MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

10 - 16 AGOSTO

ANNO 2026



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Indice

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

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

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

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

54 **DISCLAIMER**
nformazioni legali e credits

55 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

Il debole dato sui Non-Farm Payrolls ha ridimensionato le aspettative di un rialzo dei tassi USA a settembre e favorito un calo di 10-15 punti base dei rendimenti Treasury a lungo termine. La settimana offrirà numerosi elementi per verificare se il movimento sia temporaneo o più strutturale. In Giappone saranno centrali Summary of Opinions della BOJ, Eco Watchers Survey e Tankan Index, anche per le implicazioni sul dollaro/yen. In Australia attenzione alla RBA, mentre Europa e principali economie emergenti pubblicheranno dati su inflazione, produzione e commercio. Negli USA riflettori su debito privato, CPI, Core Inflation, PPI, vendite al dettaglio, bilancio FED e indice UMich. Da monitorare anche il Report OPEC su Hormuz, il PIL britannico e, in Cina, nuovi prestiti in yuan, M2 e Total Social Financing.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il principale nodo resta la politica monetaria statunitense. CPI, Core Inflation e PPI potrebbero confermare il ridimensionamento delle aspettative sui tassi prodotto dall'NFP oppure riportare rapidamente il mercato verso uno scenario più restrittivo, con conseguenze su Treasury, dollaro, azionario e oro, reduce dalla migliore settimana degli ultimi sette mesi. Anche il dato sul debito privato USA sarà rilevante per valutare la solidità dell'economia reale e dei consumatori. Sul fronte valutario, le indicazioni della BOJ potrebbero alimentare nuova volatilità sul dollaro/yen, mentre Hormuz e il Report OPEC manterranno alta l'attenzione sull'energia. Total Social Financing e credito cinese offriranno infine indicazioni sull'intensità del sostegno all'economia. La settimana di Ferragosto appare quindi solo formalmente povera di market-movers.

Si sostiene spesso che il mercato abbia ormai smesso di reagire ai fondamentali. Eppure, il dato sui Non-Farm Payrolls pubblicato venerdì scorso ha modificato in modo significativo le aspettative relative a un possibile aumento dei tassi a settembre, determinando al tempo stesso una riduzione di 10-15 punti base dei rendimenti sul tratto lungo del debito statunitense. Resta da capire se si tratti di un effetto temporaneo legato alla stagionalità estiva o dell'inizio di un movimento più strutturale. Saranno le prossime settimane a fornire indicazioni più chiare. Resta inoltre il tema delle revisioni dei dati, già particolarmente rilevante per gran parte dell'era Biden.

La settimana si apre **lunedì 10 agosto** con il dato sulla produzione industriale in Turchia e una serie di aste di titoli di Stato in Francia e Germania. Il primo indicatore realmente significativo sarà tuttavia rappresentato dalla pubblicazione del Summary of Opinions della Bank of Japan e dell'Eco Watchers Survey, relativo sia alle condizioni attuali sia all'outlook dell'economia nipponica. Dopo quanto osservato recentemente sul cambio dollaro/yen, qualsiasi indicazione proveniente da Tokyo potrebbe avere ripercussioni rilevanti sui mercati.

Martedì 11 agosto, l'Australia pubblicherà dapprima l'indice NAB sulla fiducia delle imprese e successivamente la decisione sui tassi di interesse della RBA. In Europa, l'Italia renderà noto il dato sulla bilancia commerciale, mentre Spagna e Francia torneranno sul mercato con nuove emissioni di debito.

Particolare attenzione anche al Brasile, dove saranno pubblicate le minute dell'ultima riunione della Banca centrale e il dato sull'inflazione, mentre il Messico diffonderà i numeri relativi alla produzione industriale. Seguiranno la bilancia commerciale della Russia e il dato sulle vendite di case esistenti negli Stati Uniti, dove tuttavia saranno soprattutto altri due gli indicatori da monitorare.

Il primo è il consueto dato settimanale sulla variazione degli stock petroliferi; il secondo, e più rilevante, riguarda il dato ufficiale sul debito privato totale. Si tratta, in sostanza, delle diverse sottocomponenti dell'indebitamento strutturale di Mr. Smith: dai finanziamenti per l'acquisto di automobili alle carte revolving, dai prestiti scolastici ai mutui immobiliari, dal Buy Now, Pay Later alla

disponibilità di conto corrente. È attraverso questi numeri che emerge con maggiore chiarezza la situazione finanziaria dell'economia reale statunitense, al di là delle dinamiche dei mercati finanziari.

Mercoledì 12 agosto saranno pubblicati il Tankan Index in Giappone e il tasso di disoccupazione in Corea del Sud, dopo la fase particolarmente complessa attraversata dal KOSPI. In Europa toccherà invece a Italia e Germania diffondere i dati relativi all'inflazione, sia armonizzata sia non armonizzata, e tornare contemporaneamente sul mercato del finanziamento, rispettivamente con il BOT a 12 mesi e il Bund a 30 anni.

Dati sull'inflazione arriveranno anche da India e Russia ma, soprattutto, dagli Stati Uniti, dove CPI e Core Inflation potrebbero nuovamente mettere in discussione il ridimensionamento delle aspettative di aumento dei tassi a settembre innescato dal dato NFP. A chiudere la giornata sarà il Report mensile dell'OPEC, con particolare attenzione alle prospettive legate all'ennesimo accordo relativo a Hormuz.

Giovedì 13 agosto sarà pubblicato il dato sull'inflazione in Sud Africa, ma l'attenzione sarà rivolta soprattutto al PIL del Regno Unito, tradizionalmente accompagnato da un ampio insieme di sottocomponenti: bilancia commerciale, produzione industriale e manifatturiera, ordinativi delle costruzioni e Business Investment preliminare su base annua.

Dalla Spagna arriverà il dato sull'inflazione, mentre l'Eurozona pubblicherà quello sulla produzione industriale. Particolare interesse rivestiranno inoltre i dati relativi all'oro e al comparto minerario sudafricano, dopo che la recente evoluzione dei tassi statunitensi ha contribuito a garantire al metallo prezioso per antonomasia la migliore settimana di performance degli ultimi sette mesi.

Dopo la pubblicazione delle vendite al dettaglio in Brasile, l'attenzione tornerà sugli Stati Uniti con un nuovo potenziale spartiacque rappresentato dal dato PPI, seguito dalla pubblicazione del bilancio della FED.

La Cina renderà infine noti i controvalori dei nuovi prestiti in yuan, la massa monetaria M2 e, soprattutto, il Total Social Financing, che rappresenta di fatto una forma di QE latente e permanente, sostenuta dalle coperture statali sulle emissioni di debito delle amministrazioni locali fortemente indebitate e dagli interventi sui requisiti di riserva.

Infine, **venerdì 13 agosto** la Germania pubblicherà il dato sui prezzi all'ingrosso, la Francia quello relativo al tasso di inflazione e l'Eurozona nel suo complesso i dati sulla bilancia commerciale, sul tasso di disoccupazione e sulla crescita.

L'India renderà noti i dati relativi a prestiti e depositi delle banche, oltre al livello delle riserve estere, mentre dagli Stati Uniti arriveranno ulteriori indicazioni macroeconomiche con il dato sulla variazione delle vendite al dettaglio e il consueto appuntamento del venerdì con l'indice UMich dell'Università del Michigan, relativo alle condizioni attuali e alle aspettative su fiducia di consumatori e imprese e inflazione.

Nel complesso, l'apparente scarsità di market-movers tipica della settimana di metà agosto non dovrebbe indurre a sottovalutare il calendario macroeconomico. La concentrazione di dati su inflazione, politica monetaria, credito, consumi e crescita mantiene infatti elevato il potenziale di volatilità sui principali mercati.

Macro

Away
ake

Non-Farm Payrolls e aspettative sui tassi USA – Il dato NFP ha ridotto sensibilmente le attese di un rialzo dei tassi a settembre, favorendo una discesa di 10-15 punti base dei rendimenti Treasury a lungo termine.

Giappone e volatilità sul dollaro/yen – Summary of Opinions della BOJ, Eco Watchers Survey e Tankan Index saranno particolarmente rilevanti dopo i recenti movimenti del cambio dollaro/yen.

Inflazione globale e politica monetaria – CPI, Core Inflation e PPI statunitensi, insieme ai dati sui prezzi di Italia, Germania, Francia, Spagna, India, Russia e Sud Africa, saranno centrali per le aspettative sui tassi.

Debito privato e consumi negli Stati Uniti – Il dato sul debito privato totale, insieme a vendite di case, vendite al dettaglio e indice UMich, offrirà indicazioni sulla reale tenuta finanziaria di famiglie e consumatori americani.

Energia, OPEC e oro – Il Report mensile dell'OPEC e gli sviluppi relativi a Hormuz resteranno determinanti per il comparto energetico, mentre l'oro beneficia del recente calo dei rendimenti USA.

Cina, credito e sostegno all'economia – Nuovi prestiti in yuan, massa monetaria M2 e Total Social Financing consentiranno di valutare l'intensità del sostegno finanziario cinese, anche attraverso il debito delle amministrazioni locali.

Macro

Glossario

Core Inflation – Misura dell'inflazione che esclude le componenti più volatili, tipicamente energia e alimentari, per evidenziare l'andamento più strutturale dei prezzi.

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

Eco Watchers Survey – Indagine giapponese che rileva la percezione delle condizioni economiche attuali e prospettiche da parte di operatori direttamente esposti all'andamento dei consumi e dell'attività economica.

M2 – Aggregato monetario che comprende contante, depositi immediatamente disponibili e altre forme di risparmio relativamente liquide. È utilizzato per valutare la quantità di moneta presente nell'economia.

NFP (Non-Farm Payrolls) – Dato mensile sul numero di nuovi posti di lavoro creati negli Stati Uniti nei settori non agricoli. È uno degli indicatori più seguiti per valutare la solidità del mercato del lavoro americano.

PPI (Producer Price Index) – Indice dei prezzi alla produzione. Misura l'andamento dei prezzi ricevuti dai produttori e può fornire indicazioni anticipate sulle future pressioni inflazionistiche.

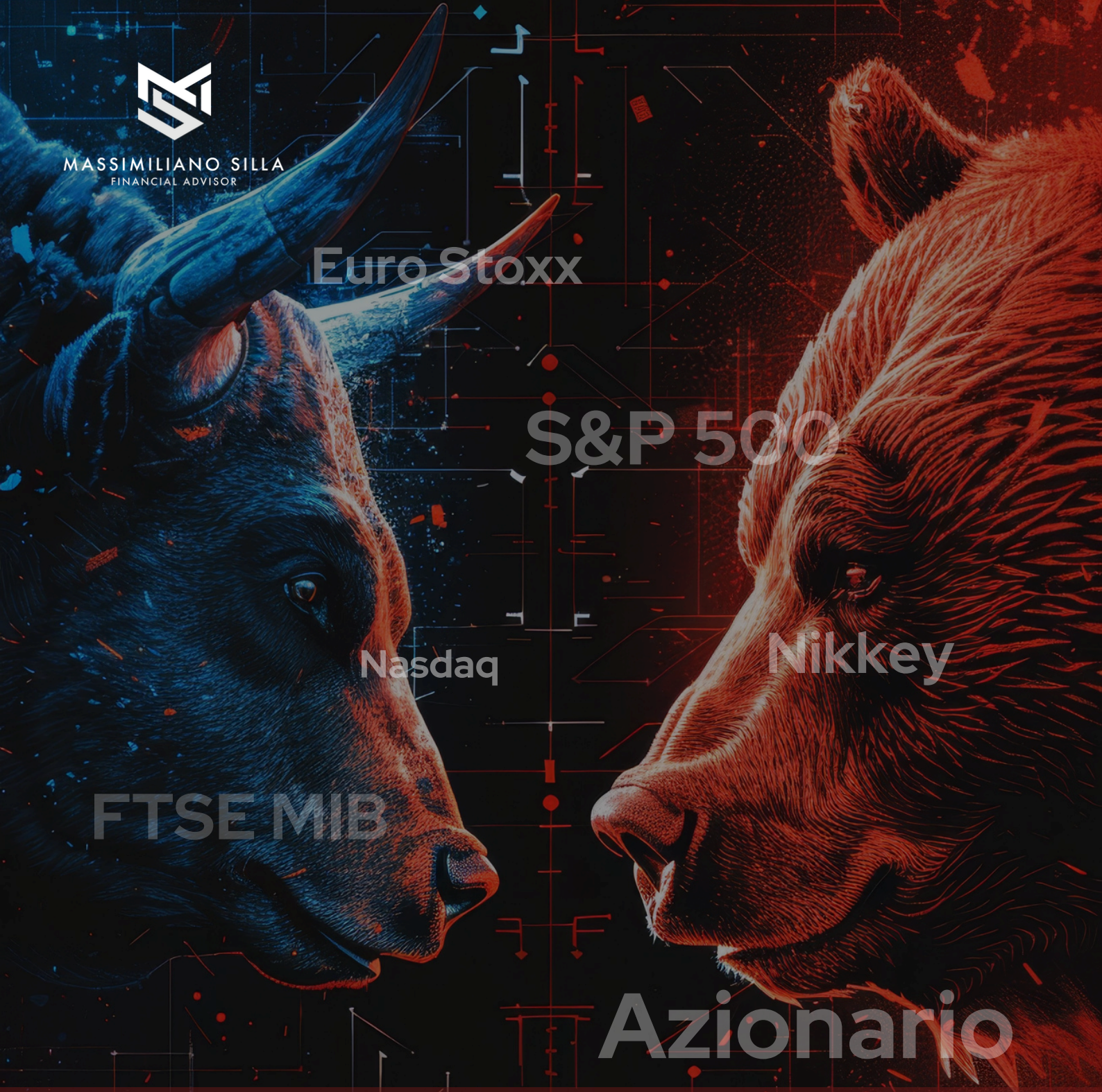
Revolving – Forma di credito, tipicamente associata alle carte di credito, che consente di rimborsare progressivamente il debito pagando rate periodiche e interessi sul saldo residuo.

