azionario. Il crescente stress nel credito delle maggiori società tecnologiche si sta trasferendo alle azioni attraverso il canale dell'aumento della correlazione del credito.

Mercato azionario e mercato del credito si trovano pertanto esposti alla formazione di un circuito di retroazione negativo, capace di incidere sui prezzi di entrambi i mercati mentre i premi per il rischio vengono rivalutati al rialzo.

Le spese in conto capitale (Capex) e il loro impatto sulla leva di bilancio continuano a rappresentare un elemento centrale di valutazione. Gli investitori hanno penalizzato le azioni di Meta e premiato quelle di Microsoft dopo che i risultati della scorsa settimana hanno evidenziato un forte deterioramento del flusso di cassa libero di Meta, mentre Microsoft è riuscita a dimostrare che i propri investimenti nell'AI stanno iniziando a produrre risultati economici.

Le correlazioni estremamente basse tra i singoli titoli azionari hanno costituito uno degli elementi distintivi del tema dell'AI. Il predominio di un numero ristretto di società, tra cui Meta e Microsoft, ha ridotto la rilevanza dei movimenti netti degli altri titoli, portandoli a comportarsi in larga misura indipendentemente gli uni dagli altri. Questa configurazione rappresenta tuttavia una vulnerabilità, non un segnale di resilienza. Il ritorno di un rischio riconducibile a un fattore comune determinerebbe un aumento delle correlazioni azionarie e, conseguentemente, una crescita del VIX.

Un simile fattore si sta formando attraverso l'aumento della correlazione dei CDS degli hyperscalers e di alcune delle maggiori società tecnologiche. Fino a circa il 2025, le correlazioni dei CDS e quelle delle azioni riconducibili al medesimo gruppo di società si erano mosse in modo sostanzialmente parallelo. Da allora si è però verificata una significativa divergenza: la correlazione dei CDS è aumentata sensibilmente, mentre quella delle azioni è diminuita.

La spiegazione risiede nella dinamica emersa durante le stagioni degli utili della primavera e dell'estate 2025, quando gli impegni di Capex e di finanziamento incrociato stavano aumentando. In quella fase il mercato ha iniziato a valutare il rischio di credito delle principali società collegate all'AI come un unico tema.

Ciò non significa che il mercato considerasse simile il rischio di insolvenza delle diverse società, ma soltanto che le rispettive probabilità di fallimento tendevano a muoversi in modo analogo. Parallelamente, la correlazione tra le azioni diminuiva, poiché il mercato iniziava a distinguere tra vincitori e perdenti dell'AI. Le società hanno infatti adottato strategie differenti, come nel caso di Apple, che ha scelto di non impegnarsi nella costruzione di una capacità di calcolo di dimensioni comparabili a quella delle controparti hyperscalers.

I prezzi delle azioni incorporavano quindi aspettative differenti in termini di crescita dei ricavi, margini, capacità di calcolo, impegni relativi a data center e chip, piani di ammortamento, etc. Di conseguenza, i titoli tendevano a comportarsi in larga misura indipendentemente gli uni dagli altri.
Questa divergenza nelle correlazioni azionarie sembra tuttavia prossima alla conclusione. La correlazione dei CDS sta nuovamente aumentando, ma questa volta non in presenza di spread di credito complessivamente in restringimento, come avvenuto negli ultimi trimestri del 2025, bensì in un contesto di allargamento.

Si tratta di un regime differente. Le azioni potevano trascurare la qualità del credito e negoziare in modo indipendente fintanto che gli spread di credito rimanevano favorevoli. Non potranno continuare a farlo qualora gli spread mantengano una tendenza all'allargamento. Il mercato azionario non sembra ancora incorporare pienamente il deterioramento dei bilanci che i CDS stanno riflettendo.

Il metodo più diretto per dedurre il rischio di insolvenza di una società a partire dalle sue azioni consiste nell'utilizzare opzioni molto out-of-the-money, eliminare le normali condizioni di volatilità incorporate nel prezzo ed estrarre il rischio di salto verso l'insolvenza, ossia il cambiamento binario che si verifica quando una società passa dalla condizione di impresa in attività a quella di impresa fallita.

In assenza di tale configurazione, è possibile utilizzare la migliore alternativa disponibile,

rappresentata dal modello di rischio di insolvenza di Bloomberg. Tale modello è implicito nei dati azionari, come la capitalizzazione di mercato e la volatilità, oltre che nei fondamentali di bilancio e nelle variabili macroeconomiche, ma non incorpora direttamente i CDS. Dall'analisi emerge che la probabilità di insolvenza, basata in larga misura su input derivati dalle azioni, non è aumentata significativamente nonostante il maggiore allargamento dei CDS.

Quando il mercato azionario inizierà a riflettere correttamente questo rischio a fattore singolo, le correlazioni implicite, oggi estremamente basse, dovrebbero aumentare in misura significativa e riallinearsi alla maggiore correlazione dei CDS già evidente.

È in quella fase che la situazione potrebbe diventare particolarmente rilevante. La bassa correlazione tra le azioni ha infatti agito come una forma di anti-leva, comprimendo la volatilità degli indici a livelli inferiori rispetto a quelli che avrebbero altrimenti riflesso gli ingenti investimenti in conto capitale e le emissioni di debito delle maggiori società tecnologiche.

I mercati risultano quindi esposti alla formazione di un circuito di retroazione negativo. Un VIX più elevato può determinare un ulteriore allargamento degli spread di credito, poiché la volatilità azionaria costituisce normalmente un input dei modelli di determinazione del prezzo del credito attraverso il modello di distanza dall'insolvenza di Merton. Spread di credito più ampi si trasferiscono successivamente all'economia reale e ritornano sui prezzi e sulla volatilità delle azioni, alimentando ripetutamente il medesimo ciclo.

Va inoltre osservato che la maggiore correlazione dei CDS sta già producendo un aumento della volatilità degli indici obbligazionari high yield e investment grade, mentre il VIX rimane relativamente contenuto, pur mostrando un graduale incremento. Le correlazioni tra i settori azionari indicano che il contagio potrebbe, in realtà, essere già in corso. Esse hanno iniziato ad aumentare nell'ultimo mese o nei due mesi più recenti, anche se, per il momento, il fenomeno appare concentrato soprattutto nel settore tecnologico.

I CDS possono presentare problemi di scarsa liquidità, ma il loro andamento sembra essere in larga misura sostenuto dai fondamentali, considerando l'aumento della leva nei bilanci delle società tecnologiche e il deterioramento dei fattori sottostanti del più ampio ciclo del credito.

È stato inoltre discusso se l'allargamento dei CDS degli hyperscalers sia effettivamente giustificato. L'investitore tecnologico Gavin Baker ha pubblicato su X un'analisi approfondita nella quale rileva che i prezzi spot delle GPU sono significativamente superiori ai prezzi contrattuali. Con la progressiva scadenza dei contratti, i ricavi degli hyperscalers dovrebbero pertanto aumentare, assumendo che i prezzi spot rimangano elevati.

Qualora tale dinamica si concretizzasse, potrebbe contribuire nel tempo a rafforzare i bilanci degli hyperscalers e a offrire un certo sollievo ai rispettivi CDS. Il punto essenziale rimane tuttavia invariato: finché le risorse continueranno a essere assorbite da impegni di spesa di dimensioni eccezionali e i rendimenti in entrata resteranno incerti sia nei tempi sia nell'entità, il contesto continuerà a essere caratterizzato da un deterioramento del credito.
Un simile scenario implica l'esistenza di un canale credibile di trasmissione tra rischio di credito e rischio azionario attraverso la correlazione, con una concreta possibilità di spillover da un mercato all'altro.

