MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

24 - 30 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

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

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

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

64 **DISCLAIMER**
informazioni legali e credits

65 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

La settimana dal 24 al 30 agosto sarà particolarmente intensa sul fronte macroeconomico, con l'attenzione concentrata sul simposio di Jackson Hole organizzato dalla FED di Kansas City. Tra i principali appuntamenti figurano PIL, inflazione, produzione industriale e fiducia dei consumatori in diverse economie, oltre a numerose aste governative in Europa e Asia. Negli USA saranno pubblicati National Activity Index della FED di Chicago, dati immobiliari, Core PCE, PIL del secondo trimestre, beni durevoli, reddito e spesa personali, profitti corporate, richieste di disoccupazione e revisione del Non-Farm Payrolls. In Europa saranno centrali inflazione, disoccupazione, sentiment economico e massa monetaria M3. Attenzione anche alla decisione sui tassi della Corea del Sud e ai dati provenienti da Cina, Giappone, India, Canada, Brasile, Messico e Russia.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il momento decisivo arriverà venerdì 28 agosto con l'intervento di Kevin Warsh a Jackson Hole, soprattutto dopo il duplice intervento di Scott Bessent su yen e Treasuries, che sembra aver ampliato il ruolo del Tesoro USA rispetto alla FED. I mercati cercheranno indicazioni sulla futura traiettoria dei tassi: Warsh potrebbe limitarsi a ribadire un approccio di data-dependency sull'inflazione, mantenere aperta l'ipotesi di un rialzo a settembre oppure utilizzare Jackson Hole per riaffermare la centralità della FED. Core PCE, PIL, mercato del lavoro e aspettative inflazionistiche a 5 anni dell'Università del Michigan contribuiranno a definire il quadro. Fuori dagli USA, attenzione alla Corea del Sud, dove la decisione sui tassi rappresenterà un importante banco di prova rispetto alle valutazioni sull'AI e all'andamento del KOSPI.

Cosa dirà Kevin Warsh al mondo dopo il duplice intervento di Scott Bessent su yen e Treasuries, che sembra aver posto la FED in secondo piano rispetto a un Tesoro USA sempre più orientato a svolgere molteplici funzioni? Si limiterà a ribadire un approccio di data-dependency sull'inflazione, manterrà aperta l'ipotesi di un rialzo dei tassi a settembre oppure utilizzerà Jackson Hole per riaffermare il ruolo centrale della FED?

La settimana che si apre sarà caratterizzata da un calendario particolarmente intenso di dati macroeconomici dopo la pausa estiva ma, inevitabilmente, l'attenzione sarà concentrata soprattutto sul simposio annuale organizzato dalla FED di Kansas City, in programma dal 27 al 29 agosto al Jackson Lake Lodge, in Wyoming. Sarà proprio in questa sede che il numero uno della Banca centrale USA prenderà la parola alle 10 del mattino (ora di Washington) di venerdì 28 agosto.

Ma procediamo con ordine.

Lunedì 24 agosto, grande protagonista sarà il Messico, con la pubblicazione dei dati sul PIL, sull'inflazione di metà mese e sulla produzione industriale. Francia e Germania torneranno invece sul mercato con nuove aste, in un contesto caratterizzato da rendimenti particolarmente elevati. La Corea del Sud pubblicherà il dato sulla fiducia dei consumatori, mentre dagli USA arriverà un primo indicatore utile per valutare lo stato dell'economia, con la diffusione del National Activity Index della FED di Chicago.

Martedì 25 agosto il calendario entrerà progressivamente nel vivo. Si partirà con la pubblicazione delle minute dell'ultimo board della Banca centrale australiana e con l'asta del titolo a 20 anni della Corea del Sud, per poi spostare l'attenzione sull'Europa. In Francia sarà pubblicato il dato sulla fiducia dei consumatori, mentre dalla Germania arriverà l'indice IFO, in un Paese ormai prossimo al voto regionale di settembre. In Gran Bretagna sarà invece la volta dell'asta del GILT 2033.

Negli USA verranno pubblicati i dati relativi al mercato immobiliare, gli indicatori manifatturieri e dei servizi della FED di Richmond, il dato CB sulla fiducia dei consumatori e quello sui permessi di costruzione. Si tratterà, quindi, di una prima serie significativa di indicatori in vista degli appuntamenti centrali della settimana.

In contemporanea, in Cina inizierà il Congresso dell'Assemblea Nazionale del Popolo, l'organismo monocamerale che opera da Parlamento della Repubblica cinese.

Mercoledì 26 agosto l'Australia renderà noti il dato sull'inflazione, il Westpac Leading Index dell'economia e il CPI, mentre Singapore pubblicherà il dato sulla produzione industriale e l'India quello relativo alla massa monetaria M3.

In Europa sarà una giornata caratterizzata dalle aste: l'Italia emetterà il BTp a 2 anni e la Germania il Bund a 15 anni.

L'attenzione si sposterà poi sugli USA, dove arriverà una prima importante serie di dati. Saranno pubblicati il tasso sui mutui fissi a 30 anni, con i relativi sottoindici sulle richieste di mutui e sul tasso di rifinanziamento, l'indice dei prezzi Core PCE, il dato sul PIL del secondo trimestre, gli ordinativi dei beni durevoli, la spesa e il reddito personali, i profitti corporate e il dato EIA sugli stock petroliferi e dei prodotti distillati.

A completare la giornata, l'asta del titolo decennale in Canada e il dato sulla produzione industriale in Russia. Quest'ultimo merita particolare attenzione alla luce della campagna di droni ucraini contro le attività produttive legate all'energia.

Giovedì 27 agosto inizierà ufficialmente il simposio di Jackson Hole. Il primo dato macroeconomico rilevante arriverà dalla Cina, dove è attesa la pubblicazione dei profitti industriali.

Subito dopo arriverà un primo importante banco di prova rispetto alle valutazioni sull'AI: la Banca centrale della Corea del Sud, in un contesto economico e finanziario sempre più condizionato dall'andamento del KOSPI, deciderà sui tassi di interesse.

Grande attenzione anche all'Europa. La Francia pubblicherà il dato PPI, quello sul tasso di disoccupazione e sulla conseguente richiesta di sussidi; dalla Germania arriverà l'indice Gfk sulla fiducia dei consumatori; l'Italia tornerà sul mercato con l'asta del BOT a 6 mesi; l'Unione Europea pubblicherà invece i dati sui prestiti a imprese e cittadini e quello sulla fornitura di massa monetaria M3.

Seguiranno la bilancia commerciale in Messico, il tasso di disoccupazione in Brasile, il dato sui salari settimanali in Canada e una serie di indicatori minori dagli USA, oltre al fixing dei tassi fissi per i mutui immobiliari a 15 e 30 anni.

Tra questi figurano gli indici composito e manifatturiero della FED di Kansas City, che ospita il simposio di Jackson Hole, la variazione degli stock di gas naturale e, soprattutto, le scorte all'ingrosso e il dato sulle richieste di disoccupazione. A chiudere la giornata sarà il dato previsionale del PIL in Russia.

Venerdì 28 agosto il calendario sarà ancora particolarmente intenso. Dal Giappone arriveranno il tasso di disoccupazione, la fiducia dei consumatori e il CPI. Nei Paesi membri dell'Eurozona saranno pubblicati il tasso di inflazione preliminare e quello armonizzato. Seguiranno il dato finale della bilancia commerciale in Turchia, il tasso di disoccupazione in Germania, gli indicatori sulla fiducia di imprese e consumatori e una nuova asta BTp in Italia.

A livello di Unione Europea saranno inoltre pubblicati i dati sul sentiment economico, industriale e dei servizi, oltre alle aspettative inflazionistiche e a quelle sui prezzi di vendita.

Seguiranno il PPI in Brasile, i dati sulla produzione manifatturiera e industriale in India e il PIL annualizzato e trimestrale in Canada.

Negli USA saranno invece pubblicati il dato di revisione del Non-Farm Payrolls e il consueto report sulle condizioni di mercato dell'Università del Michigan, fra cui le aspettative inflazionistiche a 5 anni.

Come già anticipato, l'appuntamento centrale della giornata e dell'intera settimana sarà il discorso di Kevin Warsh dal Wyoming, rivolto ai mercati e all'economia globale.