Summary of Opinions – Documento della Bank of Japan che sintetizza le principali valutazioni dei membri del consiglio di politica monetaria sulle prospettive economiche, sull'inflazione e sulle future decisioni della banca centrale.

Tankan Index – Indagine trimestrale della Bank of Japan sulla fiducia e sulle condizioni operative delle imprese giapponesi. È uno degli indicatori più importanti per valutare il ciclo economico del Paese.

Total Social Financing (TSF) – Indicatore cinese che misura l'ammontare complessivo di finanziamenti forniti all'economia reale attraverso banche e altri canali finanziari. Offre una visione più ampia del credito rispetto ai soli prestiti bancari tradizionali.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

abstract



In sintesi

Il boom dell'AI sta entrando in una fase in cui alle valutazioni elevate si affianca una crescente leva finanziaria. SoftBank finanzia nuovi investimenti in OpenAI usando la propria partecipazione come garanzia, mentre Goldman stima circa $1,5 trilioni di obblighi di leasing degli hyperscalers non ancora pienamente visibili nei bilanci. Il mercato del credito sta reagendo: gli spread IG legati all'AI si sono ampliati rispetto ai non-AI, segnalando un premio strutturale per il rischio legato al Capex. Il tema è rilevante anche per l'economia USA: gli investimenti AI contribuiscono ormai in misura significativa alla crescita del PIL. Parallelamente aumentano concentrazione, circolarità finanziaria e speculazione nei mercati privati. Anche la qualità degli utili merita attenzione: escludendo i guadagni da rivalutazione delle partecipazioni delle mega-cap tech, la crescita dell'EPS dell'S&P 500 scenderebbe dal 45% al 26%, mentre la società mediana si ferma al 12%.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il quadro resta favorevole alla volatilità e alle rotazioni più che a una direzione lineare del mercato. BofA segnala dispersione elevata, bassa correlazione e frequenti eventi di fragilità nei titoli tech, mentre l'incertezza macro legata a FED, inflazione, rendimenti e JPY potrebbe proseguire fino alle elezioni di mid-term. Nel medio-lungo termine la banca mantiene una lettura costruttiva sull'AI tramite call spread su QQQ o SMH, ma nel breve suggerisce coperture contro ulteriori rotazioni verso il value e contro una debolezza del tech capace di trascinare gli indici. Gli spread di credito restano il principale indicatore da osservare. Sul fronte azionario, il record dei volumi call sull'SPX e movimenti realizzati molto superiori a quelli impliciti indicano un posizionamento estremamente rialzista. Il rischio è che leva, concentrazione e ingegneria finanziaria diventino sempre più determinanti rispetto alla crescita effettiva dei flussi di cassa.

Ogni grande bolla finanziaria tende, nella propria evoluzione, a sviluppare nuove modalità di finanziamento. In una prima fase, gli investitori acquistano semplicemente asset nella prospettiva di un ulteriore apprezzamento dei prezzi. Successivamente, quegli stessi asset iniziano a essere utilizzati come garanzia per ottenere nuovo debito e finanziare ulteriori acquisti. Progressivamente, i fornitori finanziano i propri clienti, gli impegni futuri vengono trasferiti fuori bilancio e le valutazioni prospettiche finiscono per costituire la garanzia delle operazioni correnti. Il trade sull'AI sembra essere entrato proprio in questa fase.

Nelle ultime settimane, SoftBank ha ottenuto finanziamenti utilizzando la propria partecipazione in OpenAI come garanzia per finanziare ulteriori investimenti nella stessa OpenAI. Nvidia ha assunto il ruolo di garante per un rilevante impegno assunto da un cliente. Goldman stima inoltre che gli hyperscalers abbiano attualmente circa $1,5 trilioni di obblighi di leasing che non sono ancora comparsi nei bilanci, mentre i mercati del credito, tradizionalmente più sensibili alla disciplina finanziaria, hanno iniziato progressivamente a richiedere un premio per il rischio più elevato ai debitori legati all'AI rispetto al resto dell'universo investment-grade. Se la bolla dot-com fu prevalentemente una questione di valutazioni, il boom dell'AI sta assumendo sempre più le caratteristiche di una dinamica fondata sulla leva finanziaria.

SoftBank ha rivelato ieri di aver preso a prestito $10 miliardi utilizzando la propria partecipazione in OpenAI come garanzia. La tempistica è significativa: la società ha altri $10 miliardi di impegni verso OpenAI in scadenza a ottobre, aumentando la possibilità che gli investimenti futuri nell'AI vengano finanziati in misura crescente attraverso le valutazioni già raggiunte dagli asset legati all'AI. Qualora la valutazione di OpenAI dovesse diminuire in maniera significativa, i meccanismi collegati alle garanzie potrebbero generare effetti riflessivi particolarmente negativi. A causa delle peculiarità del trattamento dei leasing secondo i GAAP, Goldman Sachs osserva che questa contabilizzazione può determinare una sottostima della leva finanziaria e delle future esigenze di liquidità fino al momento in cui i relativi pagamenti non diventano effettivamente esigibili. In altri termini, la leva finanziaria esiste già, anche se per il momento non è pienamente visibile nei bilanci.

L'impatto del Capex legato all'AI sta infatti iniziando a emergere negli spread di credito. Gli spread IG riconducibili all'AI hanno registrato un allargamento di 25bp rispetto agli omologhi non-AI. In sostanza, gli investitori stanno iniziando a incorporare nei prezzi un ciclo pluriennale di elevata spesa in conto capitale come componente strutturale del premio per il rischio, anziché considerarlo un elemento marginale. Questo mette inoltre in discussione l'ipotesi secondo cui i diversi segmenti della catena del valore possano essere considerati isolatamente: gli spread degli hyperscalers si sono ampliati di 34bp, mentre quelli dei settori hardware e software si sono entrambi allargati di 18bp da giugno. Il mercato sta quindi iniziando a interrogarsi apertamente sulla possibilità che i profitti generati in una parte della catena del valore debbano, in ultima analisi, contribuire al finanziamento degli investimenti effettuati altrove. E questa valutazione viene progressivamente riflessa, in termini di bps, lungo l'intero ecosistema.

Il punto critico è che, dati alla mano, l'economia dell'AI rappresenta ormai una componente centrale della crescita economica statunitense. Gli investimenti privati delle imprese nelle categorie legate all'AI sono aumentati di 300 miliardi su base annua nel secondo trimestre di quest'anno, pari a +25%, raggiungendo un tasso annualizzato record di 1,5 trilioni. Nel frattempo, gli investimenti diretti nell'AI rappresentano ormai tra il 25% e il 33% della recente crescita del PIL statunitense. Il consensus prevede inoltre che il Capex degli hyperscalers sarà pari al 3% del PIL ogni singolo anno per i prossimi 3 anni, mentre il resto dell'economia USA, pari a circa il 92%, cresce dell'1%. Si tratta di una configurazione che presenta evidenti analogie con precedenti fasi di forte concentrazione degli investimenti e della crescita economica.

Questa volta, tuttavia, velocità e leverage risultano nettamente superiori rispetto alle precedenti bolle: più delle tlc, più del primo tech, più dei subprime. Il tutto in un contesto nel quale, allo stato attuale, la sola Microsoft presenta free cash flow positivo nel comparto. Al tempo stesso, il 70% delle vendite dipende esclusivamente da OpenAI.

Un'ulteriore criticità emerge dal caso SpaceX. Una delle conseguenze di un mercato nel quale tutti

cercano un'esposizione ai principali vincitori privati dell'AI è infatti la progressiva creazione di strumenti finalizzati a replicare o costruire artificialmente tale esposizione. Il WSJ riporta, come esempio estremo, il caso di presunte azioni SpaceX risultate non autentiche.

Migliaia di investitori retail hanno aderito a queste operazioni nella prospettiva di beneficiare della futura IPO. Oggi emerge che, nel complesso universo dei veicoli ad hoc, almeno un fondo sarebbe già scomparso. Il relativo portale destinato agli investitori è diventato irraggiungibile e alcuni partecipanti sostengono che le azioni sottostanti siano state vendute senza adeguata comunicazione molto prima dell'IPO, trasformando consistenti plusvalenze teoriche in valori potenzialmente privi di consistenza economica. Considerando le migliaia di SPV analoghi che si avvicinano alla finestra di lockup, il vero stress test della forte espansione dei mercati privati potrebbe essere appena iniziato.

Ogni bolla, nella propria fase avanzata, tende a sviluppare forme sempre più sofisticate di ingegneria finanziaria e, allo stesso tempo, a interpretare questa crescente complessità come semplice innovazione. La questione centrale è quindi comprendere se sia stata raggiunta la fase nella quale l'ingegneria finanziaria sta iniziando a sostituire la capacità di generare flussi di cassa. Una possibile risposta può arrivare dagli spread di credito, che stanno già iniziando a fornire indicazioni in questa direzione.

Il desk dei derivati di Bank of America, tradizionalmente caratterizzato da un approccio pragmatico e opportunamente prudente, ha pubblicato un'altra nota interessante intitolata *Markets unhinging is a feature not a bug*, nella quale il responsabile del desk, Benjamin Bowler, osserva come volatilità e incertezza rimangano costantemente presenti nei mercati e continuino ad aumentare sia sul fronte micro sia su quello macro. In questo caso, tali dinamiche sono state esemplificate dalle forti oscillazioni registrate in risposta al calendario particolarmente ricco di catalizzatori della scorsa settimana.

Sul fronte micro, il desk dei derivati di BofA osserva che tutti e sei i titoli Mag7 che hanno pubblicato gli utili hanno registrato movimenti effettivi legati all'evento ampiamente superiori a quelli impliciti nei mercati della volatilità, circostanza che, come mostra il grafico, si è verificata per la prima volta nell'era di ChatGPT **(BOFA)**. Allo stesso tempo, la fragilità dei singoli titoli rimane molto elevata nel 2026. Bowler calcola infatti che i titoli tech dell'S&P siano sulla buona strada per registrare approssimativamente lo stesso numero di eventi di fragilità osservati nel 2025, anno da record.

Contemporaneamente, la dispersione tra i titoli continua ad aumentare nell'attuale regime caratterizzato da bassa correlazione e forte rotazione, anche all'interno dello stesso settore tecnologico. In particolare, la dispersione a 1 giorno dei rendimenti dei titoli tecnologici dell'S&P, il 30 luglio, si è collocata in prossimità di un massimo storico, poiché l'impatto sul posizionamento derivante dal de-risking di Situational Awareness ha coinciso con la pubblicazione degli utili delle megacap. Su un piano più ampio, anche la dispersione della volatilità realizzata dell'S&P continua a muoversi verso i massimi storici raggiunti per la prima volta durante lo scoppio della bolla dot-com.