A questo si aggiunge un ulteriore elemento. Il rendimento di convenienza riflette il fatto che gli investitori accettano rendimenti inferiori sui titoli di Stato in ragione della loro eccezionale liquidità, della loro funzione di garanzie repo di elevata qualità e del contributo che offrono al rispetto dei requisiti normativi. Sotto il profilo concettuale, tale rendimento consente di isolare una componente che normalmente rientrerebbe nel premio a termine:

Rendimento = percorso atteso dei tassi a breve termine + premio a termine − rendimento di convenienza.

La Federal Reserve Bank di St. Louis ha stimato questa misura per Stati Uniti, Regno Unito, Germania e Giappone, rilevando che essa è divenuta negativa in tutti e quattro i Paesi. Il principale fattore determinante è il passaggio dal QE al QT. Con la riduzione dei bilanci delle banche centrali e l'aumento delle emissioni di debito da parte dei governi, i titoli di Stato diventano meno scarsi e il relativo premio di convenienza tende a scomparire **(YIELDS)**.

Il Regno Unito ha registrato uno dei cali più significativi, pari a circa 70 punti base dall'avvio del QT, e presenta attualmente il rendimento di convenienza stimato più basso tra i Paesi del G4.

L'implicazione, nelle parole della Fed, è che la detenzione di titoli di Stato oggi non offre alcun particolare beneficio in termini di liquidità o sicurezza e può, al contrario, comportare un costo, poiché tali strumenti occupano il limitato spazio disponibile nei bilanci. In presenza di disavanzi pubblici in continuo ampliamento e di una crescente competizione per il capitale, i titoli di Stato devono pertanto offrire rendimenti più elevati per attrarre gli investitori.

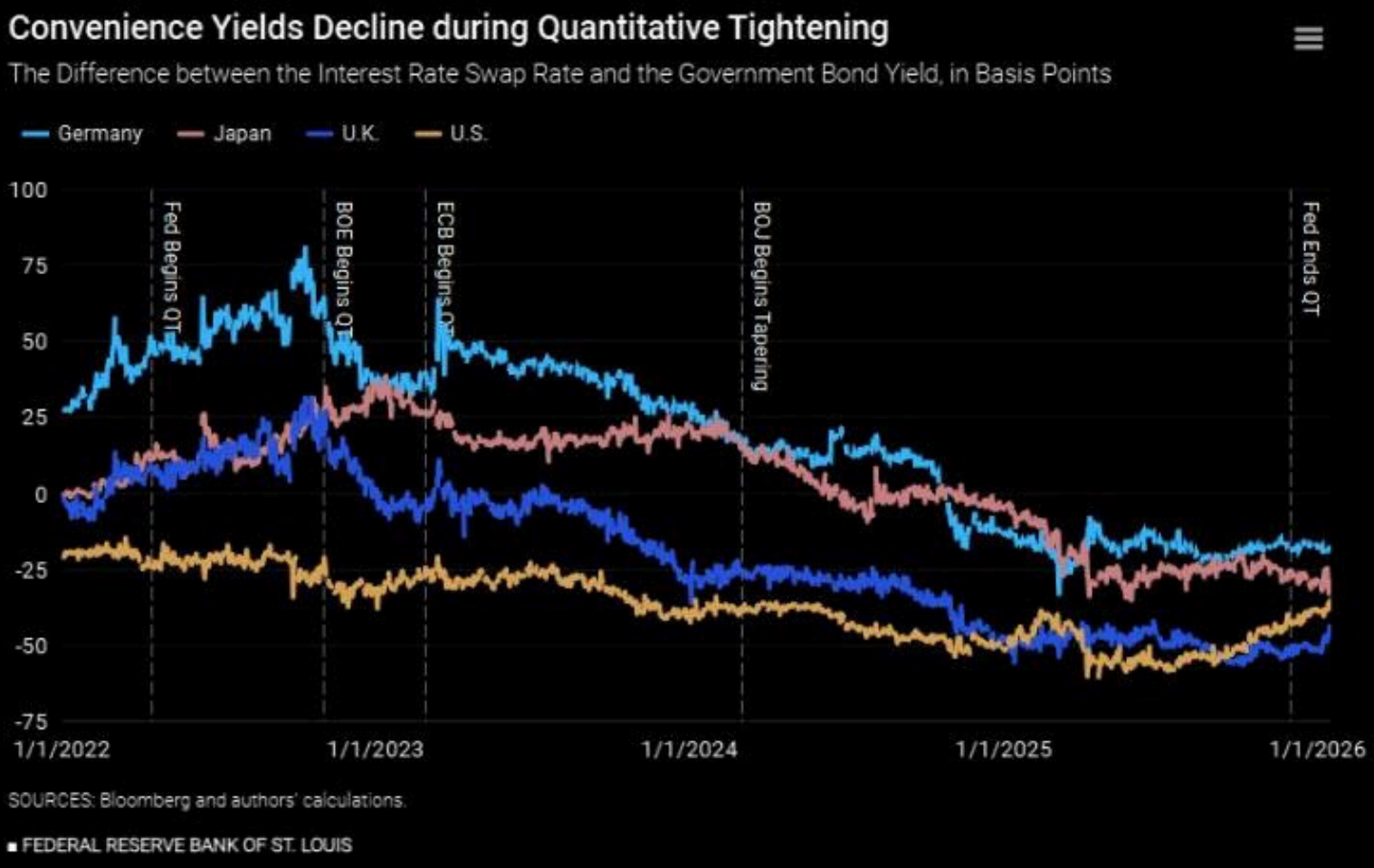


Immagine YELDS - **Fonte** Bloomberg

fixed income

Away
ake

Rischio concentrato nel mercato obbligazionario: l'allargamento degli spread degli hyperscalers, l'aumento dei CDS e le maggiori concessioni sulle nuove emissioni indicano un crescente deterioramento del credito legato all'AI.

Sostenibilità del Capex degli hyperscalers: gli ingenti investimenti in chip, data center e capacità di calcolo sollevano dubbi sulla capacità di generare rendimenti adeguati e di continuare ad attrarre finanziamenti.

Restrizione delle condizioni finanziarie: l'aumento dei rendimenti a lungo termine, dei rendimenti reali e della pressione sulle obbligazioni tecnologiche potrebbe anticipare un deleveraging degli asset rischiosi.

Contagio tra credito e mercato azionario: la crescente correlazione dei CDS potrebbe trasferirsi alle azioni, facendo aumentare correlazioni, volatilità e VIX attraverso un circuito di retroazione negativo.

Strategie e posizionamento di mercato: Hartnett privilegia difensivi, dividendi, duration e dollaro USA, mentre mantiene una view negativa su banche, broker, tecnologia e industriali; nel lungo termine segnala il real estate di Hong Kong.

Effetti del passaggio da QE a QT: la riduzione dei bilanci delle banche centrali e l'aumento delle emissioni pubbliche stanno comprimendo il rendimento di convenienza dei titoli di Stato, imponendo rendimenti più elevati per attrarre investitori.

Asset class: Categoria di strumenti finanziari con caratteristiche simili, come azioni, obbligazioni, liquidità o materie prime.

Blue collar semis: Società produttrici di semiconduttori destinati soprattutto ad applicazioni industriali, automobilistiche ed elettroniche tradizionali, considerate indicatori anticipatori del ciclo economico.

Capex: Spese in conto capitale sostenute da un'impresa per acquistare o sviluppare infrastrutture, impianti, data center, chip e altre attività di lungo periodo.

CDS – Credit Default Swap: Contratto derivato utilizzato per proteggersi dal rischio di insolvenza di un debitore. Un aumento del suo prezzo segnala una maggiore percezione del rischio di credito.

Concessione sulle nuove emissioni: Rendimento aggiuntivo che un emittente deve offrire per rendere appetibile una nuova obbligazione rispetto ai titoli già negoziati sul mercato.

Correlazione: Misura del grado con cui due strumenti finanziari tendono a muoversi nella stessa direzione o in direzioni opposte.

Deleveraging: Riduzione dell'indebitamento o dell'esposizione finanziaria, spesso realizzata vendendo attività rischiose.