Sabato 29 agosto sarà la giornata conclusiva del simposio di Jackson Hole, mentre domenica 30 agosto l'attenzione si sposterà sull'Arabia Saudita, con la pubblicazione del dato sulla massa monetaria M3 e sui prestiti bancari a privati.

Macro

Take Away

Jackson Hole e FED – Il simposio della FED di Kansas City sarà l'evento centrale della settimana, con particolare attenzione al discorso di Kevin Warsh di venerdì 28 agosto e alle indicazioni sulla futura traiettoria della politica monetaria USA.

Tesoro USA e ruolo di Scott Bessent – Il duplice intervento su yen e Treasuries ha rafforzato la percezione di un Tesoro USA sempre più attivo e multiruolo, ponendo il tema del rapporto e degli equilibri con la FED al centro dell'attenzione dei mercati.

Inflazione e crescita negli USA – Core PCE, PIL del secondo trimestre, beni durevoli, reddito e spesa personali e profitti corporate offriranno indicazioni importanti sulla solidità dell'economia e sulle prospettive dei tassi.

Mercato del lavoro e fiducia – Richieste di disoccupazione, revisione del Non-Farm Payrolls, fiducia dei consumatori e aspettative inflazionistiche a 5 anni dell'Università del Michigan completeranno il quadro macroeconomico statunitense.

Europa tra dati macro e mercato obbligazionario – Inflazione, disoccupazione, fiducia di imprese e consumatori, massa monetaria M3 e sentiment economico saranno accompagnati da numerose aste governative, tra cui BTp, BOT, Bund e GILT.

Asia sotto osservazione – La decisione sui tassi della Corea del Sud rappresenterà un importante banco di prova rispetto alle valutazioni sull'AI e all'andamento del KOSPI, mentre da Cina, Giappone, Australia, India e Singapore arriveranno ulteriori indicazioni su crescita, inflazione e attività industriale.

Macro

Glossario

Asta governativa – Procedura attraverso cui uno Stato colloca sul mercato i propri titoli di debito, come BTp, BOT, Bund, GILT o Treasury, raccogliendo finanziamenti dagli investitori.

Core PCE – Indice dei prezzi della spesa per consumi personali negli USA, depurato dalle componenti più volatili di energia e alimentari. È uno degli indicatori di inflazione maggiormente osservati dalla FED.

Data-dependency – Approccio di politica monetaria in cui le decisioni sui tassi vengono prese sulla base dell'evoluzione dei dati economici, senza seguire un percorso definito in anticipo.

Fixing dei tassi sui mutui – Rilevazione del livello dei tassi applicati ai mutui in un determinato momento. Negli USA quelli a 15 e 30 anni rappresentano importanti indicatori delle condizioni del mercato immobiliare e del credito.

Jackson Hole – Località del Wyoming che ospita l'annuale simposio organizzato dalla FED di Kansas City, uno degli appuntamenti più seguiti dai mercati per le indicazioni sulla politica monetaria internazionale.

KOSPI – Principale indice azionario della Corea del Sud, rappresentativo dell'andamento delle maggiori società quotate sul mercato sudcoreano.

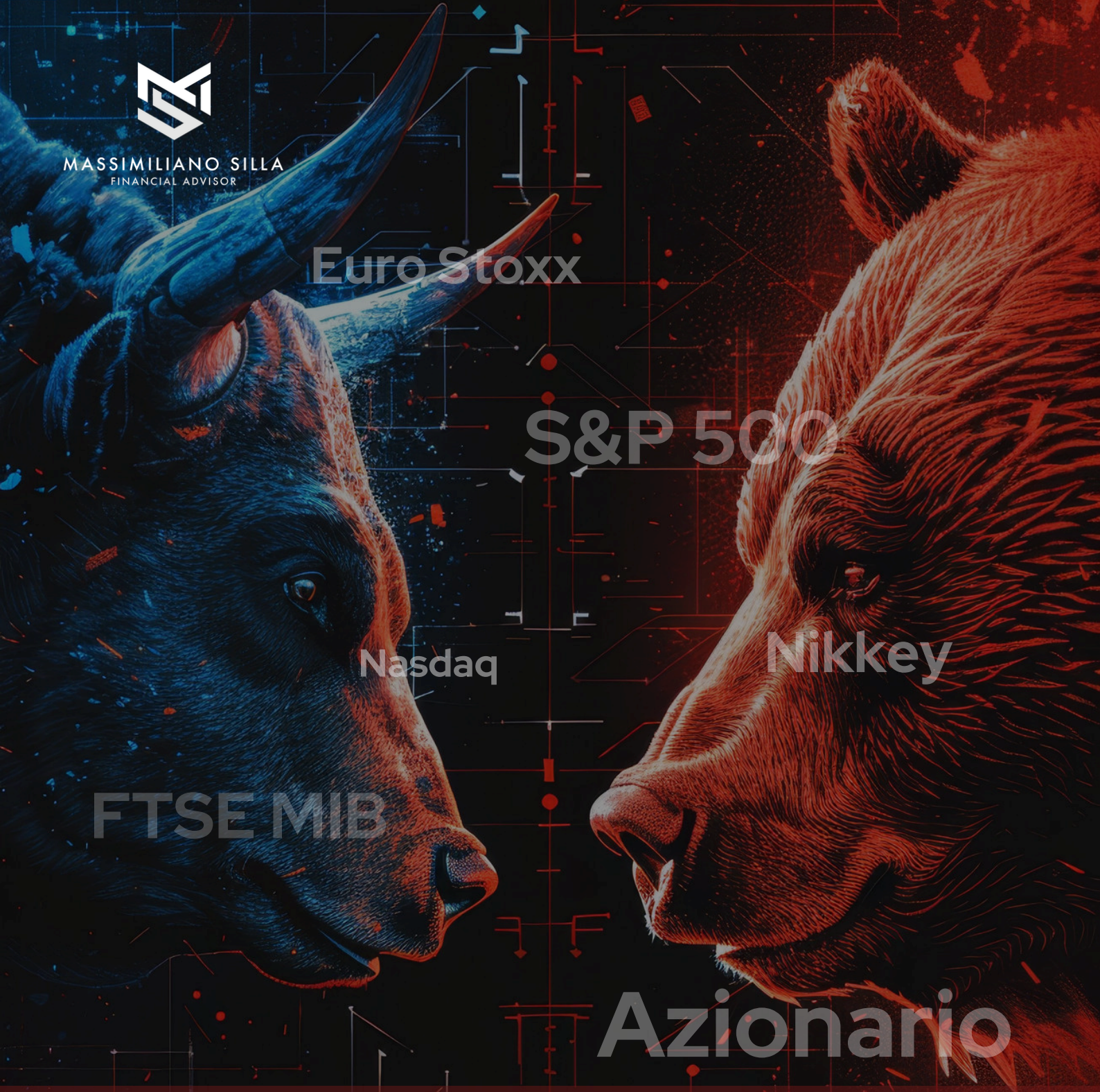
M3 – Indicatore ampio della quantità di moneta presente nell'economia, comprendente contante, depositi e altri strumenti finanziari relativamente liquidi.

Non-Farm Payrolls (NFP) – Indicatore statunitense che misura la variazione degli occupati nei settori non agricoli. È uno dei dati più importanti per valutare la forza del mercato del lavoro USA.

PPI – Producer Price Index, indice che misura l'andamento dei prezzi alla produzione e può fornire indicazioni sulle future pressioni inflazionistiche.