Sul fronte macro, la poco convincente conferenza stampa del FOMC della FED ha determinato una brusca rivalutazione dei rendimenti a lunga scadenza, mentre aumentavano le preoccupazioni relative alla credibilità sul fronte dell'inflazione e l'intervento sul JPY amplificava la volatilità verso la fine della settimana. Nel complesso, Bowler avverte che l'incertezza macro appare destinata ad aumentare ulteriormente e che questo contesto continua a rappresentare un forte elemento di sostegno alla volatilità. La reazione inversa dei rendimenti alla delusione del dato Non-Farm Payrolls di venerdì conferma implicitamente il rischio di una persistente oscillazione dei mercati fino al mid-term.

Come potrebbero quindi muoversi i mercati fino alla conclusione di questa fase di bolla?

La risposta, in sintesi, è che nessuno può saperlo con certezza. Sebbene i processi di formazione delle bolle abbiano storicamente dimostrato la capacità di superare, nel lungo periodo, ostacoli macroeconomici quali l'attuale aumento dei tassi, nel breve termine rimangono frequenti fasi di debolezza e rotazioni settoriali.

Pertanto, se BofA predilige call spread su QQQ o SMH come strutture rialziste a rischio limitato nel medio-lungo termine per posizionarsi sulla prossima gamba bullish dell'AI, la banca individua anche interessanti opportunità nel breve termine per coprirsi da un'eventuale prosecuzione della rotazione verso i titoli value.

In particolare, il settore sanitario statunitense, tradizionalmente difensivo, ha registrato una forte performance nelle ultime settimane e presenta attualmente il più elevato Bubble Risk Indicator (BRI) tra i settori dell'S&P. Con il suo BRI vicino al livello più alto da settembre 2020 e, di conseguenza, con rischi di inversione nel breve termine in aumento, il team dei derivati di BofA preferisce coprirsi da una prosecuzione della rotazione attraverso call spread XLV a breve scadenza, i quali possono offrire pagamenti massimi superiori a 4x grazie a un punto di ingresso storicamente piatto in termini di skew delle call.

Per coprirsi in maniera più esplicita dal rischio che la debolezza del settore tecnologico trascini al ribasso gli indici azionari statunitensi – che rappresenta certamente il principale rischio percepito dalla maggior parte dei traders – Bowler preferisce strutture adatte a una discesa graduale, come put spread sull'SPX e/o put down-and-out (PDO), considerata la tendenza del mercato a ruotare tra settori e titoli, piuttosto che procedere attraverso vendite indiscriminate, nell'attuale regime di bassa correlazione (soprattutto nell'S&P).

La marcata skew delle put di dicembre 2026, determinata in parte dal rischio collegato alle elezioni di metà mandato, offre un interessante punto di ingresso per entrambe le strutture, con le PDO che presentano un ulteriore sconto del 60% rispetto ai tradizionali put spread. Da qui deriva l'operazione preferita dal desk: Acquistare SPX Dec26 95%-80% put down-and-out (osservazione giornaliera) per 0.55% indic. (sconto del 62% rispetto al tradizionale put spread; rif. 7615).

Occorre tuttavia considerare un ulteriore elemento. In una nota di vendita e trading di Goldman Sachs della scorsa settimana compare un dato particolarmente rilevante, ma potenzialmente meno enfatizzato dalla stampa finanziaria per le implicazioni che comporta. Il dato, riportato dalla scrivania

di Ioannis Blekos, è il seguente: la crescita dell'EPS dell'S&P 500 è sulla buona strada per raggiungere il 26% anno su anno escludendo gli "altri ricavi" derivanti dall'apprezzamento degli investimenti azionari detenuti dalle mega-cap tecnologiche. Includendo tali guadagni, il tasso di crescita riportato sale invece al 45%.

Ciò significa che la stagione degli utili da record indicata come uno dei principali elementi di sostegno di un mercato azionario caratterizzato da valutazioni estremamente elevate raggiunge una crescita del 45% soltanto includendo i guadagni che Nvidia e altre società registrano quando aumenta il valore dei portafogli azionari da loro detenuti.

Eliminando quindi la valutazione al valore di mercato attraverso la quale le Big Tech contabilizzano l'apprezzamento delle proprie partecipazioni di venture capital, il dato di crescita si riduce quasi della metà, attestandosi al 26%. Le implicazioni diventano ancora più significative per chi detiene l'indice. La nota prosegue infatti sottolineando che i titoli dell'infrastruttura AI rappresentano circa un terzo della crescita dell'EPS dell'S&P 500 nel Q2.

Di conseguenza, circa un terzo dell'intera crescita degli utili dell'S&P 500 deriva da un unico tema caratterizzato da una forte circolarità e da un elevato assorbimento di CapEx: gli hyperscalers acquistano chip da Nvidia, mentre la stessa Nvidia investe nelle società che acquistano i suoi chip, e le rivalutazioni delle partecipazioni detenute contribuiscono successivamente alla crescita dei risultati contabilizzati dalle diverse società coinvolte.

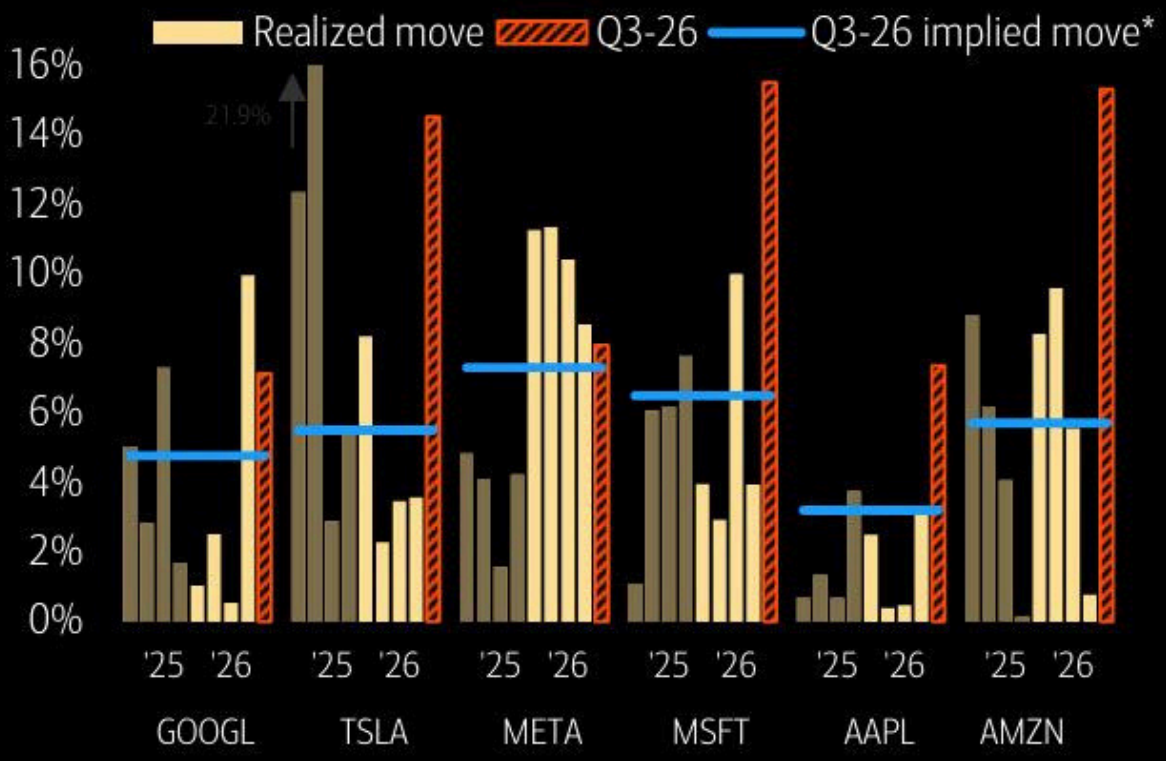
La società mediana dell'S&P 500, nel frattempo, è sulla buona strada per registrare una crescita dell'EPS del 12% nel Q2. Esattamente il 12%. Gli altri trentatré punti percentuali del dato complessivamente riportato derivano quindi dalla concentrazione della crescita e dagli effetti contabili. Il livello di speculazione appare pertanto significativo. E se la qualità degli utili richiede un'attenta analisi, anche il posizionamento degli investitori mostra segnali estremi.

Sul desk dei derivati USA di Goldman, Ismail Abbas ha presentato la Statistica del Giorno, evidenziando un dato particolarmente rilevante: il volume delle opzioni call sull'SPX ha superato i 4 milioni di contratti (martedì scorso, 4 agosto), registrando di gran lunga il livello più elevato mai osservato. Non il massimo dell'anno, né il massimo dai tempi della frenesia dei meme stock del 2021, ma il livello più alto mai registrato. Anche la dinamica dei prezzi presenta caratteristiche analogamente estreme.

Abbas osserva che il movimento realizzato dell'indice è stato pari a 179 punti base, a fronte di un movimento implicito di ±40 punti base: oltre 4x il movimento incorporato nei prezzi, interamente al rialzo. Goldman rileva che, sulla base dei propri dati, l'ultimo episodio comparabile si è verificato nel dicembre 2016.

Un rialzo pari a quattro volte l'intervallo implicito, accompagnato da un volume record di opzioni call, rappresenta una configurazione coerente con il comportamento di un mercato rialzista in una fase estremamente avanzata: non caratterizzata da paura o capitolazione, bensì da una domanda eccezionalmente elevata di convessità al rialzo.

Exhibit 15: All six of the Mag7 stocks that reported earnings realized moves greater than what was implied by options markets
Realized earnings moves & Q3-26 implied earnings move*



Source: BofA Global Research, Bloomberg. Data from Jul-24 to 31-Jul-26. *Implied move as of 20-Jul for GOOGL, TSLA, 27-Jul for META, MSFT, AAPL, AMZN (i.e., Monday of earnings week).

BofA GLOBAL RESEARCH

Immagine BOFA - **Fonte** Bank of America

Leva finanziaria nel boom dell'AI – Il tema AI sta evolvendo da una dinamica prevalentemente basata sulle valutazioni a una struttura sempre più sostenuta dal debito, con partecipazioni utilizzate come garanzia e impegni futuri non sempre immediatamente visibili nei bilanci.

Spread di credito e aumento del premio per il rischio – Gli spread IG legati all'AI si stanno ampliando rispetto ai settori non-AI, segnalando che il mercato del credito sta iniziando a prezzare il forte Capex e la crescente leva come rischi strutturali.

Peso dell'AI sulla crescita economica USA – Gli investimenti legati all'AI rappresentano ormai una quota rilevante della crescita del PIL statunitense, aumentando la dipendenza dell'economia da un numero ristretto di settori e hyperscalers.

Concentrazione, circolarità e mercati privati – La crescente domanda di esposizione ai vincitori privati dell'AI sta alimentando SPV e strutture finanziarie complesse, con rischi di trasparenza, liquidità e potenziali distorsioni nelle valutazioni.

Volatilità, dispersione e rotazioni di mercato – BofA evidenzia un regime caratterizzato da bassa correlazione, elevata dispersione e frequenti episodi di fragilità, soprattutto nel comparto tecnologico, con rotazioni settoriali sempre più marcate.

Qualità degli utili e posizionamento speculativo – Una parte significativa della crescita dell'EPS dell'S&P 500 deriva da rivalutazioni di partecipazioni e dal tema AI, mentre il record dei volumi call sull'SPX segnala un posizionamento fortemente orientato al rialzo e potenzialmente vulnerabile.

Bubble Risk Indicator (BRI) – Indicatore utilizzato da Bank of America per valutare quanto il comportamento di un settore presenti caratteristiche tipiche di una bolla speculativa, considerando elementi come performance, volatilità, posizionamento e dinamiche di mercato.

Call spread – Strategia in opzioni che combina l'acquisto e la vendita di call con prezzi di esercizio differenti. Consente di beneficiare di un rialzo del sottostante limitando sia il costo iniziale sia il guadagno massimo potenziale.

Capex – Abbreviazione di Capital Expenditures. Indica gli investimenti in beni durevoli, infrastrutture, impianti, data center e altre attività destinate a generare benefici nel tempo.

Convessità al rialzo – Esposizione che consente di beneficiare in misura crescente di forti movimenti positivi del mercato. È tipica, ad esempio, delle opzioni call.

De-risking – Riduzione dell'esposizione al rischio attraverso vendite, coperture o diminuzione delle posizioni più volatili o speculative.

Dispersione – Misura della differenza tra i rendimenti dei singoli titoli all'interno di un indice o di un settore. Una dispersione elevata indica che i componenti del mercato si stanno muovendo in modo molto diverso tra loro.

EPS – Earnings Per Share, utile per azione. Misura la quota di utile societario attribuibile a ciascuna azione ed è uno degli indicatori più utilizzati per valutare la crescita degli utili.