Duration: Misura della sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi di interesse. Una duration elevata implica oscillazioni di prezzo più ampie.

FCI – Financial Conditions Index: Indicatore sintetico delle condizioni finanziarie, costruito considerando tassi, rendimenti, spread, prezzi azionari, cambio e disponibilità di credito.

Forward guidance: Comunicazione con cui una banca centrale fornisce indicazioni sulle probabili decisioni future in materia di tassi e politica monetaria.

Hyperscalers: Grandi società tecnologiche che gestiscono infrastrutture cloud, data center e capacità di calcolo su scala globale, come Microsoft, Amazon, Google e Meta.

Impulso creditizio: Variazione del nuovo credito erogato all'economia rispetto al periodo precedente, utilizzata per valutare il sostegno finanziario alla crescita.

Investment grade: Obbligazioni emesse da soggetti con elevata qualità creditizia e rischio di insolvenza relativamente contenuto.

Leva di bilancio: Ricorso al debito per finanziare attività e investimenti. Un aumento della leva accresce sia il potenziale rendimento sia il rischio finanziario.

Modello di distanza dall'insolvenza di Merton: Modello che stima il rischio di fallimento di un'impresa confrontando il valore delle sue attività con quello dei debiti, tenendo conto della volatilità.

Opzioni out-of-the-money: Opzioni il cui prezzo di esercizio è distante dal valore corrente del sottostante e che, al momento, non avrebbero convenienza economica a essere esercitate.

Premio a termine: Rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per detenere un'obbligazione a lunga scadenza anziché rinnovare nel tempo investimenti a breve termine.

QE – Quantitative Easing: Politica monetaria con cui una banca centrale acquista titoli per immettere liquidità nel sistema e ridurre i rendimenti.

QT – Quantitative Tightening: Processo opposto al QE, attraverso il quale una banca centrale riduce il proprio bilancio e la liquidità presente nel sistema.

Rendimento di convenienza: Beneficio implicito derivante dal possesso di titoli particolarmente liquidi, sicuri e utilizzabili come garanzia, che può indurre gli investitori ad accettare rendimenti inferiori.

Rischio a fattore singolo: Rischio comune capace di influenzare simultaneamente numerosi titoli o settori, aumentandone la correlazione.

ROI – Return on Investment: Indicatore che misura il rendimento generato da un investimento rispetto al capitale impiegato.

Spread di credito: Differenza tra il rendimento di un'obbligazione societaria e quello di un titolo di Stato considerato privo di rischio con scadenza analoga.

Spillover: Trasmissione di tensioni o perdite da un mercato, settore o Paese a un altro.

VIX: Indice che misura la volatilità attesa del mercato azionario statunitense attraverso i prezzi delle opzioni sull'S&P 500. È spesso definito "indice della paura".

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

abstract



In sintesi

Hong Kong sta costruendo, insieme alla Shanghai Gold Exchange, un'infrastruttura integrata per compensazione, regolamento, stoccaggio e consegna fisica dell'oro, con l'obiettivo di superare 2.000 tonnellate di capacità entro tre anni. Parallelamente, ICBC e altre grandi banche cinesi hanno limitato l'accesso retail a contratti su metalli preziosi, soprattutto quelli a leva, innalzando i requisiti di garanzia fino al 120-140%. Non si tratta né di un divieto di possedere oro né di un ritorno al gold standard: lo yuan non è convertibile in oro e Pechino non ha vincolato l'emissione monetaria alle riserve auree. La strategia sembra piuttosto mirare a rafforzare il ruolo dell'oro fisico nel sistema finanziario cinese, riducendo la speculazione retail e la dipendenza da infrastrutture esterne.

Cosa aspettarsi dal mercato?

L'effetto sul prezzo globale dell'oro non dipenderà da una singola scadenza, ma dall'effettivo utilizzo delle nuove infrastrutture. Saranno decisivi i volumi transitati attraverso Delivery Connect, l'aumento dello stoccaggio allocato a Hong Kong, il ricorso alla consegna fisica e la partecipazione di banche internazionali, Banche centrali e grandi operatori asiatici. Una minore leva può ridurre liquidazioni forzate ed eccessi speculativi, ma anche comprimere la liquidità e accentuare la volatilità su volumi ridotti. Se la domanda fisica cinese e asiatica acquisisse un ruolo più diretto nella formazione dei prezzi, Shanghai e Hong Kong potrebbero gradualmente aumentare la propria influenza rispetto a Londra e New York. Il punto centrale resta la distinzione tra oro fisico e diritto contrattuale sull'oro: solo l'uso concreto dell'infrastruttura ne determinerà la rilevanza strutturale.

Il 7 luglio Hong Kong ha avviato le operazioni sperimentali di un nuovo sistema centrale di compensazione e regolamento per l'oro. Sebbene i concetti di compensazione e regolamento possano apparire particolarmente tecnici, il funzionamento del sistema è relativamente semplice: esso è progettato per consentire alle istituzioni di completare le transazioni sull'oro in modo più efficiente, abbinando acquirenti e venditori, trasferendo i pagamenti e certificando la titolarità delle posizioni.

Hong Kong ha inoltre avviato la prima fase di un nuovo programma denominato Delivery Connect, sviluppato in collaborazione con la Shanghai Gold Exchange. L'obiettivo è agevolare il regolamento delle transazioni transfrontaliere sull'oro e il trasferimento del metallo fisico tra i due mercati. Parallelamente, Hong Kong intende ampliare la propria capacità di stoccaggio dell'oro fino a superare le 2.000 tonnellate metriche entro tre anni, un livello pari a circa dieci volte la capacità attualmente dichiarata. Proprio il termine "dichiarata", quando si analizzano i dati provenienti dalla Cina, assume particolare rilevanza.

Le autorità descrivono il progetto come la costruzione di un ecosistema integrato dell'oro, comprendente negoziazione, compensazione, stoccaggio, consegna, assicurazione e logistica. Detenere consistenti quantità di oro rappresenta infatti soltanto una componente del sistema. È altrettanto necessario predisporre le infrastrutture, i depositi, i sistemi di pesatura, le misure di sicurezza e le reti di pagamento indispensabili per consentire il trasferimento e l'utilizzo del metallo.

La Cina ha già accumulato quantità significative di oro fisico e sta ora sviluppando una parte più ampia delle infrastrutture necessarie per renderlo utilizzabile tra istituzioni e oltre i confini nazionali. Questo NON rende lo yuan una valuta garantita dall'oro. Potrebbe tuttavia rendere l'oro più semplice da detenere, negoziare e consegnare all'interno di un sistema finanziario maggiormente incentrato sulla Cina e sullo yuan.

Il secondo sviluppo è quello che ha alimentato la narrativa relativa al reset cinese del 24 luglio. La Industrial and Commercial Bank of China (meglio nota come ICBC) ha annunciato che avrebbe cessato di operare come intermediario per i clienti retail impegnati nella negoziazione di contratti su metalli preziosi attraverso la Shanghai Gold Exchange, a partire dal regolamento di fine giornata di venerdì 24 luglio.

L'avviso dell'ICBC riguardava diverse tipologie di contratti. Alcuni rappresentavano prodotti spot sull'oro idonei alla consegna fisica; altri erano contratti a consegna differita che consentivano ai clienti di utilizzare la leva finanziaria, controllando una posizione sull'oro di valore superiore rispetto al capitale effettivamente impiegato.

L'ICBC ha consigliato ai clienti con posizioni esistenti di vendere, chiudere le proprie operazioni oppure predisporre la consegna fisica prima dell'interruzione del servizio. Anche altre grandi banche cinesi hanno annunciato la cessazione dell'operatività relativa alla negoziazione individuale sulla Shanghai Gold Exchange, sebbene non tutte abbiano adottato la stessa scadenza.