Treasuries – Titoli di Stato emessi dal Tesoro degli Stati Uniti. I loro rendimenti rappresentano un riferimento fondamentale per i mercati obbligazionari e finanziari globali.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

abstract



In sintesi

L'intervento del Tesoro USA, con l'aumento dei buyback riconducibile all'Operation Twist 2.0, ha prodotto effetti limitati sui rendimenti, alimentando dubbi sulla strategia di Scott Bessent. JPMorgan evidenzia il rischio che una gestione del debito più opportunistica comprometta il principio di "regolarità e prevedibilità", aumentando premio a termine e rendimenti in assenza di un reale consolidamento fiscale. Un'eventuale riduzione delle aste a lunga scadenza avrebbe probabilmente effetti temporanei, come mostra l'esperienza del Regno Unito. Sul fronte azionario, Goldman Sachs individua opportunità nel momentum AI, nella crescente dispersione tra leader e laggard del software, nei refiners USA e nelle rinnovabili europee, potenzialmente favorite dalle elezioni di midterm.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il mercato potrebbe attraversare una fase rialzista di breve periodo prima di un drawdown più significativo, mentre cresce l'ipotesi che la strategia di Bessent rappresenti l'avvio di un "quasi-QE", potenzialmente assimilabile a un quinto ciclo di QE. Michael Hartnett di Bank of America ritiene che, se il "panic Twist" non riuscisse a riportare il Treasury a 30 anni sotto il 5%, aumenterebbero i rischi di ribasso per il dollaro e per gli asset più esposti alla leva, dagli hyperscaler AI al credito privato e ai ciclici. Nel breve, l'AI resta centrale: la reazione di Nvidia all'aumento del 15% dei prezzi dei server e quella del mercato al nuovo SPV da 100 miliardi di Broadcom saranno test importanti per valutare quanto liquidità e momentum continuino a prevalere sui fondamentali.

L'impatto dell'intervento del Tesoro USA di mercoledì, concretizzatosi in un aumento del programma di riacquisto di titoli che sostanzia quell'Operation Twist 2.0 di cui questa newsletter ha parlato in tempi non sospetti, è durato meno di 24 ore. I rendimenti dei titoli decennali sono infatti risaliti nettamente al di sopra dei livelli precedenti all'annuncio, inducendo Scott Bessent a valutare un potenziale raddoppio del controvalore di ogni buyback.

Il trader valutario di lungo corso Brent Donnelly si è visto costretto a rivedere le proprie raccomandazioni di trading sul dollaro, osservando in una nota come la situazione presenti analogie con l'intervento di Hank Paulson, inizialmente accolto favorevolmente dal mercato ma rapidamente riassorbito. Donnelly sottolinea inoltre come la credibilità di Bessent non sia particolarmente elevata e come il suo messaggio appaia in diretto contrasto con quello della FED. Da qui la preoccupazione che il mercato obbligazionario possa comportarsi in maniera analoga al cambio USD/JPY, invertendo quasi immediatamente la direzione iniziale.

Nel crescente coro di insoddisfazione per le modalità con cui il Tesoro è intervenuto sul mercato – appena due settimane dopo aver avuto la possibilità di farlo con maggiore formalità istituzionale in occasione dell'annuncio trimestrale del rifinanziamento – nessuno è stato più esplicito di Jay Barry, stratega dei tassi di interesse di JPMorgan. In una nota particolarmente critica, Barry contesta apertamente la strategia di Bessent, evidenziando persino il rischio di una perdita di credibilità del Tesoro agli occhi del mercato.

Tra i passaggi più significativi, Barry osserva come sia possibile individuare un filo conduttore in una serie di azioni di politica monetaria del Tesoro nelle ultime settimane e ritiene che il Tesoro non sia a proprio agio con l'aumento dei rendimenti a lungo termine, poiché questo contrasta con l'obiettivo dichiarato dal Segretario.
In assenza di un reale consolidamento fiscale, JPMorgan teme che tale approccio possa contribuire nel tempo a un aumento del premio a termine e dei rendimenti, qualora il Tesoro diventasse più opportunista nella gestione del debito e si allontanasse ulteriormente dal principio di "regolarità e prevedibilità".

Questo aumenta il rischio che il Tesoro possa ridurre le dimensioni delle aste a lungo termine, sebbene JPMorgan non ritenga che si tratterebbe di un'azione prudente nel contesto di crescenti deficit di finanziamento, né che avrebbe un impatto duraturo sui rendimenti.

Al contrario, vi sono evidenze secondo cui azioni analoghe intraprese da altri DMO a livello globale abbiano prodotto effetti temporanei sulla struttura a termine, senza determinare conseguenze persistenti. JPMorgan raccomanda pertanto di mantenere i titoli con forte inclinazione a 2/10 anni.

Analizzando più nel dettaglio alcuni dei punti sopra menzionati, il Segretario Bessent aveva già inserito i riacquisti di azioni proprie tra gli strumenti di gestione del debito nella primavera del 2025, durante la svendita dei titoli del Tesoro successiva all'annuncio dei dazi del Liberation Day. Solo poche settimane dopo, la dirigenza del TBAC aveva sostenuto che esistesse margine per continuare a far evolvere il programma [di riacquisto], in linea con gli obiettivi dichiarati.

Il Comitato aveva tuttavia ritenuto importante che parametri più ampi, come il WAM (Weighted Average Maturity), continuassero a essere gestiti attraverso le decisioni di emissione del Tesoro. Formalmente, infatti, si tratta di riacquisti a supporto della liquidità, finalizzati a migliorare la liquidità e il funzionamento del mercato dei titoli del Tesoro, anche offrendo ai partecipanti al mercato una modalità prevedibile attraverso cui rivendere al Tesoro i titoli del Tesoro fuori corso.

In sintesi, è possibile individuare un filo conduttore in una serie di azioni di politica monetaria intraprese dal Tesoro nelle ultime settimane. Bessent ritiene che parte della variazione dei rendimenti a lunga scadenza non sia correlata al cambiamento delle aspettative della FED e l'intervento sull'EUR/JPY, insieme alla modifica della guidance in occasione del rifinanziamento di agosto, sembrano entrambi finalizzati a contenere il rialzo dei rendimenti a lunga scadenza.

La tempistica appare particolarmente rilevante, considerando che l'annuncio è arrivato poche ore prima dell'asta dei titoli a 20 anni e un giorno prima dell'asta dei TIPS a 30 anni.

Inoltre, aumenta il rischio che il Tesoro possa ridurre le dimensioni delle aste di titoli a lunga scadenza qualora i rendimenti continuassero a salire.

È possibile? Sulla carta, quest'ultima opzione non appare prudente, poiché si continua a prevedere un deficit di finanziamento superiore a 3.500 miliardi di dollari nei prossimi esercizi fiscali. Una situazione che probabilmente richiederà una maggiore offerta di titoli a lunga scadenza, non una minore. Inoltre, l'offerta a lunga scadenza ha trovato un forte sostegno, poiché la domanda degli utilizzatori finali è in aumento, attestandosi su livelli record da inizio anno per i titoli a 30 anni e molto vicini ai massimi storici per quelli a 20 anni.

In sostanza, al netto dell'effetto temporaneo dell'intervento, ciò a cui stiamo assistendo agisce sui sintomi e non sulla causa principale: gli Stati Uniti continuano a registrare un deficit di bilancio del 6% in un'economia prossima alla piena occupazione. Almeno sulla carta.

In assenza di un reale consolidamento fiscale, il rischio è che i mercati considerino questa azione poco credibile, contribuendo nel tempo a un aumento del premio a termine e dei rendimenti, qualora il Tesoro adottasse un approccio più opportunistico alla gestione del debito e si allontanasse ulteriormente dal principio di regolarità e prevedibilità.

Pertanto, sebbene la riduzione delle dimensioni delle aste sia diventata più probabile, il mercato non ritiene che tale scelta avrebbe un impatto duraturo sui rendimenti a lungo termine. Azioni analoghe intraprese da altri Debt Management Office a livello globale hanno infatti prodotto effetti temporanei sulla struttura a termine, senza determinare conseguenze persistenti.

In questo senso, il Regno Unito può rappresentare un precedente utile, avendo ridotto la quota a lungo termine delle emissioni nette dal 28,4% previsto per aprile 2022 al 9,1% attuale. Il DMO del Regno Unito ha ridotto la quota a lungo termine delle proprie emissioni in 12 occasioni negli ultimi 4 anni e, storicamente, la curva dei Gilt si è appiattita in concomitanza con tali eventi, in media di 2 punti base nei 5 giorni successivi.

Il Regno Unito presenta tuttavia una storia di fughe di notizie sul bilancio precedenti all'evento e, nel periodo di 10 giorni intorno alla pubblicazione, la curva 5s/30s si è appiattita in media di 5 bp. Tale appiattimento si è verificato nel 75% dei 12 casi. Il movimento osservato sulla curva statunitense appare coerente con la reazione storica registrata nel Regno Unito, ponendo quindi il tema della persistenza di questa reazione del mercato.