GAAP – Generally Accepted Accounting Principles. Insieme di principi contabili utilizzati negli Stati Uniti per la redazione dei bilanci societari.

Hyperscalers – Grandi operatori tecnologici capaci di gestire infrastrutture informatiche e cloud su scala estremamente elevata, come Microsoft, Amazon, Google o Meta.

Investment-grade (IG) – Categoria di obbligazioni emesse da soggetti con merito creditizio relativamente elevato e quindi, in genere, con rischio di insolvenza più contenuto rispetto ai titoli high yield.

Leva finanziaria (leverage) – Utilizzo del debito per finanziare investimenti. Può amplificare i rendimenti positivi, ma anche aumentare significativamente le perdite e il rischio finanziario.

Put down-and-out (PDO) – Opzione put con barriera: offre protezione contro un ribasso del mercato, ma cessa di esistere se il sottostante raggiunge un determinato livello prefissato. Per questo motivo costa generalmente meno di una put tradizionale.

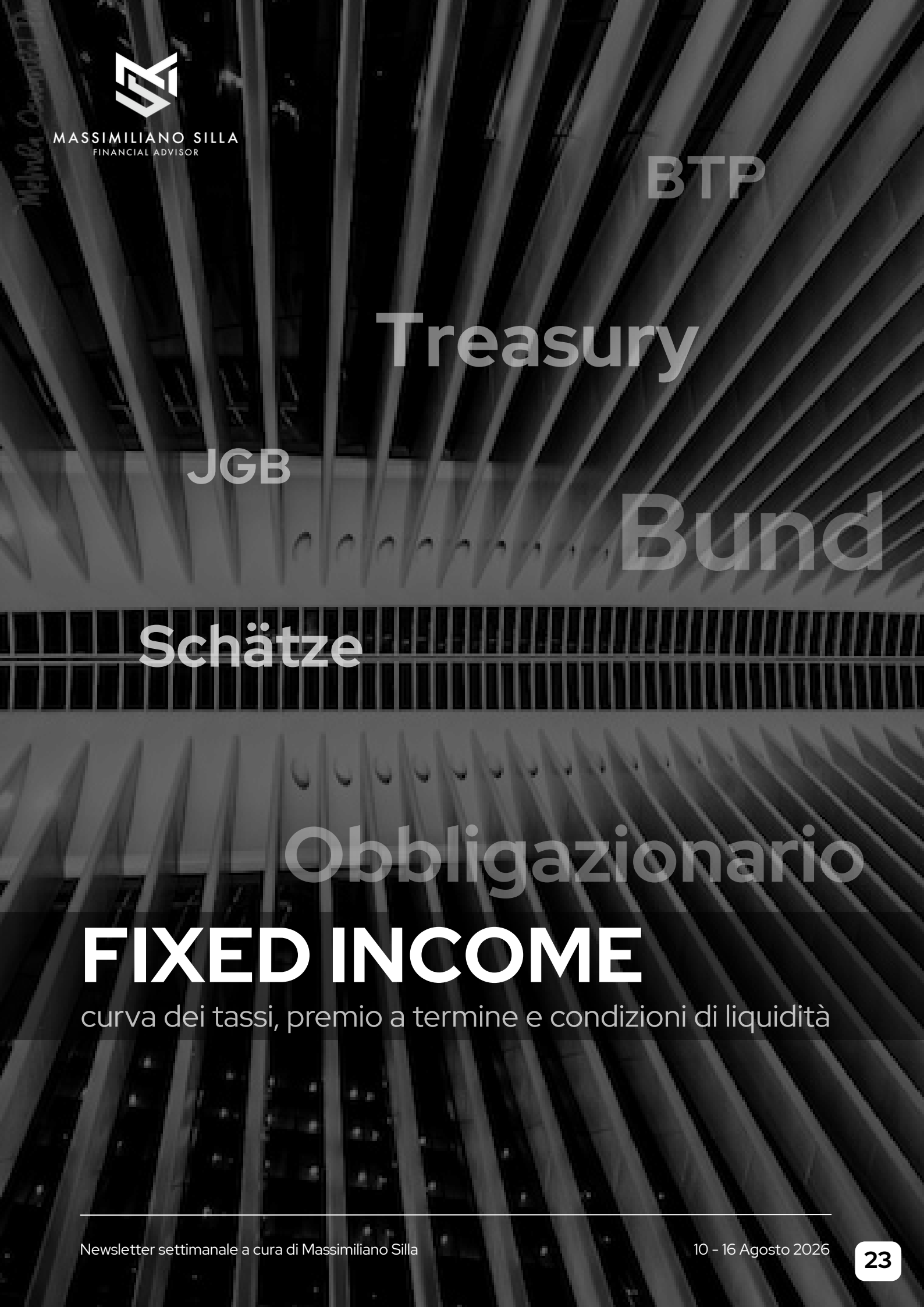
Put spread – Strategia di copertura costruita combinando due opzioni put con prezzi di esercizio differenti. Riduce il costo della protezione in cambio di un limite al beneficio ottenibile in caso di forte ribasso.

Skew delle opzioni – Differenza tra la volatilità implicita, e quindi il prezzo relativo, delle opzioni con differenti strike. Riflette quanto il mercato sia disposto a pagare per proteggersi da determinati movimenti.

Spread di credito – Differenza di rendimento tra un'obbligazione societaria e un titolo governativo considerato privo o quasi privo di rischio. Un aumento dello spread segnala generalmente una maggiore percezione del rischio di credito.

SPV – Special Purpose Vehicle. Veicolo societario creato per una specifica operazione o investimento, spesso utilizzato per detenere attività, raccogliere capitali o isolare determinati rischi.

Volatilità implicita – Stima della volatilità futura incorporata nei prezzi delle opzioni. Indica quanto movimento il mercato si aspetta dal sottostante in un determinato periodo.



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

Il ritorno del QE fiscale deriva dalla crescente quota di deficit USA finanziata tramite buoni del Tesoro, oggi superiore al 50%, mentre diminuisce il ricorso alle obbligazioni. Questa composizione riduce il rischio di durata che il mercato deve assorbire e genera un impulso di liquidità storicamente favorevole agli asset rischiosi. I buoni, grazie alla breve durata e agli scarti quasi nulli nel mercato repo, funzionano quasi come moneta e tendono a non sottrarre capitali alle azioni, diversamente dalle obbligazioni. Nelle quattro precedenti configurazioni analoghe, i rendimenti dell'S&P a 3, 6 e 12 mesi sono stati quasi doppi rispetto alla media. L'ampiezza del mercato repo consente inoltre al settore privato di redistribuire il rischio di durata, replicando in parte gli effetti che in passato sarebbero derivati dal QE della FED.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il QE fiscale migliora le prospettive dell'azionario, ma resta da verificare se riuscirà a compensare l'eventuale deterioramento della liquidità provocato da inflazione e rendimenti reali più elevati. Gli interventi coordinati USA-Giappone a sostegno dello yen e la moderazione delle tensioni con l'Iran hanno temporaneamente ridotto i rendimenti dei Treasury, ma la sostenibilità di questa "put" appare limitata. Con riserve valutarie USA contenute e persistenti rischi geopolitici, i rendimenti potrebbero tornare a salire quando questi sostegni verranno meno. A quel punto il passaggio sarà decisivo: il QE fiscale potrebbe dover evolvere in QE vero e proprio o almeno in stealth QE. La possibile espansione del bilancio FED collegata al sostegno valutario al Giappone potrebbe rappresentare proprio uno strumento indiretto in questa direzione.

Il QE fiscale è tornato, considerando che oltre la metà del deficit pubblico viene oggi finanziata attraverso l'emissione di buoni del Tesoro. La celebre affermazione «Vengo dal governo e sono qui per aiutare», indicata da un convinto liberista come Ronald Reagan tra le nove parole più inquietanti della lingua inglese, potrebbe oggi assumere un significato molto diverso per gli investitori azionari. Un evidente aumento del QE fiscale potrebbe infatti contribuire a riattivare la dinamica rialzista di un mercato tornato ormai in prossimità dei propri massimi.

In apparenza, le condizioni di liquidità del mercato monetario restano nella norma. La quota del debito del Tesoro in circolazione rappresentata dai buoni rimane sostanzialmente stabile, così come il volume delle riserve della Fed e la dimensione del conto del Tesoro presso la Fed.

Questi dati aggregati, tuttavia, possono nascondere un potenziale punto di svolta. Una quota crescente del deficit viene infatti finanziata attraverso i buoni, mentre diminuisce quella coperta mediante obbligazioni. Si tratta di un significativo impulso alla liquidità, potenzialmente molto favorevole per le azioni e per gli altri asset rischiosi. È questo il meccanismo alla base del QE guidato dalla politica fiscale.

Nella sua forma più elementare, il QE fiscale riduce il rischio di durata che il mercato è chiamato ad assorbire, attraverso una modifica della composizione delle passività del governo. Un precedente rilevante è rappresentato dallo Yellen pivot, quando il predecessore dell'attuale Segretario al Tesoro Scott Bessent passò a una massiccia emissione di buoni per finanziare il deficit fiscale alla fine del 2022, contribuendo a fornire alle azioni lo slancio necessario per uscire dal mercato ribassista nel quale si trovavano.

L'elemento determinante è il rapporto tra la composizione delle passività e il deficit pubblico, e in particolare la ripartizione tra emissione netta annuale di buoni e obbligazioni rispetto al deficit complessivo, come illustrato nel grafico **(FISCAL_QE)**.

L'emissione di buoni in rapporto al deficit è aumentata costantemente e ha ormai superato il 50%, raggiungendo il livello più elevato, in termini di crescita, dal pivot di Yellen. Parallelamente, la quota del deficit finanziata mediante obbligazioni è in diminuzione, mentre il deficit complessivo ha ricominciato ad ampliarsi.

Le implicazioni per gli asset rischiosi potrebbero essere rilevanti. Storicamente, le fasi nelle quali oltre il 50% del deficit è stato finanziato mediante buoni, con una quota in aumento, contemporaneamente a una riduzione della componente finanziata attraverso obbligazioni, si sono rivelate particolarmente favorevoli per l'investimento azionario. I dati confermano questa relazione in maniera piuttosto netta: nelle quattro occasioni storiche in cui la configurazione è risultata simile a quella attuale, i rendimenti successivi dell'S&P a 3, 6 e 12 mesi sono stati quasi doppi rispetto alla media.

È tuttavia necessaria un'importante precisazione metodologica. In questa analisi l'emissione netta di obbligazioni è stata corretta considerando gli acquisti della Fed, poiché il rischio di durata non rappresenta un rischio che il mercato debba assorbire quando viene trasferito e mantenuto nel bilancio della banca centrale. Tali acquisti sono oggi prossimi allo zero su base annua, ma la Fed ha ripreso ad acquistare buoni nell'ambito della gestione delle proprie riserve.

Il modo più semplice per interpretare questo meccanismo è attraverso il concetto di durata. I buoni sono asset caratterizzati da una durata molto bassa rispetto alle obbligazioni e ai titoli a medio termine, i quali, a loro volta, presentano una durata inferiore rispetto alle azioni, che possono essere considerate, di fatto, asset a durata infinita. Quando aumenta la quantità di buoni in circolazione, si verifica generalmente una riallocazione tra altri strumenti a bassa durata, quali riserve, fondi del mercato monetario e commercial papers.

I buoni, pertanto, non determinano normalmente uno spostamento significativo di capitali da asset caratterizzati da una durata molto più elevata, come le azioni.

È questo il limite della cosiddetta liquidità ai margini. Gli asset detenuti, ad esempio, nei fondi del mercato monetario non rappresentano necessariamente capitale in attesa di essere trasferito verso il mercato azionario. Gli investitori hanno infatti già espresso una specifica preferenza in termini di durata attraverso la scelta di tali strumenti.

Le obbligazioni presentano invece caratteristiche differenti. I loro acquirenti hanno maggiori probabilità di ridurre le riserve bancarie ad alta velocità di circolazione per finanziare gli acquisti.
Inoltre, un aumento relativo dell'emissione obbligazionaria sottrae risorse potenzialmente destinate all'acquisto di azioni, mentre l'aumento dei rendimenti a lungo termine riduce il valore attuale dei flussi di cassa associati a un titolo azionario.