Ad esempio, la China Construction Bank ha annunciato un'analoga chiusura il 24 luglio e ha avvertito che le giacenze o le posizioni ancora esistenti avrebbero potuto essere successivamente vendute o chiuse forzatamente, dopo aver aumentato i requisiti di garanzia sui contratti relativi ai metalli preziosi fino al 120%.

La motivazione ufficialmente indicata dalle banche è stata la gestione del rischio. Alla luce dell'eccezionale volatilità registrata dall'oro nel corso dell'anno, tale spiegazione appare coerente. Le banche hanno reagito irrigidendo i requisiti di negoziazione, con livelli di garanzia che, secondo quanto riportato nei prospetti e nei comunicati ufficiali, hanno raggiunto anche il 140%.

Ciò significa che un cliente era tenuto a depositare una garanzia superiore al valore della posizione stessa. Nello stesso periodo, il COMEX del CME Group richiedeva invece un margine del 40% per i futures sull'oro.

In tali condizioni, il vantaggio economico e operativo derivante dall'offerta del servizio è presumibilmente diventato difficile da giustificare per le banche. Non si è tuttavia trattato di un divieto nazionale relativo al possesso dell'oro. I cittadini cinesi possono ancora detenere oro fisico, acquistare lingotti e monete e utilizzare altri prodotti sull'oro privi di leva finanziaria.

La Cina non ha inoltre chiuso la Shanghai Gold Exchange, né ha impedito l'accesso ai depositi di oro. Le principali banche del Paese stanno semplicemente interrompendo una parte dei servizi di negoziazione speculativa collegati all'infrastruttura fisica dell'oro.

Non si tratta, pertanto, di un reset monetario. La Cina non ha ripristinato il gold standard.
In un tradizionale gold standard, una nazione definisce il valore della propria valuta in relazione a una quantità specifica di oro e garantisce la convertibilità tra valuta e metallo. La Cina non ha assunto alcun impegno di questo tipo.

Lo yuan non è convertibile in una quantità fissa di oro. Pechino non ha annunciato che ogni yuan sarà garantito da riserve auree, né ha limitato la propria capacità di creare nuova valuta sulla base della quantità di oro detenuta nei propri caveau.

La Cina non ha nemmeno vietato la negoziazione di futures o derivati. Hong Kong, al contrario, sta adottando iniziative che ampliano questo tipo di operatività. Nell'ambito del progetto volto a rafforzare il proprio ruolo come centro internazionale per la negoziazione dell'oro, Hong Kong ha rilanciato futures sull'oro denominati sia in dollari statunitensi sia in yuan offshore, prevedendo servizi di consegna fisica attraverso le istituzioni partecipanti.

L'obiettivo di questi cambiamenti NON è certamente quello di rendere lo yuan convertibile in oro. Pechino potrebbe piuttosto voler attribuire all'oro un ruolo strategico più rilevante, evitando al tempo stesso di incoraggiare le famiglie a effettuare operazioni speculative di breve termine caratterizzate da un'elevata leva finanziaria. Vedasi le vedette anti-suicidi su ponti e cavalcavia di Seul.

La Cina occupa, tuttavia, una posizione unica nel mercato dell'oro. È il maggiore produttore mondiale e ha rappresentato, negli ultimi anni, circa il 10% della produzione mineraria globale. È anche il maggiore consumatore, circostanza che implica che il Paese utilizzi più oro di quanto ne produca e debba quindi importarne quantità significative per soddisfare la domanda interna.

Anche la composizione della domanda cinese di oro sta cambiando. Nel 2025 gli acquisti di lingotti e monete sono aumentati di oltre il 35%, raggiungendo circa 504 tonnellate metriche. Per la prima volta, la domanda cinese di lingotti e monete da investimento ha superato quella relativa ai gioielli in oro, mentre la produzione mineraria nazionale ha raggiunto circa 381 tonnellate metriche.

A ciò si aggiunge l'attività della Banca centrale cinese, che ha confermato di aver acquistato circa 15 tonnellate metriche di oro nel mese di giugno, registrando il maggiore incremento mensile dall'ottobre 2023. L'operazione ha esteso a 20 mesi consecutivi la serie dichiarata di acquisti e ha portato le riserve ufficiali a circa 2.346 tonnellate metriche. Dichiarata.

Considerando congiuntamente questi elementi, emerge un quadro coerente. La Cina produce quantità rilevanti di oro. Le famiglie e le istituzioni cinesi acquistano oro. Il Paese importa ulteriore metallo. La PBoC continua ad accumularlo. Hong Kong sta ampliando la propria capacità di stoccaggio. Parallelamente, vengono sviluppati nuovi sistemi per compensare, regolare e consegnare oro oltre i confini.

Questo NON costituisce un gold standard, ma non è neppure privo di significato. Una futura crisi equity potrebbe renderne più evidenti le caratteristiche strutturali.

La Cina sta sviluppando un ecosistema finanziario nel quale l'oro fisico può essere conservato, negoziato e utilizzato con maggiore facilità, riducendo contemporaneamente la dipendenza da istituzioni e sistemi di pagamento esterni al proprio controllo.

Le Banche centrali considerano sempre più l'oro fisico una riserva strategica fondamentale in un contesto caratterizzato dall'aumento del debito pubblico, dalle tensioni geopolitiche e dall'incertezza valutaria. Le recenti iniziative della Cina si inseriscono in questo quadro più ampio.

La Cina potrebbe rimodellare il processo di formazione del prezzo globale dell'oro?

Su questo punto è necessario mantenere particolare prudenza. L'oro non dispone di un unico mercato, né di un singolo meccanismo responsabile della determinazione del prezzo.
Il prezzo globale dell'oro deriva da una rete complessa composta da lingotti fisici, transazioni spot all'ingrosso, contratti futures, movimenti valutari, attività delle Banche centrali e acquisti effettuati da famiglie e istituzioni in tutto il mondo.

Londra e New York mantengono un'influenza molto significativa, mentre Shanghai ha progressivamente acquisito maggiore importanza. I prezzi vengono allineati tra i diversi mercati attraverso l'arbitraggio, ossia mediante l'intervento degli operatori quando l'oro risulta significativamente meno costoso in un mercato rispetto a un altro.

Secondo un'argomentazione diffusa, la negoziazione dei futures contribuirebbe a generare un prezzo artificiale dell'oro, poiché il numero dei contratti scambiati è molto superiore alla quantità di lingotti fisici che vengono effettivamente trasferiti. Questa interpretazione presenta un fondamento reale e non trascurabile.

La leva finanziaria consente infatti agli operatori di controllare posizioni di notevole valore senza corrisponderne immediatamente l'intero importo. Durante le fasi di estrema volatilità, le richieste di margine e le liquidazioni forzate possono amplificare le oscillazioni dei prezzi.

La recente volatilità dei metalli ha offerto numerosi esempi di attività speculative che hanno accelerato sia i movimenti al rialzo sia quelli al ribasso.

Sarebbe tuttavia altrettanto errato concludere che tutta la negoziazione di futures sia fittizia oppure che la sua eliminazione consentirebbe automaticamente di individuare il vero prezzo dell'oro.
I futures forniscono anche liquidità e contribuiscono, paradossalmente, alla price discovery da parte di acquirenti e venditori. Le ricerche sul mercato cinese dell'oro hanno rilevato che la negoziazione dei futures ha storicamente svolto un ruolo significativo nella formazione dei prezzi.

Anche il World Gold Council osserva che i futures concentrano l'attività di negoziazione, aggiungono liquidità e partecipano al processo attraverso il quale le nuove informazioni vengono incorporate nei prezzi.

Una minore leva finanziaria può ridurre le vendite forzate e gli eccessi speculativi. La Banca dei Regolamenti Internazionali sostiene infatti che la leva e le liquidazioni attivate dalle richieste di margine abbiano amplificato l'improvvisa inversione del prezzo dell'oro registrata a gennaio.