Passando alle implicazioni operative, Louis Miller, responsabile globale di Goldman Sachs per gli equity custom baskets, individua diversi temi ad alta convinzione che meritano attenzione: la crescente importanza della dispersione all'interno dell'AI e del software, la continua ripresa del momentum, l'eccezionale carry sugli utili nel refining statunitense e l'attrattiva tattica e strutturale delle rinnovabili europee in vista delle elezioni di midterm negli Stati Uniti.

Miller individua cinque punti chiave che delineano il suo attuale punto di vista.

Il momentum continua a seguire il proprio analogo storico con un'interruzione sorprendentemente ridotta

L'episodio attuale ha seguito da vicino il percorso medio dei precedenti rally superiori a 20pp e la storia suggerisce che il recente reset potrebbe lasciare spazio a un'ulteriore fase rialzista. Il momentum continua quindi a seguire il proprio analogo storico con un'interruzione sorprendentemente ridotta.

L'AI continua a dominare il fattore momentum (GSTMTAIP). La performance recente è direttamente proporzionale alla gravità del precedente drawdown: i temi all'interno dell'AI che avevano subito le maggiori vendite sono quelli che stanno registrando i recuperi più consistenti.

I rimbalzi maggiori si osservano nei temi delle reti ottiche (GSXUOPTI), dei neocloud (GSXUNEOC) e della memoria (GSTMTMEM). Questi gruppi continuano, allo stesso tempo, a essere quelli maggiormente distanti dai rispettivi massimi storici.

I fondamentali del trade sull'hardware AI non hanno mai seguito i prezzi nella fase ribassista, mentre gli utili forward di consenso continuano a registrare nuovi massimi nonostante i prezzi rimangano indietro.

Dispersione AI/Software destinata a permanere

Mentre gli Agents (GSXUAGNT) e gli altri leader del software AI (GSTMTAIS) hanno registrato una performance superiore rispetto al complesso più ampio, anche i laggard (GSTMTSOS) hanno guadagnato +45% dai minimi di giugno.

Dopo aver segnalato la scorsa settimana che gli asset manager alternativi (GSFINALT) avevano sottoperformato rispetto al proprio beta alla ripresa del software e al tema "at-risk", il gruppo è in rialzo del +7% da inizio settimana. Gli asset manager alternativi hanno quindi sottoperformato rispetto al proprio beta al tema AI at risk, ma stanno rapidamente recuperando.

Gli asset manager alternativi hanno raggiunto una raccolta record ($291Bn nel 2Q, in aumento del 24% YoY) e dispongono di quasi $1Tn di dry powder. Gli asset soggetti a commissioni sono cresciuti del 17% YoY, mentre le management fee organiche sono aumentate dell'11% e si prevede che continueranno a crescere di circa il 15% annuo fino al 2028.

L'aspettativa è che fondamentali solidi sostengano una continua sovraperformance di questi temi fino alla fine dell'anno.

I prossimi 6-12 mesi potrebbero essere decisivi per l'industria del software, man mano che diventeranno più chiari i leader/laggard derivanti dall'AI. La previsione considerata più affidabile rimane quella di una crescente dispersione.

Un trade ritenuto interessante è un'opzione call sulla dispersione, definita "palladium", costruita su un basket di titoli software.

In termini semplici, un palladium è una struttura in opzioni che genera un rendimento positivo se aumenta il divario di performance tra i titoli appartenenti a un basket – per esempio titoli software o AI – con alcuni titoli che salgono fortemente mentre altri rimangono indietro. Poiché è strutturato come una call con perdita limitata, la perdita massima corrisponde al premio pagato upfront e non esiste un'esposizione a un downside illimitato.

S&P 500 ex AI nuovamente interessante come copertura di breve termine

Nelle ultime settimane è emerso interesse per espressioni di hedging tattico, con una decisione critica del FOMC ancora incerta all'interno di un contesto macroeconomico più ampiamente caratterizzato da incertezza.

A ridurre l'attrattiva degli hedge sugli indici è tuttavia il loro elevato peso sul tema AI più ampio, che nelle ultime settimane ha rappresentato un laggard. Molti operatori ritengono infatti che in quest'area possa essere imminente un potenziale rally di recupero particolarmente significativo.

SPXXAI, l'indice S&P che esclude i titoli legati all'AI dall'S&P 500 mantenendo invariati gli altri pesi, è salito di quasi il 6% dalla fine di giugno, mentre SPX è rimasto all'interno di un range per gran parte dello stesso periodo.

Goldman Sachs preferisce quindi esprimere gli hedge sul mercato più ampio attraverso put spread su SPXXAI. Con un profilo di skew che si colloca al 2° percentile su un lookback di 1 anno, detenere downside non esposto a un potenziale recupero dei semiconduttori/AI viene considerato una copertura ottimale per il prossimo mese.

SPXXAI 18Sep26 97% 90% put spread indicativamente costa lo 0.84% (Buy 1x 24d, 18.8v; Sell 1x 4d, 22.8v, breakeven di -3.84%, 8.3x max gross payout).

Il miglior trade HALO del 2026 sono stati i refiners statunitensi

I refiners statunitensi sono in rialzo del 111% YTD e il multiplo P/E è sceso da 12.5x a 9x YTD, con un rendimento quasi 2x superiore a quello di ogni altro basket energetico presente nella energy launchpad di Goldman Sachs.

I margini di raffinazione sono determinati principalmente dal crack spread, ossia dalla differenza tra il prezzo dei prodotti raffinati — benzina, diesel e carburante per jet — e il costo del greggio. Questi spread si trovano su livelli record, sostenuti da basse scorte globali di prodotti, capacità di raffinazione in eccesso limitata e domanda resiliente.

I dividend e buyback yield di società come MPC e VLO sono stati a doppia cifra, mentre l'earnings carry ha raggiunto livelli a tripla cifra. Il sentiment è pari a 6/10, poiché è soprattutto il mark to market sulle revisioni degli utili a guidare il movimento.

Neil Mehta segnala che si tratta di uno dei migliori contesti che abbia osservato, indicando il 2015, il 2022 e il 2011 come altri periodi particolarmente favorevoli.

Sul fronte dei rischi, il ritorno sul mercato dei prodotti raffinati rappresenta uno dei principali elementi da monitorare, così come l'aumento delle attività di raffinazione in Cina e/o gli sviluppi del conflitto geopolitico in Russia/Ucraina e in Medio Oriente.

Crescita secolare, sostenuta dal midterm

Con le elezioni di midterm negli Stati Uniti che stanno entrando progressivamente nel focus degli investitori, il basket EU Renewables (GSXERNEW) offre, secondo Goldman Sachs, un'opportunità tattica e strutturale particolarmente interessante.

Una vittoria democratica aumenterebbe la spesa green negli Stati Uniti, favorendo direttamente i titoli europei con una forte esposizione agli USA, come EDPR, RWE, Orsted o Iberdrola.

Anche in assenza di un catalizzatore politico, tuttavia, il quadro per l'energia pulita in Europa rimane solido. L'elettrificazione accelerata e i mandati sulla sicurezza energetica stanno sostenendo la domanda, soprattutto per gli asset rinnovabili caratterizzati da un basso impatto inflazionistico e da tempi rapidi di implementazione.

Il basket Renewables punta su società cross-sector con ricavi derivanti da attività pure-play nell'energia pulita, offrendo una buona sovrapposizione con il tema più ampio dell'energia GSXEPOWR. Storicamente, una vittoria Democratica è stata positiva per le rinnovabili UE.

Nel complesso, siamo quindi di fronte a un mercato che richiede particolare attenzione nella gestione del rischio. È possibile assistere a un breve rally prima di un netto e significativo drawdown, funzionale a ciò che la mossa di Scott Bessent potrebbe progressivamente determinare: di fatto, il quinto ciclo di QE, che consentirebbe di assorbire gli eccessi legati all'AI, altrimenti difficilmente gestibili o ridimensionabili in maniera ordinata.

La conclusione cui giunge Hartnett, corredata da due grafici particolarmente significativi (QE5 E QE_PSP), è che lo straordinario stimolo monetario degli ultimi 20 anni ha determinato straordinari guadagni degli asset e sarebbe quindi altrettanto straordinario se un nuovo round di QE non producesse effetti analoghi.