L'ultimo elemento necessario per comprendere il quadro complessivo è rappresentato dal mercato repo. Nel sistema monetario precedente alla crisi finanziaria globale, caratterizzato da una scarsità di riserve, i volumi repo erano notevolmente inferiori rispetto agli attuali quasi 8.000 miliardi di dollari. La combinazione di maggiori riserve, deficit fiscali più elevati e regolamentazione bancaria ha successivamente determinato una forte espansione dei volumi.

In precedenza, un rapido aumento del deficit pubblico avrebbe esercitato un impatto fortemente negativo sugli asset rischiosi, poiché ne avrebbe ridotto le risorse disponibili. L'unica alternativa sarebbe stata rappresentata da un intervento della banca centrale volto a eliminare indefinitamente il rischio di durata attraverso acquisti potenzialmente illimitati di debito pubblico. In altri termini, attraverso il QE.

La Fed non è più impegnata in un vero e proprio programma di QE e il suo bilancio si sta espandendo soltanto moderatamente. Tuttavia, mercati repo sufficientemente ampi e liquidi consentono al settore privato di trasferire e distribuire il rischio di durata verso soggetti per i quali tale rischio produce un impatto molto più limitato sugli asset rischiosi. In pratica, il settore privato nel suo complesso finisce per replicare, almeno in parte, il comportamento della FED.

Un aspetto determinante riguarda inoltre il trattamento dei collateral nelle operazioni repo. A differenza delle obbligazioni, sulle quali viene applicato uno scarto non trascurabile, lo scarto applicato ai buoni è sostanzialmente pari a zero. Di conseguenza, questi strumenti possono funzionare come denaro de facto all'interno del sistema.

Sebbene i buoni rappresentino soltanto circa il 22% del debito complessivamente in circolazione, in termini di emissioni lorde il loro peso è nettamente superiore a quello delle obbligazioni: circa 27.000 miliardi di dollari nell'ultimo anno, rispetto ad appena circa 5.000 miliardi di dollari di obbligazioni.
Il governo può quindi, almeno per il momento, spendere i proventi del proprio indebitamento con una maggiore capacità di preservarne l'impatto netto positivo sull'economia, senza che questo venga necessariamente neutralizzato da una deviazione verso il finanziamento del deficit di risorse altrimenti favorevoli ai mercati.

Resta ancora prematuro stabilire se il QE fiscale sarà sufficiente a compensare l'effetto negativo sulla liquidità derivante da un aumento dell'inflazione o da un incremento dei rendimenti reali. È tuttavia evidente che l'equilibrio delle probabilità si stia progressivamente spostando a favore del mercato azionario.

Parallelamente, è emersa una duplice minaccia per i Treasury, rappresentata dagli interventi valutari e dai cambiamenti geopolitici, gli stessi fattori che finora hanno contribuito a mantenere sotto controllo i costi di finanziamento. Quando l'effetto di queste politiche verrà meno più avanti nel corso dell'estate, il rischio è che la direzione dei rendimenti torni a essere decisamente rialzista.

A quel punto si arriverà a un passaggio determinante: il QE fiscale dovrà trasformarsi in QE in senso stretto o, quantomeno, in una forma di stealth QE. In assenza di questa evoluzione, il quadro potrebbe deteriorarsi significativamente.

n quest'ottica può essere interpretata anche l'ipotesi secondo cui Scott Bessent vorrebbe che la FED creasse dollari da trasferire al Giappone affinché quest'ultimo possa acquistare yen, evitando così di dover vendere i propri titoli del Tesoro statunitense e, soprattutto, determinando un'espansione del bilancio della FED. Tale meccanismo immetterebbe di fatto miliardi di dollari nell'economia con effetti analoghi a quelli di un QE, ma senza configurarsi formalmente come tale e senza rendere esplicita in anticipo la strategia adottata. **(FED_QE)**

Nell'ultima settimana di luglio, i rendimenti di riferimento hanno raggiunto il livello più elevato del secondo mandato del presidente Donald Trump, superando il 4,70%. Nello stesso intervallo di negoziazione, i prezzi del petrolio hanno recuperato dai minimi registrati dopo il primo accordo con l'Iran, mentre lo yen giapponese ha raggiunto nuovi minimi.

Successivamente è arrivato un parziale sollievo per i Treasury, in seguito alle iniziative coordinate di politica economica adottate la scorsa settimana da Stati Uniti e Giappone per sostenere lo JPY. Questi interventi hanno evitato che il Giappone si trasformasse in un venditore forzato di Treasury statunitensi.

Nel frattempo, una rapida e tempestiva modifica della politica e della retorica statunitensi nei confronti dell'Iran è riuscita a contenere la partecipazione degli speculatori sul petrolio all'azione dei prezzi, favorendo un arretramento dei rendimenti dei Treasury decennali di circa 10-15 punti base rispetto ai recenti massimi. **(TSY_PUT)**

Sebbene questa put option sui Treasury sia stata utilizzata con successo nel breve periodo, la sua sostenibilità nel medio termine risulta storicamente limitata.

Il più recente intervento coordinato tra Stati Uniti e Giappone, avvenuto nel 2011, era finalizzato a indebolire lo yen e non rappresenta pertanto un benchmark particolarmente significativo per la situazione attuale.

Un precedente storico più comparabile è quello del 1998, quando lo JPY si apprezzò di circa il 7% nell'arco di pochi giorni successivamente all'intervento.

In quella circostanza, i rendimenti decennali diminuirono soltanto di un modesto 15-20 punti base, per poi stabilizzarsi all'interno di un intervallo per diversi mesi, fino allo scoppio della crisi di LTCM.

Qual è quindi la situazione attuale? La limitata capacità di intervento degli Stati Uniti — con riserve valutarie pari a circa 38 miliardi di dollari, rispetto a un massimo superiore a 50 miliardi di dollari nel 2011 — unitamente alla persistente volatilità geopolitica associata al conflitto tra Stati Uniti e Iran, lascia ipotizzare che una simile rigidità dei rendimenti possa persistere.

L'inversione sincronizzata dell'azione dei prezzi osservata giovedì in tutti e tre gli elementi del triangolo macro, guidata dalla chiusura del petrolio nuovamente al di sopra della propria media mobile a 200 giorni, suggerisce infine che il rapporto rischio-rendimento per i tassi sia orientato verso il ribasso.



Immagine FISCAL_QE - **Fonte** Bloomberg

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

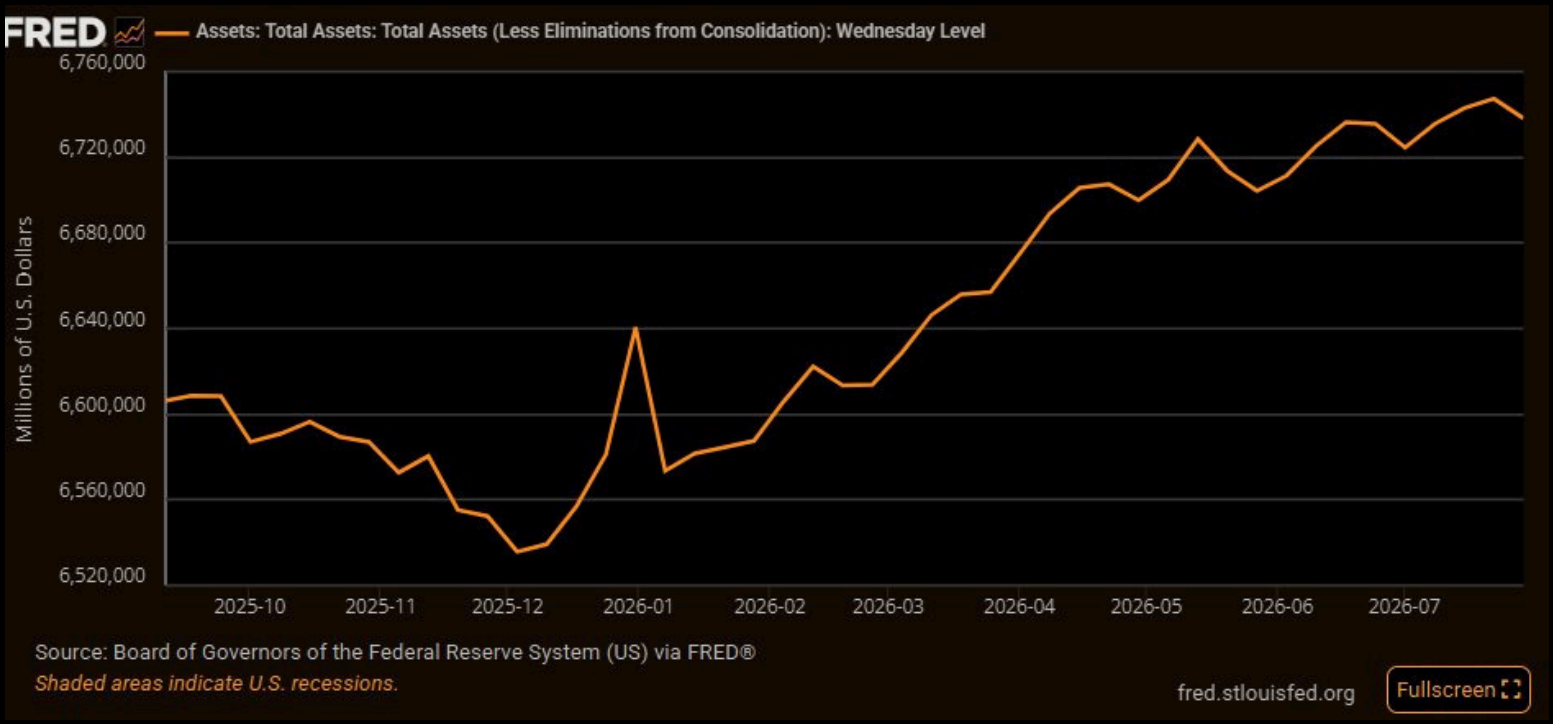


Immagine FED_QE - **Fonte** Fred

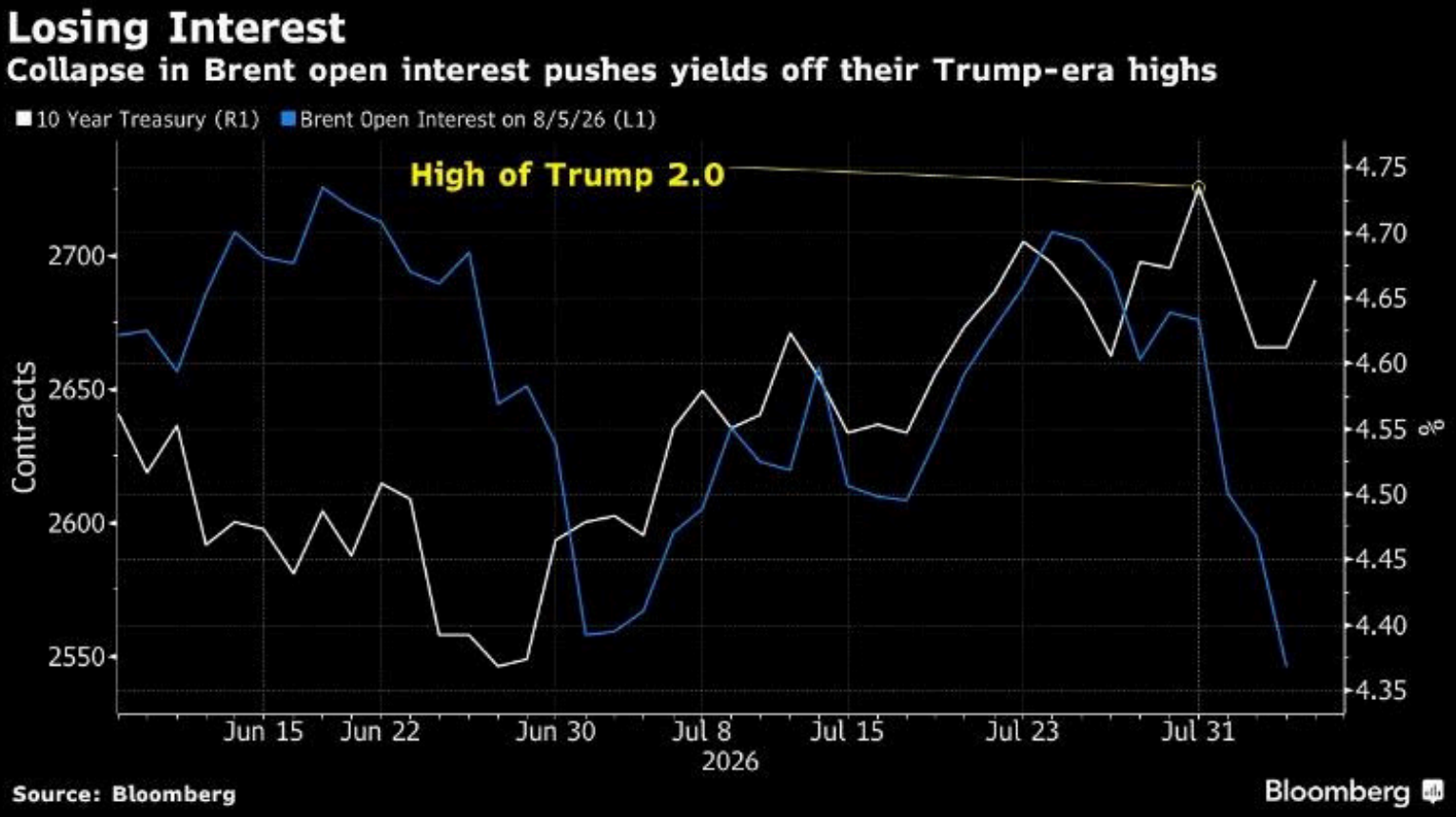


Immagine TSY_PUT - **Fonte** Bloomberg

fixed income

Away
ake

Ritorno del QE fiscale: oltre il 50% del deficit pubblico statunitense viene ormai finanziato tramite buoni del Tesoro, mentre diminuisce la quota coperta attraverso obbligazioni, generando un potenziale impulso di liquidità favorevole agli asset rischiosi.