Una minore leva può però anche comportare una riduzione del numero di acquirenti e venditori, volumi di scambio inferiori e una maggiore volatilità in presenza di liquidità più limitata. In queste condizioni, i mercati possono risultare più facilmente manipolabili, ad esempio attraverso operazioni di spoofing programmate.

La cessazione di alcuni servizi bancari in Cina non determinerà quindi automaticamente un prezzo dell'oro più trasparente. Tali interventi riguardano soltanto alcuni canali di negoziazione retail, mentre Hong Kong sta contemporaneamente ampliando altre forme di negoziazione tramite futures.

Lo sviluppo potenzialmente più rilevante riguarda la crescita dell'infrastruttura fisica.

Qualora una quantità maggiore di oro venisse immagazzinata a Hong Kong; qualora un numero crescente di operazioni si concludesse mediante consegna fisica; qualora Delivery Connect riuscisse ad attirare un'attività transfrontaliera significativa; e qualora le istituzioni asiatiche utilizzassero

sempre più questi sistemi, anziché limitarsi a fare riferimento ai prezzi determinati in altri mercati, la domanda fisica proveniente dalla Cina e dal resto dell'Asia potrebbe esercitare un'influenza più diretta sul prezzo globale dell'oro.

Le condizioni da verificare sono numerose, ma la conclusione è univoca: un eventuale cambiamento non avverrebbe in corrispondenza di una singola scadenza. Si svilupperebbe gradualmente, transazione dopo transazione e mediante il progressivo trasferimento di oro fisico. Ma potrebbe effettivamente verificarsi.

Cosa osservare realmente

Il modo più efficace per valutare le ambizioni della Cina nel mercato dell'oro non consiste nel seguire le previsioni diffuse sui social media, né nel concentrare l'attenzione sul prezzo dell'oro registrato la mattina successiva al 24 luglio.

Occorre invece verificare se la capacità di stoccaggio di Hong Kong inizierà effettivamente ad avvicinarsi all'obiettivo delle 2.000 tonnellate. Sarà necessario osservare la quantità di oro che transiterà attraverso il nuovo sistema di compensazione, nonché l'effettivo utilizzo di Delivery Connect da parte delle banche internazionali, delle Banche centrali e dei grandi acquirenti commerciali.

Bisognerà inoltre valutare se i nuovi contratti sull'oro di Hong Kong riusciranno ad attirare volumi di negoziazione sufficienti per acquisire rilevanza e se una quota crescente di oro verrà trasferita verso forme di stoccaggio allocato e regolamento fisico, anziché rimanere esclusivamente oggetto di una promessa contrattuale.

Questi dati consentiranno di comprendere se la Cina abbia creato un autentico centro alternativo per l'oro oppure soltanto un ulteriore progetto finanziario ambizioso, ma incapace di attirare un utilizzo sufficiente.

L'infrastruttura è importante, ma deve essere concretamente utilizzata. La sola realizzazione di infrastrutture, in assenza di volumi e operatività, non è sufficiente a modificare i flussi commerciali.
Solo l'oro fisico è effettivamente oro. Un diritto finanziario collegato all'oro NON rappresenta la stessa cosa.

Un contratto futures è un accordo disciplinato da regole, date di scadenza, requisiti di garanzia e rapporti con specifiche controparti. La Borsa può modificarne le condizioni. Una banca può aumentare i requisiti di margine. Un'istituzione finanziaria può decidere di non offrire più un determinato prodotto.

Questo NON significa che ogni contratto sia fraudolento o inutile. Tali strumenti svolgono legittime funzioni commerciali, oltre che speculative. Significa semplicemente che il contratto non coincide con l'oro fisico.

I clienti dell'ICBC hanno sperimentato direttamente questa distinzione. Il loro accesso alla Shanghai Gold Exchange attraverso la banca è rimasto disponibile soltanto fino a quando l'istituto ha deciso di offrire il servizio. Quando la banca ha modificato la propria politica, i clienti hanno dovuto vendere, chiudere le posizioni o richiedere la consegna fisica.

Le regole che disciplinano una promessa contrattuale possono cambiare. Un'oncia di oro fisico rimane invece un'oncia di oro fisico.
Ciò non significa che il prezzo dell'oro fisico non possa diminuire. L'oro ha subito un forte calo nel corso dell'anno e chiunque sostenga che il suo prezzo possa muoversi in una sola direzione ignora l'evidenza storica.

Allo stesso modo, chi prevede un aumento eccezionale del prezzo sulla base di una singola scadenza, come quella del 24 luglio, propone una certezza che non esiste.

La Cina non sta quindi per ridefinire il prezzo dell'oro a partire dal 24 luglio scorso. Ciò che sta realmente facendo è riportare l'attenzione sulla natura sostanziale dell'oro e sulle ragioni per le quali il possesso del metallo fisico continua ad avere un'importanza strategica.

commodities

Away
ake

Nuova infrastruttura dell'oro a Hong Kong: avvio di un sistema centrale di compensazione e regolamento, sviluppo di Delivery Connect con la Shanghai Gold Exchange e obiettivo di ampliare la capacità di stoccaggio oltre 2.000 tonnellate metriche.

Nessun ritorno al gold standard: lo yuan non è convertibile in una quantità fissa di oro, le riserve auree non garantiscono ogni unità di valuta e Pechino non ha vincolato la creazione monetaria all'oro detenuto.

Riduzione dell'operatività retail a leva: ICBC e altre grandi banche cinesi hanno cessato alcuni servizi di intermediazione sui metalli preziosi, imponendo la chiusura, la vendita o la consegna fisica delle posizioni esistenti.

Rafforzamento strategico dell'oro fisico: produzione, importazioni, acquisti delle famiglie, accumulo della PBoC e sviluppo delle infrastrutture indicano la volontà di rendere l'oro più facilmente conservabile, negoziabile e consegnabile nel sistema finanziario cinese.

Gestione del rischio e requisiti di garanzia: l'elevata volatilità dell'oro ha portato le banche cinesi ad aumentare i requisiti di margine fino al 120-140%, rendendo meno conveniente l'offerta di prodotti speculativi a leva.

Possibile evoluzione della formazione dei prezzi: se Hong Kong e Shanghai attireranno volumi rilevanti, consegne fisiche e operatori istituzionali, la domanda asiatica potrebbe esercitare gradualmente un'influenza più diretta sul prezzo globale dell'oro.

Arbitraggio: strategia con cui gli operatori acquistano un'attività su un mercato dove costa meno e la vendono su un altro dove costa di più, contribuendo ad allinearne i prezzi.

Compensazione: fase successiva alla conclusione di una transazione in cui vengono verificati gli obblighi di acquirente e venditore e calcolati gli importi da trasferire.

Consegna differita: contratto che prevede il regolamento o la consegna dell'attività in una data futura anziché immediatamente.

Delivery Connect: programma sviluppato tra Hong Kong e la Shanghai Gold Exchange per facilitare il regolamento transfrontaliero e il trasferimento fisico dell'oro tra i due mercati.

Futures: contratti standardizzati con cui le parti si impegnano ad acquistare o vendere un'attività a una data futura e a un prezzo prestabilito.

Gold standard: sistema monetario in cui il valore della valuta è legato a una quantità definita di oro ed è prevista la convertibilità tra moneta e metallo.

Leva finanziaria: utilizzo di un capitale limitato per controllare una posizione di valore superiore, amplificando sia i possibili guadagni sia le perdite.

Liquidazione forzata: chiusura automatica o imposta di una posizione quando l'investitore non dispone più delle garanzie necessarie per mantenerla.

Margine: somma depositata come garanzia per aprire o mantenere una posizione su futures o altri strumenti derivati.

Oro allocato: oro fisico custodito separatamente e identificato in modo specifico come proprietà del singolo cliente.

Price discovery: processo attraverso il quale domanda, offerta e nuove informazioni contribuiscono alla formazione del prezzo di mercato.