Se il "panic Twist" di Bessent non riuscisse a portare il rendimento dei titoli a 30 anni sotto il 5%, secondo Hartnett le conseguenze sarebbero un ribasso del dollaro USA e posizioni short sul rischio, short sulla leva (hyperscaler AI, credito privato) e short sui ciclici (finanziari) fino alle elezioni di metà mandato. "Trade accordingly".

In termini operativi, ciò implica mantenere contemporaneamente esposizione alle opportunità rialziste e una rigorosa disciplina di stop loss.

Una prima verifica arriverà alla riapertura del mercato: se, dopo aver annunciato un aumento del 15% dei prezzi dei server AI, il titolo Nvidia dovesse comunque apprezzarsi, avremmo un'ulteriore conferma della forza della dinamica speculativa in atto.

In uno scenario simile, persino il nuovo SPV da 100 miliardi annunciato da Broadcom potrebbe essere interpretato dal mercato come un elemento favorevole all'acquisto anziché come una criticità da analizzare nel contesto di un sistema di finanziamento potenzialmente sempre più autoreferenziale.

A quel punto emergerebbe una certezza **(BROADCOM)**: l'AI avrebbe comunque già ottenuto un risultato significativo, ossia la progressiva perdita di capacità informativa dei credit default swaps, derivati la cui utilità come indicatori di rischio apparirebbe ormai comparabile a quella del VIX.

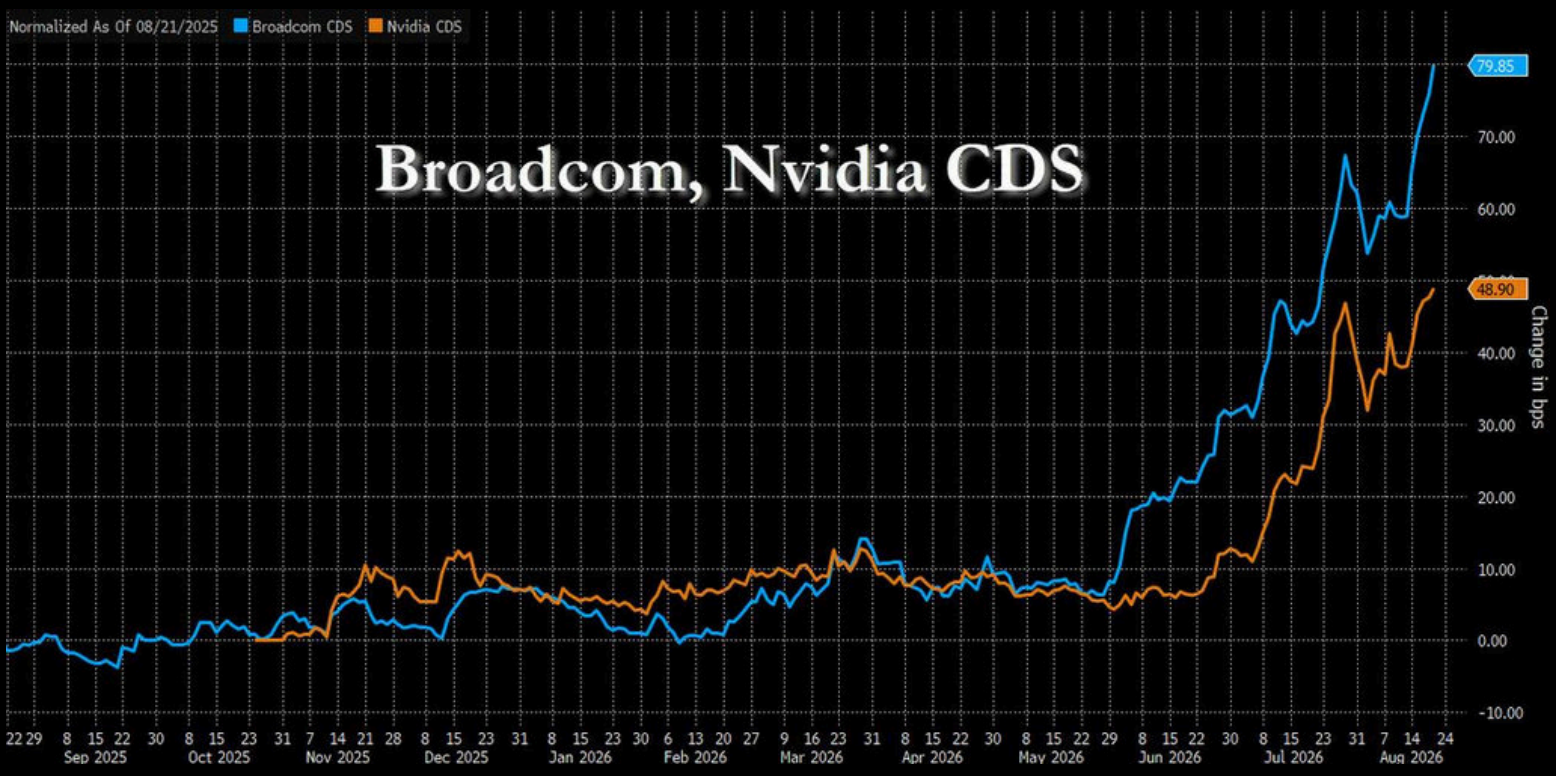


Immagine BROADCOM - **Fonte** Zerohedge

Tesoro USA e Operation Twist 2.0 – L'aumento del programma di buyback deciso da Scott Bessent ha avuto effetti molto limitati sui rendimenti, alimentando dubbi sulla capacità del Tesoro di controllare la parte lunga della curva e sulla coerenza della strategia rispetto alla FED.

Credibilità del Tesoro e sostenibilità fiscale – JPMorgan evidenzia il rischio che una gestione del debito più opportunistica comprometta il principio di "regolarità e prevedibilità". Con un deficit di bilancio intorno al 6% e fabbisogni superiori a 3.500 miliardi di dollari, senza consolidamento fiscale premio a termine e rendimenti potrebbero aumentare.

Aste Treasury e struttura della curva – Una possibile riduzione delle emissioni a lunga scadenza potrebbe contenere temporaneamente i rendimenti, ma l'esperienza di altri Debt Management Office, in particolare quello britannico, suggerisce effetti prevalentemente transitori sulla struttura a termine.

AI, software e dispersione – Goldman Sachs vede il momentum ancora favorevole all'AI, soprattutto nei segmenti più penalizzati dal precedente drawdown, mentre nei prossimi 6-12 mesi potrebbe aumentare la dispersione tra leader e laggard del software, creando opportunità attraverso strategie dedicate.

Refiners USA e rinnovabili europee – I refiners statunitensi rappresentano uno dei trade più forti del 2026 grazie a crack spread, earnings carry e distribuzioni agli azionisti elevate. Parallelamente, le rinnovabili europee presentano un'opportunità strutturale e tattica, anche in vista delle elezioni di midterm USA.

Quasi-QE e rischi per il mercato – Michael Hartnett interpreta il raddoppio dei buyback sui Treasury lunghi come un "quasi-QE". Il mercato potrebbe beneficiare inizialmente della maggiore liquidità, ma un fallimento nel riportare il Treasury a 30 anni sotto il 5% aumenterebbe i rischi per dollaro, asset a leva, credito privato, ciclici e comparto AI.

Buyback di Treasury – Operazione attraverso cui il Tesoro USA riacquista sul mercato titoli di Stato precedentemente emessi. Può essere utilizzata per migliorare la liquidità del mercato e modificare indirettamente la struttura del debito pubblico.

Crack spread – Differenza tra il prezzo dei prodotti petroliferi raffinati, come benzina, diesel e carburante per jet, e il costo del petrolio greggio utilizzato per produrli. È un indicatore fondamentale della redditività delle raffinerie.

Debt Management Office (DMO) – Organismo responsabile della gestione del debito pubblico di uno Stato, comprese le modalità, le quantità e le scadenze delle emissioni di titoli governativi.

Dispersione – Misura della differenza tra le performance dei singoli titoli all'interno di un mercato o settore. Una dispersione elevata significa che alcuni titoli salgono molto mentre altri rimangono indietro o scendono.