Composizione del debito e rischio di durata: l'aumento dei buoni riduce il rischio di durata che il mercato deve assorbire; storicamente, configurazioni analoghe hanno coinciso con rendimenti dell'S&P a 3, 6 e 12 mesi quasi doppi rispetto alla media.

Ruolo dei buoni del Tesoro: grazie alla durata molto breve e agli scarti quasi nulli nelle operazioni repo, i buoni possono funzionare come denaro de facto e, rispetto alle obbligazioni, tendono a sottrarre meno risorse agli investimenti azionari.

Mercato repo e liquidità privata: l'espansione del mercato repo consente al settore privato di trasferire e distribuire il rischio di durata, replicando in parte gli effetti che in passato sarebbero stati ottenuti attraverso il QE della FED.

Rischio di rialzo dei rendimenti: il sostegno temporaneo ai Treasury derivante dagli interventi coordinati USA-Giappone sullo yen e dalla moderazione delle tensioni con l'Iran potrebbe esaurirsi, lasciando spazio a un nuovo aumento dei rendimenti.

Possibile passaggio a QE o stealth QE: se il QE fiscale non fosse sufficiente a compensare l'impatto di inflazione e rendimenti reali più elevati, potrebbe rendersi necessario un QE tradizionale o una forma indiretta di espansione del bilancio FED, anche tramite interventi valutari collegati al Giappone.

Commercial papers – Titoli di debito a brevissimo termine emessi generalmente da imprese per finanziare esigenze di liquidità corrente.

Durata (duration) – Misura della sensibilità del prezzo di un titolo obbligazionario alle variazioni dei tassi di interesse. Maggiore è la duration, maggiore tende a essere l'impatto di una variazione dei rendimenti sul prezzo.

Fiscal QE – Espressione utilizzata per descrivere una politica fiscale che, attraverso la composizione delle emissioni del Tesoro, produce effetti sulla liquidità simili a quelli del quantitative easing, pur senza acquisti diretti di titoli da parte della banca centrale.

Haircut / Scarto nelle operazioni repo – Riduzione applicata al valore di un titolo utilizzato come garanzia in un'operazione repo. Più basso è lo scarto, maggiore è la capacità del titolo di funzionare come collateral liquido.

Liquidità ai margini – Concetto secondo cui la liquidità presente in alcuni segmenti del sistema finanziario non è automaticamente disponibile per essere trasferita verso altri asset, come le azioni, perché gli investitori hanno già effettuato una scelta in termini di rischio e durata.

LTCM – Long-Term Capital Management, hedge fund statunitense il cui collasso nel 1998 provocò forti tensioni sui mercati finanziari e richiese un intervento coordinato per limitarne gli effetti sistemici.

Mercato repo – Mercato in cui titoli finanziari vengono ceduti temporaneamente in cambio di liquidità con l'impegno a riacquistarli successivamente. È uno dei principali meccanismi di finanziamento a breve termine del sistema finanziario.

QE – Quantitative Easing – Politica monetaria con cui una banca centrale acquista grandi quantità di titoli, generalmente obbligazioni pubbliche, aumentando la liquidità e riducendo i rendimenti di mercato.

Rischio di durata – Rischio legato alla sensibilità di un asset alle variazioni dei tassi di interesse. È particolarmente rilevante per obbligazioni con scadenze lunghe e, in senso economico, anche per le azioni.

Stealth QE – Espressione informale utilizzata per indicare misure che producono effetti simili al quantitative easing, come l'espansione della liquidità o del bilancio della banca centrale, senza essere formalmente presentate come un programma di QE.

Treasury bills / Buoni del Tesoro USA – Titoli di Stato statunitensi a breve termine, generalmente con scadenza inferiore a un anno. Presentano una duration molto ridotta e sono ampiamente utilizzati come collateral nel sistema finanziario.

Yellen pivot – Espressione riferita al cambiamento nella strategia di finanziamento del Tesoro USA, con un maggiore ricorso all'emissione di Treasury bills rispetto ai titoli a più lunga scadenza, interpretato come un fattore di sostegno alla liquidità dei mercati.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

abstract



In sintesi

L'oro ha registrato la migliore settimana degli ultimi sette mesi, tornando sopra la 50DMA grazie a fattori macroeconomici, short squeeze, rischi geopolitici e soprattutto al ritorno della domanda cinese. Afflussi negli ETF, acquisti fisici e ripresa dell'attività delle banche centrali rafforzano una tesi strutturalmente rialzista, legata anche ai timori fiscali e alla svalutazione monetaria. Sul fronte industriale, il minerale di ferro resta invece penalizzato dall'aumento dell'offerta e dalla debole domanda cinese, mentre il rame beneficia di scorte globali ridotte, investimenti nelle reti, data center AI ed elettrificazione. Nel petrolio, la vera tensione riguarda i prodotti raffinati: guerre, basse scorte e vincoli produttivi mantengono i margini di raffinazione su livelli eccezionalmente elevati, sostenendo gli utili delle major energetiche.

Cosa aspettarsi dal mercato?

L'oro potrebbe consolidare il passaggio da asset sensibile ai tassi a copertura contro svalutazione monetaria e rischio fiscale, con area 4.000-4.100 dollari indicata come possibile zona di acquisto grazie al sostegno delle banche centrali. Rendimenti Treasury determinati sempre più dal mercato, debito USA oltre 40 trilioni e dominanza fiscale potrebbero rendere necessario un futuro ritorno del QE, rafforzando ulteriormente la tesi sull'oro. Per il minerale di ferro prevalgono invece rischi ribassisti, con UBS che vede prezzi medi verso 95 $/t nel 2027. Il rame mantiene prospettive positive sopra i 14.000 $/t, pur con rischi da dollaro, dazi e posizionamento speculativo. Petrolio e raffinazione restano sostenuti da scarsità di prodotti, basse scorte e tensioni geopolitiche, con margini elevati potenzialmente ancora per diversi trimestri.

L'oro ha registrato la migliore performance settimanale degli ultimi sette mesi, con un rialzo che ha riportato il metallo prezioso sopra un importante livello di resistenza tecnica, la media mobile a 50 giorni (50DMA), per la prima volta da marzo. Alla base del movimento vi è una combinazione di cambiamenti nel quadro macroeconomico, rotture di livelli tecnici accompagnate da short squeezes e persistenti rischi geopolitici. Tuttavia, almeno nell'immediato, uno dei principali fattori di sostegno sembra essere rappresentato dal significativo ritorno della domanda cinese, evidenziato dal team di ricerca sulle materie prime di Goldman Sachs.

Bloomberg osserva che gli investitori istituzionali cinesi sono tornati ad acquistare oro nelle ultime settimane, contribuendo ad arrestarne la correzione e a mantenere i prezzi al di sopra della soglia chiave di 4.000 dollari l'oncia. Gli ETF garantiti da oro in Cina hanno registrato 14 giorni consecutivi di afflussi fino a lunedì scorso, la serie positiva più lunga da marzo. Il dato segnala un cambiamento del sentiment nel più grande mercato mondiale dell'oro, dopo che la guerra in Medio Oriente aveva determinato un prolungato periodo di deflussi e riduzioni dei prezzi.

Steve Zhou, analista presso Huaan Fund Management Co, che gestisce il più grande ETF sull'oro del Paese, ha dichiarato che l'interesse degli investitori istituzionali è aumentato da quando l'oro è sceso in prossimità dei 4.000 dollari. Secondo Zhou, anche la forte correzione dei mercati azionari cinesi ha contribuito ad alimentare gli afflussi verso il metallo prezioso.

Parallelamente emergono segnali di rafforzamento anche sul mercato fisico. Goldman Sachs richiama, in particolare, alcuni dati significativi:

- le esportazioni del Regno Unito verso la Cina, considerate un proxy dell'attività della PBOC, hanno raggiunto in aprile e maggio i massimi da un anno;
- le importazioni cinesi non monetarie sono aumentate del 90% a/a nel Q1;
- le importazioni cinesi destinate al bond hanno raggiunto 225 MT YTD, rispetto a 28 MT durante il 1H2.

I prezzi sulla Shanghai Gold Exchange presentano inoltre un modesto premio rispetto al benchmark globale di Londra, rendendo più conveniente per le banche approvvigionarsi di metallo sui mercati esteri. Tale dinamica sembra riflettere, almeno in parte, gli acquisti retail cinesi effettuati tramite accumulatori. Bernard Sin, direttore regionale per la Grande Cina presso il trader e raffinatore MKS PAMP SA, ha osservato che le scorte disponibili sono state assorbite con una rapidità insolita. L'azienda ha inoltre ricevuto numerose richieste da banche onshore operative sull'International Board della Shanghai Gold Exchange, piattaforma attraverso la quale è possibile importare lingotti.

Occorre tuttavia precisare che, secondo Sin, l'incremento della domanda cinese rimane per il momento relativamente contenuto e potrebbe non essere sufficiente, da solo, a determinare un'ulteriore significativa accelerazione dei prezzi. Non sono ancora emersi, infatti, segnali di acquisti dettati dal panico.

Sul fronte delle banche centrali, gli acquisti ufficialmente dichiarati risultano in calo di circa il 28% a/a YTD. Goldman Sachs ritiene tuttavia che gran parte di questa debolezza sia già incorporata nei prezzi, considerando che:

a) l'attività sta tornando ad accelerare, soprattutto grazie a Cina e Turchia;

b) i gestori delle riserve, escludendo Russia e Turchia, non hanno effettuato vendite durante l'iniziale escalation con l'Iran, contrariamente a una prima interpretazione secondo cui alcune banche centrali del Medio Oriente e del Sud-Est asiatico avrebbero liquidato oro per sostenere le rispettive valute o per esigenze analoghe.

Il consenso istituzionale resta pertanto nettamente rialzista sull'oro, sostenuto dalla domanda strutturale e dai temi legati alla svalutazione monetaria, nonostante i venti contrari di breve periodo derivanti da uno scenario di tassi elevati più a lungo. Il mercato sembra quindi evolvere da una fase correttiva prevalentemente sensibile ai tassi verso un mercato rialzista di natura più strutturale, alimentato dalla domanda delle banche centrali e dalle crescenti preoccupazioni fiscali.

In questa prospettiva, eventuali ribassi verso area 4.000-4.100 dollari l'oncia potrebbero essere considerati opportunità di acquisto, sostenute dal floor rappresentato dagli acquisti del settore ufficiale. Il progressivo disaccoppiamento dell'oro dai mercati azionari suggerisce inoltre che il metallo stia incorporando sempre più il rischio di svalutazione monetaria, anziché riflettere esclusivamente l'andamento dei rendimenti reali.

Ampliando ulteriormente la prospettiva, oro e dollaro risultano oggi strettamente collegati attraverso il denominatore comune dei FED Funds. A differenza dell'epoca di Volcker, quando il debito pubblico statunitense era misurato in miliardi anziché in migliaia di miliardi di dollari, Warsh – analogamente a Powell prima di lui – dispone di margini più limitati per contrastare l'inflazione attraverso rialzi dei tassi.