Regolamento: fase finale di una transazione in cui avvengono il pagamento e il trasferimento effettivo della proprietà dell'attività.

S**poofing:** pratica manipolativa che consiste nell'inserire ordini senza reale intenzione di eseguirli, allo scopo di influenzare artificialmente i prezzi.

Spot: transazione conclusa ai prezzi correnti di mercato con regolamento generalmente immediato o in tempi molto brevi.

Stoccaggio allocato: custodia in cui lingotti o quantità specifiche di oro sono attribuiti direttamente a un proprietario, anziché essere inclusi in una massa indistinta.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

abstract



In sintesi

La BOJ avrebbe impiegato fino a 140 miliardi di dollari per sostenere lo yen, mentre il Tesoro USA, attraverso la FED di New York, avrebbe prima effettuato dei rate checks e poi acquistato direttamente valuta giapponese, vendendo euro: il primo intervento statunitense di questo tipo in 30 anni. L'azione congiunta ha riportato il cambio da quasi 164 a meno di 160 yen per dollaro, consentendo alla Bank of Japan di lasciare invariati i tassi. Secondo questa lettura, Washington avrebbe agito per evitare che Tokyo, principale detentore estero di Treasury, fosse costretta a vendere titoli statunitensi o ad aumentare i tassi, mettendo a rischio il carry trade, gli hedge funds esposti contro lo yen e la stabilità dei mercati azionari. L'intervento segnerebbe quindi un nuovo livello di coordinamento monetario tra Stati Uniti e Giappone.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il rischio di nuovi interventi valutari resta elevato, soprattutto qualora lo yen dovesse tornare rapidamente verso quota 164. Il coordinamento tra Tesoro USA, FED di New York e autorità giapponesi suggerisce che Washington intenda impedire un rialzo dei tassi nipponici capace di provocare la chiusura disordinata delle operazioni di carry trade. Un simile scenario potrebbe determinare vendite di Treasury, aumento dei rendimenti statunitensi e pressioni sulle equities, in particolare sui titoli AI, sostenuti anche dalla liquidità generata dal differenziale dei tassi. La vendita di euro introduce inoltre una nuova variabile per il mercato valutario europeo. Più in generale, il rate-setting appare sempre più subordinato alla tutela della stabilità finanziaria e delle principali posizioni speculative, riducendo il ruolo tradizionalmente attribuito a inflazione e data-dependency.

Sebbene la BOJ eviti, comprensibilmente, di riconoscere di aver impiegato la cifra record di 140 miliardi di dollari – considerando tutti i mercati, di cui 90 miliardi sugli EBS – per sostenere temporaneamente lo yen giapponese in vista dell'ennesima mancata decisione sui tassi di interesse, altri soggetti appaiono meno reticenti nel descrivere quanto avvenuto lungo l'asse Tokyo-Washington.

Secondo quanto riportato da Reuters, in modalità analoga all'ultimo intervento fallito del Giappone e sulla base di una fonte a conoscenza della questione, il Tesoro degli Stati Uniti avrebbe informato diverse banche della possibilità di un intervento sul mercato dello yen giapponese già nella giornata di venerdì, invitandole inoltre a prepararsi a eventuali azioni future.

L'avviso alle banche, trasmesso tramite la Federal Reserve Bank di New York, è giunto il giorno successivo all'intervento delle autorità giapponesi a sostegno dello yen, contribuendo a preparare la valuta al maggiore rialzo settimanale da febbraio e ad allontanarla dai minimi degli ultimi quattro decenni rispetto al dollaro.

La notizia di un potenziale intervento del Tesoro statunitense ha contribuito a rafforzare lo yen rispetto al dollaro nella giornata di venerdì. L'ultima quotazione disponibile era pari a 159,22 yen per dollaro, dopo che giovedì il cambio aveva raggiunto quota 163,65. Come evidenziato nel grafico, nelle 48 ore comprese tra giovedì e venerdì scorsi si sarebbero verificati almeno cinque distinti tentativi di intervento da parte della BOJ e/o del Tesoro statunitense per sostenere lo yen **(YEN2)**.

Le modalità dell'eventuale intervento del Tesoro non sono risultate immediatamente chiare, sebbene il fatto che la Federal Reserve mantenga dal 2013 una linea di swap di liquidità in dollari con la Bank of Japan e con altre quattro principali Banche centrali sembrasse fornire un'indicazione significativa. Inoltre, secondo alcuni calcoli, alla Banca centrale giapponese mancherebbero circa 100 punti base di rialzi dei tassi per arrestare il persistente deprezzamento dello yen. Tali calcoli sono stati elaborati da Goldman Sachs **(YEN1)**.

A Tokyo, venerdì, il principale diplomatico giapponese per le questioni valutarie, Atsushi Mimura, ha rifiutato di commentare direttamente l'intervento, lasciando tuttavia intendere un coinvolgimento degli Stati Uniti nell'azione finalizzata ad arginare il calo dello yen. Tra gli strumenti menzionati figurano i cosiddetti rate checks, ossia richieste rivolte ai dealers affinché forniscano quotazioni indicative sul cambio dollaro/yen, generalmente considerate un possibile precursore degli interventi. Mimura ha inoltre precisato che il sostegno statunitense andrebbe oltre la sola componente psicologica.

Il rapporto di Reuters relativo all'avviso del Tesoro alle banche su un possibile intervento si inserisce nella convinzione, ormai diffusa tra gli operatori, che la Fed di New York abbia effettuato alcuni rate checks. Ciò avrebbe accresciuto il nervosismo degli operatori di mercato rispetto alla possibilità di ulteriori interventi, secondo quanto dichiarato da Lee Hardman, stratega valutario di MUFG a Londra. Hardman ha inoltre sottolineato come tale richiamo contribuisca certamente a rafforzare la percezione che il rischio di intervento sia concretamente presente.

Tuttavia, gli sviluppi successivi sarebbero andati ben oltre questa ipotesi. Secondo quanto riportato sabato dal Financial Times, senza smentite né da parte statunitense né da parte giapponese, il Tesoro USA avrebbe venduto euro per acquistare yen, operando attraverso la FED di New York, ossia il braccio operativo sia delle facilities sia delle swap lines. Si tratterebbe non soltanto del primo acquisto diretto di yen da parte statunitense negli ultimi 30 anni, ma anche di una manovra particolarmente inusuale per la scelta di vendere la valuta comune europea al fine di sostenere quella giapponese. Scott Bessent avrebbe quindi superato una soglia fino a quel momento mai oltrepassata, imprimendo alla politica valutaria statunitense un orientamento più diretto e strutturale.

La manovra avrebbe avuto una duplice finalità.

La prima sarebbe consistita nel difendere gli interessi statunitensi strettamente connessi alla valuta giapponese.

Un deprezzamento incontrollato dello yen costringe infatti il Giappone, principale detentore estero di titoli del Tesoro statunitense, a vendere parte di tali titoli per finanziare gli interventi a difesa della valuta oppure, in via subordinata ed extrema ratio, ad aumentare i tassi di interesse.

Entrambe le opzioni rischierebbero di compromettere il carry trade e, conseguentemente, di colpire gli hedge funds che hanno accumulato scommesse per 9,5 miliardi di dollari contro lo yen. Quando i due maggiori operatori monetari e finanziari del pianeta agiscono congiuntamente e la valuta reagisce inizialmente in misura limitata, come accaduto venerdì, il passaggio successivo può consistere in uno smantellamento disordinato delle posizioni, con conseguente aumento dei rendimenti statunitensi e pressione sui mercati azionari.

La seconda finalità sarebbe quindi quella di tutelare la bolla AI di Wall Street, che necessita a sua volta dell'impulso creditizio strutturale garantito dal carry trade. Assume però particolare rilievo la vendita di euro nell'ambito di questa triangolazione, che confermerebbe come il Giappone sia ormai fortemente vincolato, sul piano monetario, agli Stati Uniti.