Dry powder – Espressione utilizzata soprattutto nel private equity e negli investimenti alternativi per indicare il capitale già raccolto dagli investitori ma non ancora investito.

Earnings carry – Rendimento potenziale derivante dal mantenimento di un investimento grazie alla capacità dell'azienda di generare utili, indipendentemente dalle variazioni del multiplo di valutazione.

FOMC (Federal Open Market Committee) – Comitato della Federal Reserve che prende le principali decisioni di politica monetaria negli Stati Uniti, compresa la determinazione dei tassi di interesse.

Momentum – Strategia o fattore d'investimento basato sulla tendenza degli asset che hanno registrato performance positive a continuare a sovraperformare nel breve-medio periodo, e viceversa.

Operation Twist – Strategia di politica monetaria attraverso cui si interviene sulla composizione delle scadenze dei titoli obbligazionari per influenzare soprattutto i rendimenti a lungo termine senza necessariamente aumentare la quantità complessiva di liquidità.

Premio a termine (Term Premium) – Rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per detenere un'obbligazione a lunga scadenza anziché investire ripetutamente in titoli a breve termine. Riflette rischi come inflazione, incertezza sui tassi e sostenibilità fiscale.

Put spread – Strategia in opzioni costruita acquistando una put e vendendone contemporaneamente un'altra con strike inferiore. Consente di proteggersi da un ribasso del mercato limitando sia il costo della copertura sia il profitto massimo.

Quantitative Easing (QE) – Politica monetaria con cui una banca centrale acquista grandi quantità di titoli, generalmente obbligazioni governative, per immettere liquidità nel sistema finanziario e comprimere i rendimenti.

Skew – Indicatore del mercato delle opzioni che misura quanto la volatilità implicita e quindi il prezzo delle opzioni differiscano a seconda dello strike, fornendo indicazioni sul costo relativo della protezione contro movimenti estremi.

SPV (Special Purpose Vehicle) – Società o veicolo giuridico creato per uno scopo specifico, ad esempio finanziare un progetto, detenere determinati asset o isolare particolari rischi finanziari.

TBAC (Treasury Borrowing Advisory Committee) – Comitato composto da operatori dei mercati finanziari che fornisce consulenza al Tesoro USA sulle strategie di finanziamento e gestione del debito federale.

TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) – Titoli di Stato statunitensi il cui valore nominale viene adeguato all'andamento dell'inflazione, offrendo agli investitori una protezione dall'aumento dei prezzi.

WAM (Weighted Average Maturity) – Scadenza media ponderata del debito. Indica, considerando il peso dei diversi titoli, quanto tempo mediamente manca al rimborso del debito emesso da un soggetto.



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

Il finanziamento dell'AI sta entrando in una nuova fase: hyperscalers come Microsoft, Alphabet, Amazon e Meta aumentano rapidamente il CapEx, mentre credito pubblico e privato assumono un ruolo crescente nel sostenere data center, chip, server ed energia. Il gap tra investimenti e generazione di cassa favorirà nuove emissioni, con una crescente differenziazione tra emittenti solidi e soggetti più sensibili agli spread. Parallelamente, il mercato obbligazionario affronta pressioni derivanti da crowding-out, offerta corporate AI, deficit pubblici, inflazione vischiosa e tensioni energetiche. In questo quadro, l'aumento dei buybacks annunciato da Scott Bessent appare come un primo segnale della volontà del Tesoro di contrastare un eccessivo rialzo del long end, ma non costituisce ancora un intervento monetario.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Nel breve termine il quadro resta favorevole a rendimenti obbligazionari più elevati e condizioni finanziarie più restrittive, soprattutto in assenza di una guidance chiara della FED e con il rischio Iran/Hormuz e gli spread del Crack che alimentano nuove pressioni inflazionistiche. Se il deterioramento proseguisse, i buybacks potrebbero rappresentare soltanto il primo passaggio verso strumenti più incisivi, come YCC o QE outright, con nuova creazione di riserve, espansione del bilancio FED e assorbimento di duration. Prima di arrivarci, tuttavia, potrebbe essere necessario un significativo peggioramento delle condizioni economiche e finanziarie. Sull'azionario resta possibile uno scenario spot-up, vol-up dopo la stabilizzazione dei tassi, ma nel breve permane il rischio di de-grossing, soprattutto su small-cap e credito a rendimento più elevato.

«If bond yields rise again, we have many ways to intervene. The ultimate intervention is our military». Così ha parlato Donald Trump nella notte tra sabato e domenica. Resta da comprendere quale fosse esattamente il significato delle parole del Presidente, lo stesso che poche ore prima aveva assicurato di non aver ordinato a Scott Bessent la nuova Operation Twist e aveva ribadito che il Segretario al Tesoro aveva agito autonomamente.

Il messaggio che emerge è che il paradigma di mercato dell'ABB (Anything But Bonds) debba ora terminare. A ogni costo. Perché, superato il mid-term, sarà necessario intervenire sui cosiddetti 3 Arrows o 3-3-3 Policy. In altri termini:

- 3% GDP Growth: raggiungere e mantenere un tasso medio annuo di crescita economica reale del 3%.
- 3% Deficit Target: ridurre il deficit del bilancio federale al 3% del prodotto interno lordo (GDP).
- 3 Million Barrels of Oil: aumentare la produzione energetica domestica giornaliera di 3 milioni di barili di petrolio, o fonti energetiche equivalenti.

Ma soprattutto, occorrerà creare condizioni finanziarie sostenibili per l'espansione dell'AI. L'estate del 2026 potrebbe essere ricordata, in definitiva, non per il lancio di un nuovo modello o per un chip rivoluzionario, quanto per gli sviluppi nel finanziamento dell'AI, che hanno evidenziato quanto rapidamente i mercati dei capitali si stiano adattando alle esigenze legate alla costruzione della relativa infrastruttura. Parallelamente, sono emerse criticità ormai difficilmente occultabili, rappresentate anche dal Wall Street Journal attraverso una struttura piramidale assimilata a uno schema Ponzi.

In pochi mesi, gli hyperscalers hanno aumentato in modo sostanziale piani di CapEx già ambiziosi; i mercati del credito pubblico e privato hanno assunto un ruolo maggiore nel finanziamento delle infrastrutture AI; gli investitori hanno iniziato a differenziare più nettamente tra debitori e modelli di business all'interno dell'ecosistema del finanziamento dell'AI; infine, le strutture di finanziamento si

sono evolute rapidamente, estendendosi più in profondità lungo la catena del valore e concentrandosi sempre più sui singoli componenti, in particolare sui chip.

Nulla di tutto ciò era del tutto inatteso. La portata degli investimenti nell'AI suggeriva da tempo che i soli canali di finanziamento tradizionali si sarebbero rivelati insufficienti. Ciò che ha sorpreso è stata piuttosto la velocità, l'ampiezza e la capacità di innovazione con cui i mercati hanno risposto.

Al di là dei titoli dei giornali, tuttavia, emergono indicazioni importanti per gli investitori in vista della prossima fase del ciclo di investimenti nell'AI. Il punto di partenza rimane invariato: la domanda di capacità di calcolo continua a superare l'offerta, determinando revisioni al rialzo delle aspettative di CapEx per le infrastrutture AI, mentre gli hyperscalers impegnano ulteriore capitale per assicurarsi capacità futura. I principali analisti dell'equity research stimano ora che il CapEx totale dei quattro maggiori hyperscalers (Microsoft, Alphabet, Amazon e Meta) aumenterà del 57% nel 2027 rispetto al 2026.

Questi piani di spesa riflettono una crescente convinzione che tali investimenti possano generare rendimenti sul capitale investito (ROIC) superiori al 25%. Allo stesso tempo, il ritardo temporale tra l'impiego del CapEx e la sua monetizzazione continua a pesare sulla generazione di cassa nel breve termine, mentre le stime sul free cash flow del 2027 per i quattro hyperscalers continuano a diminuire.

Il risultato è un ampliamento del gap di finanziamento nel 2027, elemento che rafforza l'opinione secondo cui le emissioni di credito legate all'AI rimarranno consistenti e potrebbero dover aumentare ulteriormente, almeno prima che i flussi di cassa derivanti da questi investimenti inizino a recuperare terreno.