La ragione è legata alla sostenibilità del costo del debito federale, alla luce del superamento ufficiale della soglia dei 40 trilioni di dollari di debito pubblico. Qualsiasi incremento dei tassi finalizzato a contrastare un'inflazione ritenuta apertamente sottostimata comporterebbe infatti un aumento della spesa per interessi, aumentando potenzialmente la necessità per la FED di espandere nuovamente la base monetaria o creare ulteriore liquidità per finanziare il maggiore costo del debito.

Gli Stati Uniti si troverebbero quindi in una condizione di dominanza fiscale, nella quale una politica monetaria formalmente restrittiva rischia, attraverso l'aumento degli oneri finanziari pubblici e le successive risposte monetarie, di produrre conseguenze inflazionistiche. In questo quadro non sorprende che a luglio non sia stato annunciato alcun aumento dei tassi.

Particolarmente significativo è stato un passaggio della conferenza stampa della FED, durante la quale a Warsh è stato chiesto direttamente perché nove membri del FOMC avessero votato contro un aumento dei tassi. Warsh ha osservato che i tassi di mercato risultavano già superiori rispetto a 42 giorni prima e che i mercati avevano modificato autonomamente le proprie valutazioni, anche perché la FED aveva in parte ridotto il proprio tentativo di influenzarne direttamente l'andamento. Ha inoltre sottolineato come i tassi nominali lungo l'intera curva dei Treasury fossero aumentati e come la

politica monetaria esercitasse i propri effetti non soltanto attraverso le decisioni formali della banca centrale, ma anche tramite la formazione dei prezzi nei mercati finanziari e la loro trasmissione all'economia reale.

L'interpretazione sostanziale è che i rendimenti stiano aumentando anche in assenza di rialzi ufficiali della FED, perché il mercato sta applicando autonomamente un premio per il rischio più elevato al debito statunitense. Ne deriva l'ipotesi che la FED stia progressivamente perdendo parte della propria capacità di controllo sul mercato obbligazionario, mentre il Tesoro guidato da Bessent assume un ruolo crescente nella gestione delle condizioni finanziarie, inclusa l'operazione sullo yen con coinvolgimento del FIMA repo.

In ultima analisi, potrebbe quindi essere il mercato obbligazionario stesso, più che le politiche della FED sui tassi o sul bilancio, a determinare il livello dei rendimenti e, di conseguenza, il prezzo del debito. Tale costo sta aumentando in maniera significativa, alimentato dalla crescente sfiducia nei confronti della sostenibilità delle promesse di pagamento, dall'elevato livello di indebitamento e dalla possibilità che aumentino i venditori reali o potenziali di Treasury rispetto agli acquirenti, con il Giappone come possibile riferimento o stress test.

Una dinamica di questo tipo potrebbe esercitare pressioni rilevanti anche sulle azioni sostenute negli anni da un costo del capitale particolarmente contenuto e, parallelamente, sullo stesso mercato obbligazionario statunitense. L'alternativa sarebbe rappresentata da un nuovo intervento ciclico della FED finalizzato a contenere i rendimenti attraverso migliaia di miliardi di quantitative easing diretto o indiretto e attraverso nuovi acquisti di titoli che il mercato potrebbe altrimenti assorbire con crescente difficoltà.

Una simile soluzione comporterebbe tuttavia un costo significativo: la prosecuzione della svalutazione monetaria, poiché l'espansione della quantità di dollari diventerebbe funzionale al mantenimento della sostenibilità delle obbligazioni e delle promesse di pagamento pubbliche.

Storicamente, la svalutazione della moneta utilizzata per preservare la sostenibilità del debito rappresenta una dinamica ricorrente nelle fasi di crisi debitoria e di transizione dell'egemonia economica. Ed è precisamente questo collegamento a ricondurre nuovamente all'oro.

Il mercato obbligazionario tende storicamente ad anticipare queste dinamiche. Il segnale che potrebbe oggi emergere è quello di una progressiva perdita di potere d'acquisto della moneta nella quale il debito è denominato, con un messaggio potenzialmente più diretto rispetto alle comunicazioni della FED o della BOJ.

In questo contesto si inserisce anche l'ipotesi secondo cui la correzione dei metalli preziosi osservata all'inizio del 2026 possa aver favorito l'accumulazione di oro da parte dei maggiori operatori di mercato, mentre una parte degli investitori si concentrava invece sul tema dell'AI a valutazioni elevate, con l'IPO di SpaceX come possibile last hurrah e potenziale punto di svolta del successivo reckoning.

IRON ORE

La scorsa settimana i futures sul minerale di ferro quotati a Singapore sono scesi fino al minimo intraday dell'ultimo anno, mentre il deterioramento dei fondamentali continua a esercitare pressione sul mercato. La domanda cinese di acciaio rimane debole a causa del persistente rallentamento del settore delle costruzioni e della compressione dei margini degli impianti siderurgici, mentre l'offerta continua ad aumentare, rafforzando le aspettative di un surplus crescente.

Bloomberg aveva già segnalato che le recenti preoccupazioni riguardanti il principale trader fisico Radiant World hanno introdotto un ulteriore elemento di incertezza. Tuttavia, la principale narrativa ribassista continua a essere legata alla debolezza della domanda, insufficiente ad assorbire l'aumento dell'offerta.

Secondo Bloomberg News, Vitol Group e Cargill Inc. hanno interrotto venerdì i rapporti commerciali con Radiant World, società privata, a causa di preoccupazioni relative a possibili fatture false.

Intesa Sanpaolo SpA e il fondo Point Bonita di Jefferies Financial Group Inc. stavano inoltre riesaminando la propria esposizione nei confronti della società. Radiant World, cresciuta negli ultimi anni fino a diventare uno dei principali operatori del mercato, ha dichiarato che tali ricostruzioni sono categoricamente false.

Separatamente, Myles Allsop, analista londinese di UBS specializzato nel settore minerario e dei metalli, ha recentemente osservato che i fondamentali del minerale di ferro rimangono improntati alla cautela e che i prezzi stanno iniziando a testare la parte inferiore dell'intervallo.

Allsop ha inoltre espresso dubbi sulla possibilità che il minerale di ferro possa mantenersi sopra i 100 $/t nel 2027. Secondo l'analista, i fondamentali stanno peggiorando a causa dell'aumento dell'offerta e della debolezza della domanda, dinamica che ha determinato un significativo incremento delle scorte negli ultimi 12 mesi.

I livelli di supporto dei costi sono aumentati per effetto dei maggiori prezzi del diesel e dei noli, ma UBS ritiene che tali pressioni possano attenuarsi nei prossimi 12 mesi qualora il cessate il fuoco reggesse e i prezzi di petrolio e gas tornassero verso livelli più normali.

UBS prevede che i prezzi del minerale di ferro si attestino mediamente intorno ai 100 $/t nel 2026 e si riducano verso circa 95 $/t nel 2027, in un contesto caratterizzato da un surplus più ampio. I prezzi potrebbero quindi scendere fino a collocarsi appena al di sopra del ~90° percentile della curva del valore d'uso, ossia intorno ai 90 $/t.

A partire dal 2027, UBS si attende inoltre che il rottame d'acciaio inizi progressivamente a sostituire parte della domanda di minerale di ferro, con l'inasprimento del sistema ETS cinese. Restano tuttavia poco chiari sia l'entità sia il ritmo del processo, che dipenderanno da una filiera di raccolta e lavorazione ancora altamente frammentata e dal sostegno delle politiche pubbliche.

RAME

La forza del rame è riemersa la scorsa settimana al London Metal Exchange, con i futures che hanno superato i 14.000 dollari a tonnellata. Un ulteriore rialzo potrebbe spingere i prezzi verso nuovi massimi, mentre gli operatori valutano la crescente scarsità dell'offerta globale rispetto ai consistenti afflussi di metallo negli Stati Uniti in vista della prevista decisione del Presidente Trump sui dazi.

Il Dipartimento del Commercio avrebbe dovuto presentare entro il 30 giugno la propria raccomandazione sui dazi, ma al momento non è stata annunciata alcuna decisione. Per ragioni di sicurezza nazionale, si prevede che l'agenzia possa imporre tariffe fino al 50% sulle importazioni di prodotti in rame semilavorati e derivati ai sensi della Sezione 232.

La politica mira a proteggere la produzione domestica statunitense, ridurre la dipendenza dall'estero e mitigare i rischi legati alle catene di approvvigionamento provenienti dai principali esportatori, tra cui Cile, Perù e Canada.

Bloomberg riferisce che oltre 200.000 tonnellate di rame sono arrivate nei porti statunitensi nel mese di luglio, il maggiore afflusso mensile registrato nella serie storica disponibile dal 2014. I prezzi elevati sul mercato statunitense hanno mantenuto profittevole questo flusso commerciale.

La conseguenza è stata l'accumulazione di una consistente quantità di rame nei magazzini e nei porti degli Stati Uniti, mentre le disponibilità nel resto del mondo continuano a diminuire. Le scorte del LME sono scese ai minimi degli ultimi cinque mesi e l'ampliamento della backwardation segnala una crescente pressione sull'offerta a breve termine.

I contratti con scadenza più ravvicinata sono stati infatti scambiati con un premio di 99,50 dollari a tonnellata rispetto ai futures a tre mesi, in aumento rispetto ai circa 30 dollari della settimana precedente. Si tratta della backwardation più ampia da gennaio e la struttura della curva evidenzia tensioni sulle disponibilità immediate di metallo.

Christopher LaFemina, analista di Jefferies, ha comunicato ai clienti all'inizio dell'estate che il suo team non aveva assunto in precedenza una posizione sufficientemente rialzista sul rame. Jefferies presenta ora la previsione di prezzo più elevata di Wall Street, sostenuta dalle aspettative di forte domanda industriale negli Stati Uniti e da un'offerta ancora limitata.

Oltre a Jefferies, anche HSBC, Goldman e JPMorgan hanno indicato ai clienti che il ciclo rialzista del rame sarebbe sostenuto da un contesto di offerta progressivamente più ristretto, dall'accelerazione degli investimenti nelle reti elettriche, dalla domanda proveniente dai data center legati all'IA e dalla più ampia elettrificazione industriale.

Nel complesso, alcuni dei principali desk di Wall Street specializzati nei metalli hanno segnalato la possibilità di una rottura sostenuta sopra i 14.000 dollari al LME. Michael Ball, macro-strategist di Bloomberg, ha tuttavia recentemente evidenziato come una delusione sul fronte dei dazi, un rafforzamento del dollaro o una correzione significativa dei mercati azionari guidata dall'AI potrebbero mettere sotto pressione le crescenti posizioni speculative rialziste sul rame.

Il grafico **COPPER_GOLD** evidenzia inoltre un'ulteriore possibile dinamica attualmente in fase di formazione.

PETROLIO E RAFFINAZIONE

Per la seconda volta in questo decennio, una guerra ha profondamente modificato gli equilibri dei mercati petroliferi globali, portando i prezzi del petrolio e i margini di raffinazione ai massimi pluriennali e favorendo le principali compagnie petrolifere e i maggiori raffinatori mondiali.

Le Big Oil hanno registrato nel secondo trimestre gli utili più elevati dal precedente episodio di guerra, rappresentato dall'invasione russa dell'Ucraina nel 2022, sostenute dal forte aumento dei prezzi del petrolio tra aprile e giugno.

Nonostante il successivo arretramento delle quotazioni del greggio e l'elevata volatilità degli ultimi cinque mesi, il mercato dei prodotti raffinati continua a mostrare condizioni di crescente tensione, con margini di raffinazione prossimi ai massimi storici. La ragione principale è che l'offerta di prodotti petroliferi risulta sensibilmente più limitata rispetto all'offerta di greggio.

I margini di raffinazione sono rimasti su livelli eccezionalmente elevati anche mentre il prezzo del petrolio greggio superava i 100 dollari al barile. L'offerta globale di benzina, diesel e carburante per aerei continua infatti a restringersi da diversi mesi per effetto di una combinazione di fattori, molti dei quali direttamente o indirettamente collegati alle guerre in Iran e in Ucraina.

Nel mese scorso i margini di raffinazione di benzina e diesel hanno raggiunto nuovi massimi storici, in un contesto caratterizzato da escalation intermittenti in Medio Oriente, dal divieto russo alle esportazioni di diesel e dal calo delle scorte globali di carburanti.

Fatih Birol, direttore esecutivo dell'Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA), ha sottolineato in una rara dichiarazione pubblica che il contesto non consente alcun compiacimento sul fronte della sicurezza petrolifera, alla luce dell'escalation delle ostilità e del continuo calo delle scorte commerciali disponibili.