Immediatamente prima dell'intervento, il Segretario al Tesoro degli Stati Uniti, Scott Bessent, aveva infatti scritto in un post su X che il Tesoro mantiene un rapporto solido e uno stretto coordinamento con le autorità giapponesi. Aveva inoltre dichiarato di attendere con interesse l'incontro con il governatore della Bank of Japan, Kazuo Ueda, in occasione della riunione dei ministri delle Finanze e dei governatori delle Banche centrali del G20, ospitata dagli Stati Uniti ad Asheville, North Carolina, alla fine di agosto.

Bessent aveva inoltre affermato che l'economia giapponese continua a registrare buoni risultati sotto la guida del Primo Ministro Takaichi, del Governatore Ueda e del Consiglio della Bank of Japan, la quale avrebbe dimostrato un forte impegno per la stabilità monetaria e finanziaria del Paese.

Soltanto il giorno precedente, giovedì, Bessent aveva dichiarato a Fox Business Network che lo yen

gli appariva fortemente sottovalutato e che il Primo Ministro giapponese Sanae Takaichi stava attuando politiche solide, destinate a sostenere i fondamentali economici del Giappone. Secondo Bessent, un'eccessiva volatilità dello yen non sarebbe salutare, poiché la valuta si sarebbe allontanata significativamente da quello che potrebbe essere considerato un prezzo di equilibrio.

Tali dichiarazioni evidenziano la capacità ormai acquisita dal Tesoro statunitense di intervenire apertamente sulle leve di un sistema che, secondo questa lettura, non sarebbe più in grado di garantire neppure un livello minimo di price discovery, al punto da consentire l'ammissione esplicita di operazioni di manipolazione valutaria.

In definitiva, questo è quanto sarebbe accaduto.

Sul piano formale, gli eventi si sono sviluppati secondo le attese. La Bank of Japan ha mantenuto invariati i tassi, evitando il ripetersi di scenari analoghi a quelli del 5 agosto 2024 per il carry trade. Tuttavia, la portata degli sviluppi sarebbe molto più rilevante.

Tra il pomeriggio di giovedì e l'alba europea di venerdì scorso, il mercato avrebbe infatti preso atto di una novità assoluta: il superamento della soglia implicita che, fino a quel momento, aveva limitato l'intervento congiunto delle autorità monetarie e fiscali.

Ciò segnerebbe la fine della politica fondata sulla data-dependency e la nascita di un sistema di rate-setting calibrato sulle esigenze della bolla finanziaria dominante. Attualmente, quella legata all'AI. In tale prospettiva, inflazione e tensioni nello Stretto di Hormuz assumerebbero un ruolo secondario.

La forte accelerazione al rialzo del KOSPI nella giornata di venerdì, successiva alle ingenti perdite subite dalla clientela retail nel corso dell'ultimo mese, rappresenterebbe una conferma di questa interpretazione. Prima ancora che i membri del board della Bank of Japan si riunissero, le decisioni fondamentali sarebbero infatti già state assunte.

La swap line che collega Washington e Tokyo non avrebbe operato soltanto per rispondere alle esigenze di Wall Street o per evitare un collasso a Tokyo. Avrebbe piuttosto definito un nuovo regime operativo.

L'intervento congiunto avrebbe visto le autorità giapponesi acquistare massicciamente yen e vendere dollari, mentre la FED avrebbe dapprima effettuato un rate check presso i Primary Dealers e, successivamente, realizzato un intervento diretto di acquisto. Il primo degli ultimi 30 anni, finanziato attraverso la vendita di euro.

La sola funzione di deterrenza non sarebbe risultata sufficiente. Di conseguenza, le autorità sarebbero passate all'azione.
Il cambio, che aveva sfiorato quota 164, è così sceso al di sotto di 160 prima ancora che Ueda e gli altri membri del board iniziassero formalmente la riunione. Washington avrebbe dovuto evitare a ogni costo un rialzo ufficiale dei tassi giapponesi, poiché i sistemi algoritmici reagiscono in modo automatico e prevedibile a tali decisioni.

Si sarebbe quindi scelto di operare attraverso strumenti alternativi. In questo quadro, il rate-setting diventerebbe ormai una variabile monetaria funzionale al buy the rumors legato alle trimestrali delle società AI.

La conferma di questa interpretazione risiederebbe proprio nelle parole di Scott Bessent, Segretario al Tesoro USA e regista non dichiarato di questa politica di delicato bilanciamento, finalizzata a prevenire una crisi sistemica.

Dopo aver avvisato le banche della possibilità di un intervento, una volta esaurito in tempi molto rapidi l'effetto temporaneo dell'ennesimo impiego delle riserve giapponesi, il Tesoro sarebbe intervenuto direttamente sul mercato.

L'obiettivo finale sarebbe stato preservare il sistema globale fondato sul carry trade, rafforzando progressivamente la deterrenza e creando le premesse per un possibile commissariamento monetario del Giappone attraverso la swap line.