Gli sviluppi degli spread creditizi registrati quest'estate sono stati altrettanto indicativi.

Gli spread creditizi degli hyperscalers si sono ampliati in modo significativo, arrivando a un certo punto a circa 35bp in più dall'inizio dell'anno per gli emittenti di qualità superiore e a ~50bp in più per i nomi con rating inferiori, prima di registrare un forte rally nelle ultime due settimane.

Più significativo del movimento assoluto, tuttavia, è stato il divario tra i diversi canali di finanziamento. L'ampliamento degli spread è risultato più pronunciato nelle obbligazioni unsecured di qualità superiore, dove i volumi di emissione sono aumentati bruscamente e gli investitori rimangono esposti a una gamma più ampia di rischi legati al ciclo di investimenti nell'AI.

Al contrario, l'ampliamento degli spread nei data center ABS e CMBS è stato più contenuto. Queste strutture sono garantite da asset operativi già costruiti, alimentati e dati in locazione, con flussi di cassa contrattuali in larga parte già stabiliti. In combinazione con un ritmo di emissione più misurato, tali caratteristiche hanno contribuito a isolare il credito cartolarizzato dalla volatilità osservata nei mercati unsecured.

La divergenza tra i mercati del credito riflette anche differenze negli incentivi degli emittenti e nella sensibilità ai costi di finanziamento, fattori destinati a influenzare i volumi di emissione futuri.

Nella fascia più alta dello spettro qualitativo, i principali hyperscalers – con rating medi di circa AA – combinano notevoli esigenze di finanziamento con una significativa flessibilità in termini di rating. In questo gruppo vengono incluse anche aziende leader nel settore dei semiconduttori come Nvidia e Broadcom. Considerate le loro aspettative di ROIC, questi emittenti risultano relativamente insensibili a variazioni moderate dei costi di finanziamento. Di conseguenza, i soli costi di finanziamento più elevati difficilmente rallenteranno in modo significativo la raccolta di capitale da parte dei partecipanti di più alta qualità nell'ecosistema AI.

La situazione è opposta più in basso nello spettro qualitativo. Emittenti come Oracle (con rating mid/low BBB presso le agenzie), così come gli sviluppatori di data center, inclusi ex miner di bitcoin e

REIT, dispongono di una minore flessibilità di bilancio e di una minore tolleranza verso costi di finanziamento più elevati. Per questi debitori, spread più ampi rappresentano un vincolo più significativo, rendendo i costi di finanziamento un naturale stabilizzatore dell'offerta futura.

È probabile che anche la prossima fase del finanziamento dell'AI assuma caratteristiche differenti, poiché il CapEx incrementale si sta spostando dai gusci dei data center verso le apparecchiature di calcolo, in particolare server e chip, nonché verso gli asset energetici. Le strutture di finanziamento si evolveranno di conseguenza.

Sebbene alcuni di questi asset siano già stati finanziati attraverso obbligazioni high-yield e leveraged loans, l'infrastruttura di calcolo è particolarmente adatta al finanziamento a livello di asset, creando quindi un ruolo maggiore per il capitale privato. Gli sviluppi recenti indicano questa direzione, tra cui la piattaforma di finanziamento dell'infrastruttura di calcolo recentemente annunciata da Nvidia e l'operazione di finanziamento di chip da $35 miliardi sostenuta da Broadcom. Il mercato si attende inoltre una continua innovazione nelle strutture di finanziamento, sulla scia di operazioni come Beignet alla fine del 2025 e, più recentemente, Sopaipilla.

È importante sottolineare che l'emergere di finanziamenti su larga scala per i componenti sarà probabilmente reso possibile dai principali emittenti di più alta qualità, attraverso lo sfruttamento della propria solidità in termini di rating e bilancio.

Man mano che l'AI passa da un ciclo tecnologico a un ciclo del capitale, comprendere le caratteristiche del finanziamento diventa quindi sempre più importante. L'ecosistema del finanziamento dell'AI si sta espandendo rapidamente, ma non in modo uniforme. È probabile che la differenziazione tra i canali di credito aumenti, poiché ciascun canale assorbe un insieme distinto di rischi, mentre il comportamento degli emittenti divergerà sempre più in funzione dei requisiti di capitale, della flessibilità dei rating e della sensibilità ai costi di finanziamento.

Il risultato sarà un mercato più complesso e segmentato, nel quale gli esiti del finanziamento diventeranno un determinante sempre più importante degli esiti competitivi. L'AI non è più soltanto una storia tecnologica. È sempre più una storia di mercati dei capitali.

In un contesto simile, cosa attendersi se si interpreta il quadro attraverso la lente della mossa di Scott Bessent? Che questo rappresenti soltanto l'atto iniziale. Le autorità stanno predisponendo le condizioni per un possibile ritorno a politiche di espansione della liquidità (QE), ma il quadro dovrà deteriorarsi significativamente prima che strumenti più incisivi (YCC, QE outright, appunto) diventino politicamente ed economicamente inevitabili.

A ciò si aggiungono le dinamiche di crowding-out, una forte crescita dell'offerta corporate AI, un'inflazione vischiosa e uno shock energetico in rapida ri-escalation, concentrato sui prodotti raffinati e sul rischio Iran/Hormuz. Il percorso da qui in avanti potrebbe quindi essere inizialmente caratterizzato da rendimenti più elevati e condizioni finanziarie più restrittive.
In altri termini, le condizioni potrebbero dover deteriorarsi ulteriormente prima di creare i presupposti per un successivo miglioramento.

I crescenti venti contrari per il mercato dei tassi si stanno accumulando sempre più in modo non lineare. Non si tratta soltanto del più ampio fenomeno tematico di crowding-out degli acquirenti di duration dei Treasuries, legato al finanziamento dell'AI e alla forte crescita dell'offerta del corporate credit (con emissioni YoY +59% e offerta IG totale a 1.7667 trilioni di dollari), ma anche delle implicazioni dell'attuale situazione del Giappone e dell'impatto che questa sta producendo sulle precedenti aspettative riguardanti le dinamiche di domanda/offerta dei Treasuries da parte di un detentore storicamente stabile.

A questo si aggiunge il più lento incremento del term-premia derivante dalla fiscal largesse sovrana globale aggregata e dalla spesa in deficit incontrollata: dinamiche sempre meno al centro dell'attenzione, ma che stanno progressivamente amplificando una situazione già caratterizzata da inflazione vischiosa.

Ciò assume particolare rilevanza nel Nuovo Ordine Mondiale in cui la sicurezza nazionale sta riportando in patria le supply chain, controllando l'accesso alle risorse critiche e perseguendo l'indipendenza energetica per competere nella Guerra Fredda dell'AI.

A questo quadro si aggiunge la quasi certa ri-escalation dello scenario di shock energetico precedentemente passato in secondo piano, con la questione Iran/Hormuz divenuta un elemento ciclico nella gestione delle aspettative sui futures. Questa volta, tuttavia, occorre confrontarsi con la realtà molto concreta degli spread del Crack legato al diesel/distillati, saliti su nuovi massimi, con il rischio di un impatto particolarmente severo sull'industria e sulla manifattura globali.

A differenza del greggio, infatti, i distillati deteriorano. Di conseguenza, non esistono scorte utilizzabili in emergenza con la stessa efficacia, nemmeno come semplice deterrente alla speculazione.

Questa ricalibrazione dell'attenzione sugli Spread del Crack appare credibile perché riflette il fatto che i colli di bottiglia si sono spostati dall'estrazione del greggio e dai volumi verso i problemi legati all'impairment della capacità di raffinazione e alla conversione downstream nei prodotti sui quali si basa il funzionamento dell'economia globale: carburante per trasporto marittimo, merci, jet, agricoltura, costruzioni, ecc.

Si tratta, quindi, di asset essenziali per l'attività economica, rispetto ai quali esiste il rischio di aumenti improvvisi dei prezzi e del conseguente pass-through verso beni, cibo e logistica.

Un esempio di come la coda dell'inflazione possa ampliare un insieme già significativo di problemi sottostanti è arrivato sul finire della settimana: i prezzi del gas europeo hanno raggiunto i 65 euro MWh per la prima volta da marzo e, contestualmente, il rendimento del Bund a 5 anni è salito di 18 punti base, raggiungendo il 3% per la prima volta dal 2008.