Birol ha ricordato che i Paesi membri dell'IEA dispongono ancora di oltre 1 miliardo di barili di riserve controllate dai governi, ma ha osservato che l'attività di raffinazione e l'offerta di prodotti non sono aumentate nella stessa misura delle consegne di greggio. Ne deriva che i mercati dei prodotti raffinati, incluso diesel e benzina, risultano considerevolmente più tesi rispetto al mercato del petrolio grezzo.

Shell, ad esempio, ha più che raddoppiato gli utili del secondo trimestre rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. L'aumento dei prezzi di petrolio e gas, un utilizzo record delle raffinerie e una forte attività di trading hanno consentito di superare le aspettative degli analisti.

Il tasso di utilizzo delle raffinerie di Shell ha raggiunto il 102% tra aprile e giugno, rispetto al 99% del primo trimestre del 2026, principalmente grazie alla riduzione delle attività di manutenzione sia pianificate sia non pianificate. Anche la forza dei margini di raffinazione e del comparto chimico ha sostenuto i risultati dell'ultimo trimestre.

Il margine indicativo globale di raffinazione di Shell è salito a 24 dollari al barile dai 17 dollari del primo trimestre, mentre il margine chimico indicativo globale è quasi raddoppiato, passando da 139 a 270 dollari per tonnellata. L'amministratore delegato Wael Sawan ha definito eccellente la performance operativa del segmento raffinazione durante la conference call sui risultati.

L'utile netto rettificato di TotalEnergies è invece aumentato del 68% rispetto all'anno precedente, raggiungendo 6 miliardi di dollari nel secondo trimestre del 2026, sostenuto dall'incremento dei prezzi del petrolio e dei margini di raffinazione.

L'European Refining Margin Marker della supermajor è aumentato del 19% rispetto al trimestre precedente ed è quasi triplicato dall'inizio dell'anno rispetto alla prima metà del 2025, passando da 4,3 a 12,4 dollari al barile.

L'amministratore delegato Patrick Pouyanné ha evidenziato durante la conference call come raffinazione e chimica abbiano ottenuto risultati particolarmente elevati, beneficiando delle condizioni di mercato e gestendo le tensioni sull'offerta di prodotti raffinati per massimizzare i margini.

Anche le supermajor statunitensi ExxonMobil e Chevron hanno riportato gli utili più elevati degli ultimi anni, attirando le critiche del Presidente degli Stati Uniti Donald Trump.
Chevron ha registrato nel secondo trimestre una capacità di raffinazione record superiore a 1 milione di barili al giorno, secondo quanto dichiarato dall'amministratore delegato Mike Wirth durante la conference call di venerdì 1 agosto.

Wirth ha indicato nei distillati medi il principale elemento di tensione del mercato. Inizialmente la criticità riguardava soprattutto il carburante per aerei, mentre più recentemente si è concentrata sul diesel. Secondo il dirigente, la domanda europea di diesel potrebbe tornare a crescere rispetto ai livelli relativamente deboli del secondo trimestre, anche per effetto della ricostituzione delle scorte di olio da riscaldamento in vista dell'inverno.

A questo si aggiungono il divieto russo alle esportazioni, i fermi delle raffinerie in Russia e i vincoli esistenti nello Stretto. La domanda cinese rimane una delle principali variabili da monitorare, anche se Chevron non rileva al momento una significativa distruzione della domanda.

Wirth ritiene pertanto possibile osservare ulteriori pressioni rialziste sui prezzi dei prodotti raffinati nel corso del terzo trimestre e potenzialmente anche oltre. In tale contesto si inserisce anche il cambiamento di strategia di Kiev, con un crescente utilizzo dei droni contro infrastrutture di raffinazione, che assume inevitabilmente anche implicazioni per gli equilibri di mercato e i margini del settore.

Anche l'amministratore delegato di Exxon, Darren Woods, si attende un mercato della raffinazione ancora particolarmente robusto, caratterizzato da margini elevati.

Anche qualora le interruzioni dell'offerta venissero progressivamente risolte entro la fine dell'anno e i flussi di greggio e carburanti dal Medio Oriente tornassero alla normalità, il basso livello delle scorte globali e la necessità di ricostituirle potrebbero continuare a sostenere il comparto globale della raffinazione per diversi trimestri.

Nel complesso, il settore petrolifero e quello della difesa appaiono oggi fortemente interconnessi. I conflitti geopolitici sostengono direttamente o indirettamente i margini del settore energetico attraverso le restrizioni dell'offerta, mentre gli attacchi alle infrastrutture di raffinazione mediante droni contribuiscono a preservare o accentuare tali condizioni di scarsità.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

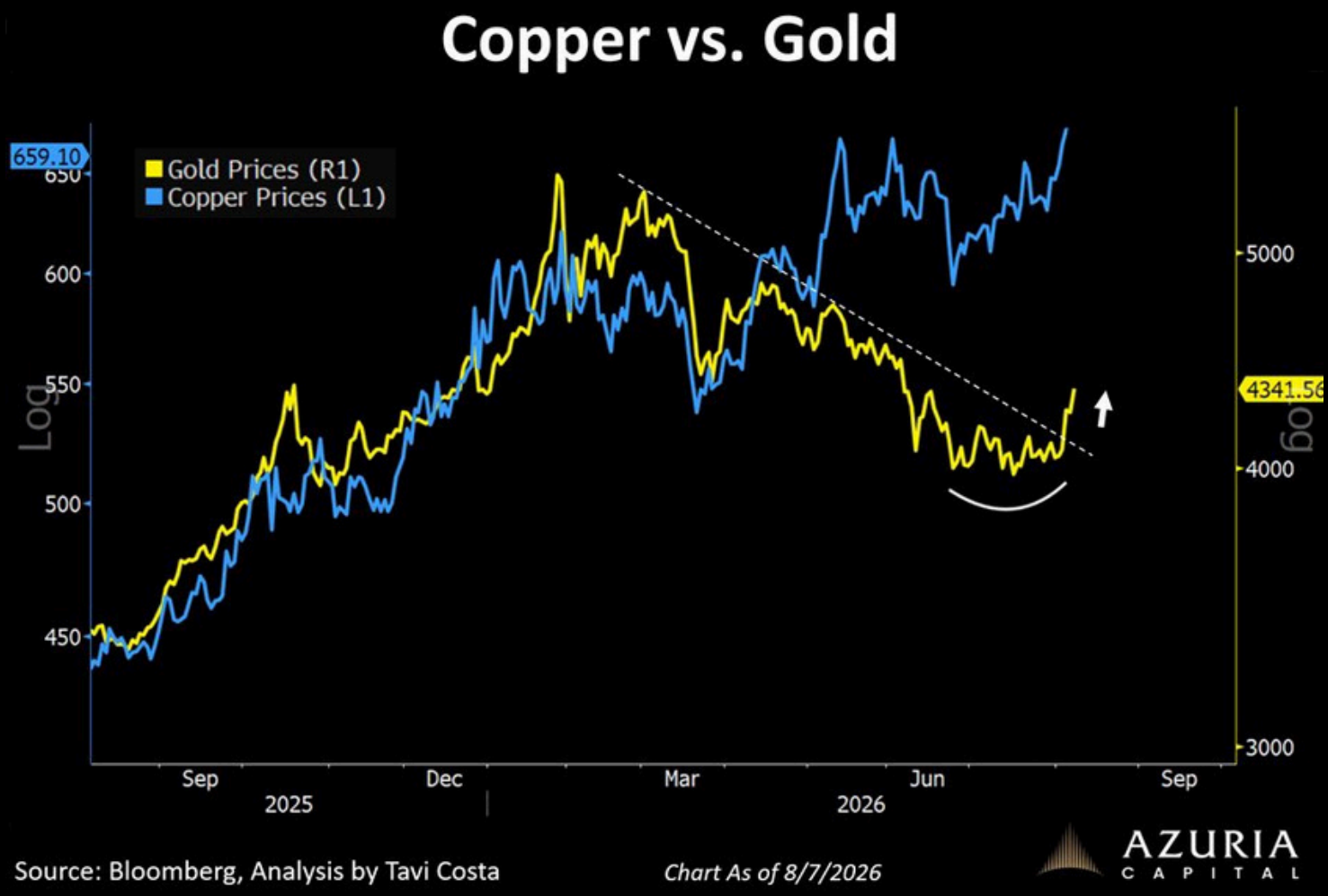


Immagine COPPER_GOLD - **Fonte** Azuria Capital

commodities

Away
ake

Oro e ritorno della domanda cinese – Il rialzo dell'oro è sostenuto da afflussi negli ETF cinesi, acquisti fisici, maggiore interesse istituzionale e segnali di ripresa della domanda proveniente dalla Cina.

Banche centrali e domanda strutturale di oro – Nonostante il calo degli acquisti dichiarati YTD, Cina e Turchia stanno tornando ad accelerare e il settore ufficiale continua a rappresentare un importante sostegno strutturale ai prezzi.

Dominanza fiscale USA e svalutazione monetaria – L'elevato debito pubblico statunitense limita la capacità della FED di contrastare l'inflazione con rialzi dei tassi, aumentando il rischio di future espansioni monetarie e rafforzando la funzione dell'oro come protezione dalla perdita di potere d'acquisto.

Minerale di ferro: fondamentali in deterioramento – L'aumento dell'offerta, la debole domanda cinese di acciaio e la crescita delle scorte mantengono una prospettiva prudente, con pressioni ribassiste attese anche nel 2027.

Rame: scarsità di offerta e domanda strutturale – Il rame beneficia di scorte LME ridotte, backwardation crescente, investimenti nelle reti elettriche, domanda dei data center AI ed elettrificazione, pur restando esposto a rischi legati a dazi, dollaro e posizionamento speculativo.

Petrolio e raffinazione: margini sostenuti dalle tensioni geopolitiche – La scarsità di benzina, diesel e jet fuel, le basse scorte globali, i vincoli alle esportazioni russe e gli attacchi alle infrastrutture mantengono elevati i margini di raffinazione e sostengono gli utili delle principali compagnie energetiche.

Backwardation – Struttura del mercato dei futures in cui i contratti con scadenza più vicina quotano a un prezzo superiore rispetto a quelli con scadenze più lontane. Spesso segnala scarsità dell'offerta nel breve termine.

Dominanza fiscale – Situazione in cui l'elevato livello del debito pubblico condiziona fortemente la politica monetaria, limitando la capacità della banca centrale di alzare i tassi senza compromettere la sostenibilità finanziaria dello Stato.

ETS (Emissions Trading System) – Sistema di scambio delle quote di emissione di CO_2. Impone un costo alle emissioni e può favorire processi produttivi meno inquinanti, come un maggiore utilizzo di rottame d'acciaio rispetto al minerale di ferro.

FIMA Repo – Strumento della Federal Reserve che consente ad alcune istituzioni monetarie estere di ottenere temporaneamente dollari dando in garanzia titoli del Tesoro USA. Serve a migliorare la liquidità in dollari senza costringere alla vendita dei Treasury.

Floor – Livello di prezzo considerato come possibile soglia di sostegno, al di sotto della quale una maggiore domanda tende a limitare ulteriori ribassi.

International Board della Shanghai Gold Exchange – Sezione internazionale della borsa dell'oro di Shanghai attraverso la quale operatori autorizzati possono effettuare transazioni e importazioni di oro fisico.

PBOC (People's Bank of China) – Banca centrale della Cina. Le sue operazioni sulle riserve auree possono avere un impatto significativo sulla domanda globale di oro.

Premio per il rischio – Rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per detenere un'attività percepita come più rischiosa. Nel caso dei Treasury, un aumento del premio per il rischio può far salire i rendimenti anche senza interventi della FED.

Quantitative Easing (QE) – Politica monetaria attraverso cui una banca centrale acquista grandi quantità di titoli, soprattutto obbligazioni, per aumentare la liquidità e contenere i rendimenti.

Sezione 232 – Norma statunitense che consente di imporre restrizioni o dazi alle importazioni qualora siano considerate una minaccia per la sicurezza nazionale.

Short squeeze – Movimento rialzista molto rapido provocato dalla chiusura forzata di posizioni ribassiste. Chi aveva venduto allo scoperto deve riacquistare l'asset, contribuendo ad accelerarne il rialzo.

50DMA (50-Day Moving Average) – Media mobile dei prezzi degli ultimi 50 giorni, utilizzata nell'analisi tecnica per individuare trend, livelli di supporto o resistenza e possibili segnali di inversione.



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