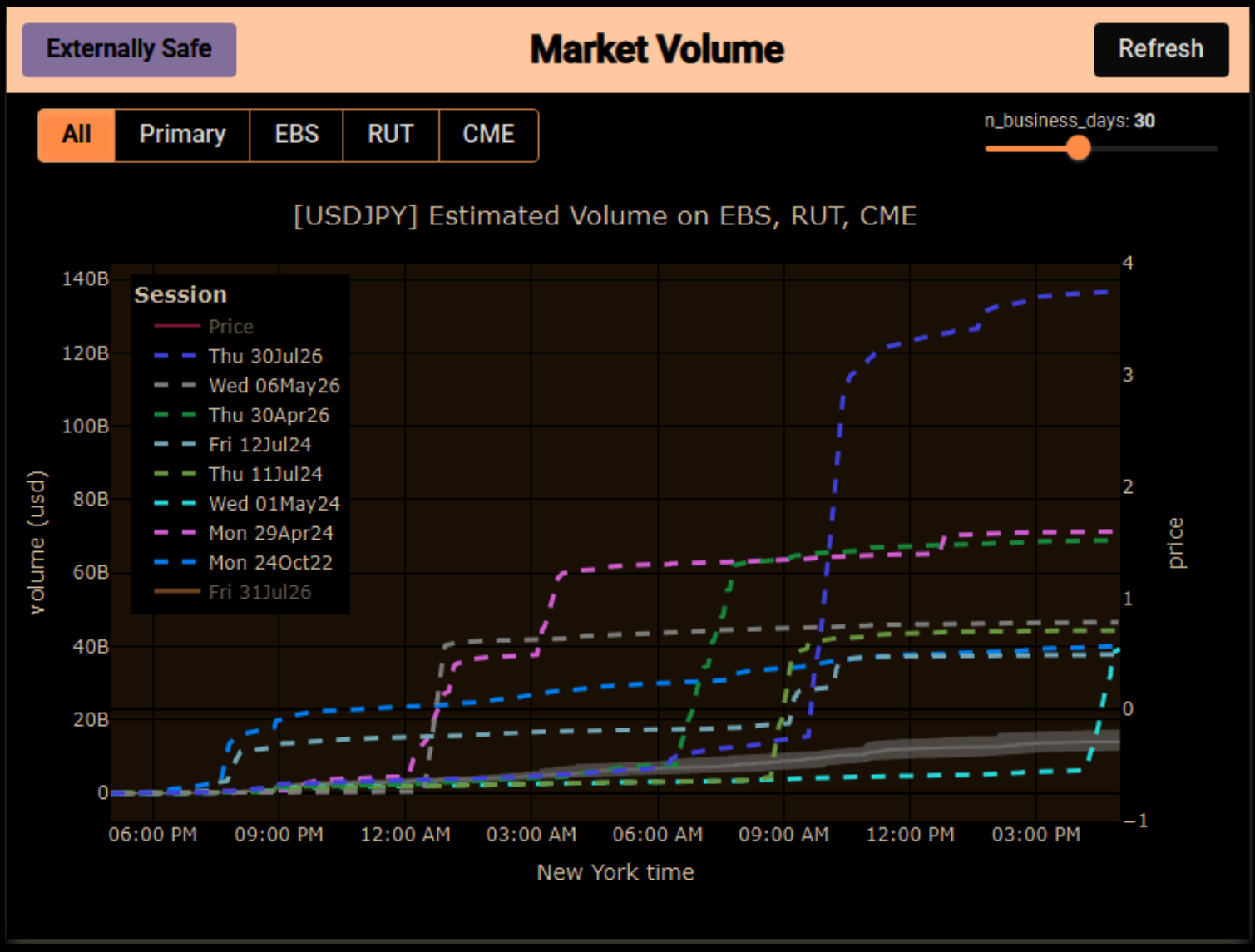


Immagine YEN 2 - **Fonte** Goldman Sachs

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

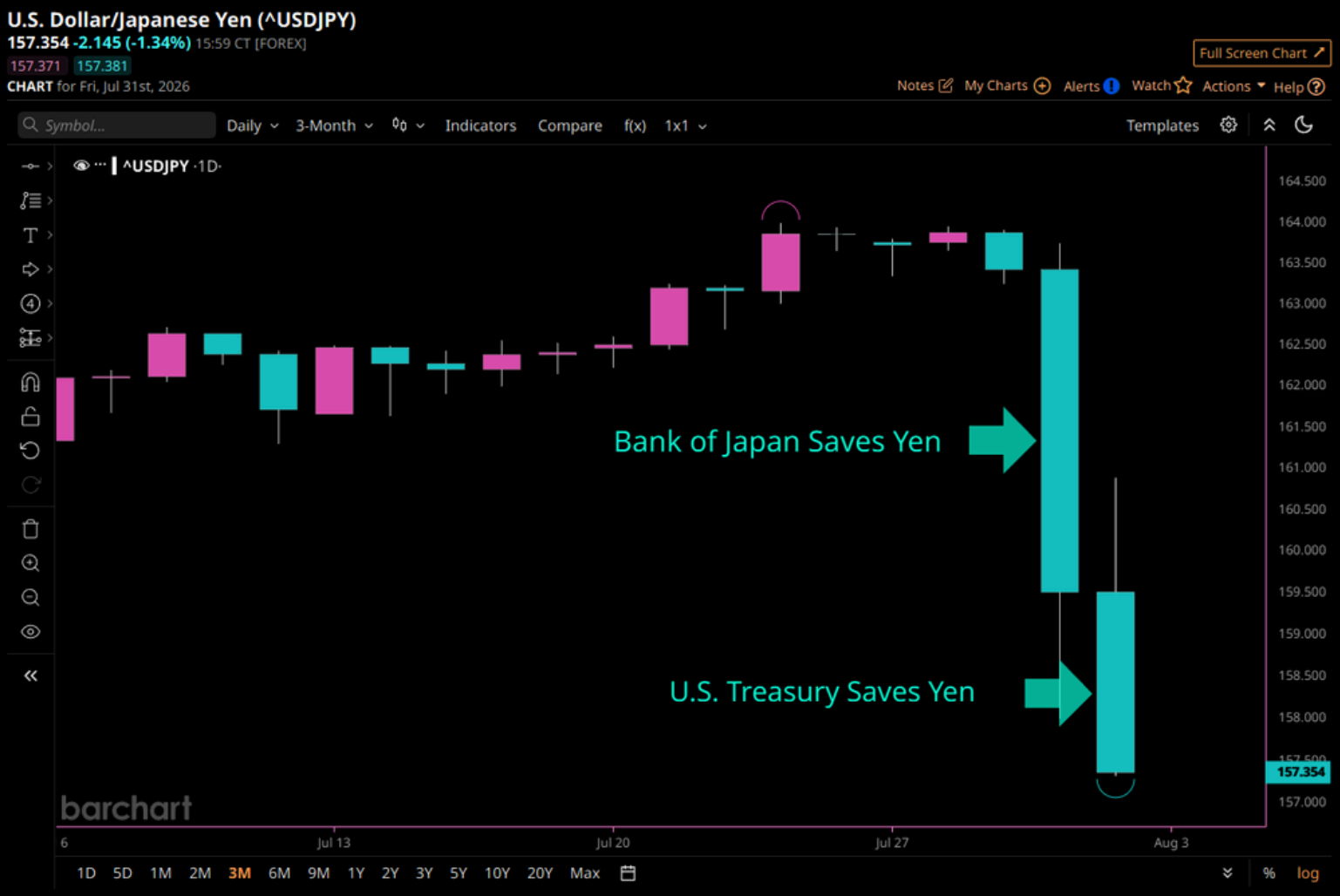


Immagine YEN 1 - **Fonte** Barchart

Intervento della BOJ sullo yen: la Banca centrale giapponese avrebbe impiegato fino a 140 miliardi di dollari per sostenere la valuta, di cui 90 miliardi sugli EBS.

Coinvolgimento del Tesoro statunitense: **il** Tesoro USA avrebbe avvisato le banche di possibili interventi e operato attraverso la FED di New York con rate checks e acquisti diretti di yen.

Vendita di euro per acquistare yen: secondo il Financial Times, gli Stati Uniti avrebbero sostenuto la valuta giapponese vendendo euro, in un'operazione senza precedenti negli ultimi 30 anni.

Difesa del carry trade: l'intervento congiunto avrebbe mirato a evitare un rialzo dei tassi giapponesi e uno smantellamento disordinato delle posizioni finanziate in yen.

Tutela di Treasury ed equities USA: un ulteriore crollo dello yen avrebbe potuto costringere il Giappone a vendere titoli del Tesoro statunitense, facendo salire i rendimenti e mettendo sotto pressione i mercati azionari.

Nuovo regime di politica monetaria: il coordinamento tra Washington e Tokyo suggerirebbe il passaggio dalla data-dependency a un rate-setting sempre più orientato alla stabilità finanziaria e alla protezione della bolla AI.

Buy the rumors: Strategia con cui gli investitori acquistano un'attività finanziaria anticipando una notizia favorevole, prima che questa venga ufficialmente confermata.

Carry trade: Operazione che consiste nel finanziarsi in una valuta con tassi d'interesse bassi, come lo yen, per investire in attività denominate in valute o mercati con rendimenti più elevati.

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

Dealers: Intermediari finanziari che acquistano e vendono strumenti o valute per conto proprio o dei clienti, contribuendo alla formazione dei prezzi di mercato.

EBS: Electronic Broking Services, una delle principali piattaforme elettroniche utilizzate dagli operatori istituzionali per negoziare valute.

Extrema ratio: Espressione latina che indica una soluzione adottata soltanto come ultima risorsa.

Facilities: Strumenti messi a disposizione dalle Banche centrali per fornire liquidità o sostenere il funzionamento dei mercati finanziari.

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

Price discovery: Processo attraverso il quale domanda e offerta determinano il prezzo di mercato di un'attività finanziaria.

Primary Dealers: Banche e intermediari autorizzati a operare direttamente con una Banca centrale o con il Tesoro nella compravendita di titoli pubblici e nelle operazioni di mercato.

Rate check: Richiesta informale rivolta dalle autorità monetarie agli intermediari per ottenere quotazioni indicative su una valuta. È spesso interpretata come un possibile segnale preliminare di intervento.

Rate-setting: Processo attraverso il quale una Banca centrale stabilisce il livello dei tassi di interesse ufficiali.

Swap line: Accordo tra Banche centrali che consente di scambiarsi temporaneamente valute, al fine di garantire liquidità al sistema finanziario.

Treasury: Titoli di Stato emessi dal governo degli Stati Uniti per finanziare il debito pubblico.



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