In altre parole, la coda dell'inflazione si sta ampliando proprio mentre i tassi sono già sottoposti a pressioni derivanti da una pluralità di problemi, sia di flusso sia strutturali.

Ancora una volta, quindi, la dichiarazione d'intenti del Tesoro attraverso l'annuncio di un mero aumento dei buybacks fa transitare la sequenza dal quadro generale verso la concreta possibilità di un progressivo cambiamento di regime, fino a prospettare una futura nuova espansione della liquidità attraverso la creazione di riserve e l'espansione del bilancio FED (aggiunta di duration). Ciò potrebbe verificarsi dopo che l'attuale interazione tra tassi e rischi di inflazione/shock energetico avrà modificato il quadro e, infine, determinato una marcata frenata dell'economia globale. Una recessione con caratteristiche assimilabili a quella del COVID, ma più lenta e articolata in più stages.

Non a caso, i dettagli dei buybacks configurano un'operazione fiscale di gestione del debito e non un'operazione monetaria. In termini operativi, vengono ritirati gli OTR finanziandoli attraverso nuove emissioni altrove, con un effetto neutrale in termini di cassa/deficit.

Nel più che probabile caso in cui ciò non fosse sufficiente a contenere le forze di mercato rispetto agli esiti economici desiderati dalle autorità, a questo signaling d'intenti potrebbero seguire strumenti sostanzialmente più incisivi: politiche di controllo sulla curva dei rendimenti YCC o persino un QE tout court, ipotesi che già oggi possono essere considerate come una possibile prossima mossa necessaria.

Ciò potrebbe tuttavia avvenire soltanto dopo un significativo peggioramento del quadro. Un deterioramento sufficientemente ampio da giustificare acquisti outright da parte della FED, finanziati attraverso la creazione di nuove riserve, l'espansione del bilancio e l'aggiunta/assorbimento di duration nei libri della Banca centrale, con l'obiettivo di fornire un segnale favorevole ai mercati.

Una simile politica determinerebbe infatti un sostanziale allentamento delle condizioni finanziarie statunitensi e incentiverebbe uno spostamento più avanti lungo la curva del rischio attraverso il canale del portfolio rebalancing.

Nel frattempo, il movimento dei tassi potrebbe proseguire verso rendimenti più elevati, nel vuoto lasciato dalla non-guidance della FED.

In tal senso, sarà fondamentale prestare la massima attenzione all'intervento di Kevin Warsh a Jackson Hole, dove silenzi e omissioni potrebbero assumere un significato persino maggiore rispetto alle parole e alle affermazioni esplicite.

Parallelamente, i mercati restano esposti al deterioramento della situazione energetica, in assenza di una soluzione evidente che non passi attraverso un'escalation militare o attraverso l'improbabile eventualità che Trump, prima del voto, riconosca e accetti una sconfitta politica.

La mossa di Bessent rappresenta quindi una dichiarazione d'intenti, un segnale iniziale secondo cui perdere il controllo del long end è ormai un non-starter. Il vero intervento attraverso l'espansione del bilancio e l'assorbimento della duration deve ancora arrivare, ma potrebbe verificarsi soltanto dopo che l'attuale interazione tra tassi, energia e inflazione avrà prodotto danni sufficienti a rendere necessario il passaggio successivo.

Fino ad allora, i rendimenti restano liberi di spingersi più in alto in assenza di una solida guidance della FED, mentre il Tesoro renderà note le proprie intenzioni effettive sui buybacks soltanto il 4 novembre (il giorno dopo il voto!). Allo stesso tempo, la situazione energetica non offre una soluzione priva di conseguenze rilevanti, se non attraverso un'escalation militare o una concessione politica.

I mercati azionari potrebbero ancora trovare una traiettoria verso uno scenario spot-up, vol-up (come trattato nel capitolo ad hoc), una volta stabilizzato il movimento sui tassi e qualora il prossimo print di NVDA fornisse un catalizzatore. Tuttavia, il rischio di breve termine di ulteriore de-grossing e di sensibilità agli spread del credito — in particolare nelle esposizioni a rendimento più elevato e small-cap — rimane elevato.

In sintesi, le condizioni per un futuro ritorno a politiche monetarie espansive sembrano essere progressivamente predisposte. Resta però un passaggio fondamentale: il quadro di mercato ed economico dovrebbe prima deteriorarsi, e in misura significativa, affinché tali strumenti possano essere effettivamente attivati.

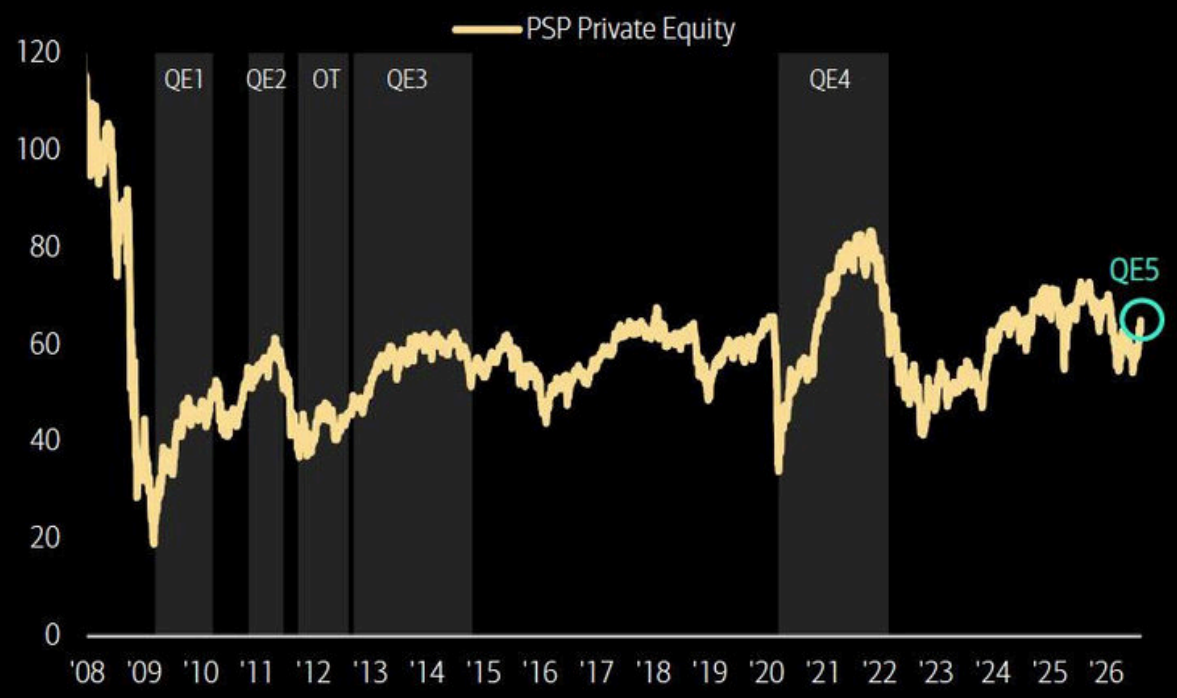
Chart 2: Extraordinary monetary stimulus...extraordinary asset gains
New York Stock Exchange Composite Index (log scale)



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg
*QE = quantitative easing; OT = "Operation Twist"

Immagine QE5 - **Fonte** Bank of America

Chart 11: QE = genesis of bull market...but watch PSP for policy failure
Private Equity ETF (PSP)



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg
*QE = quantitative easing; OT = "Operation Twist"

BofA GLOBAL RESEARCH

Immagine QE_PSP - **Fonte** Bank of America

fixed income

Away
ake

Finanziamento dell'AI e crescita del CapEx – Gli hyperscalers stanno aumentando rapidamente gli investimenti in infrastrutture AI, con Microsoft, Alphabet, Amazon e Meta attese incrementare complessivamente il CapEx del 57% nel 2027. Il crescente gap tra investimenti e free cash flow rende sempre più centrale il ricorso ai mercati dei capitali.

Evoluzione del credito legato all'AI – Credito pubblico, private capital, ABS, CMBS, high-yield e leveraged loans stanno finanziando una quota crescente dell'ecosistema AI. La prossima fase dovrebbe concentrarsi maggiormente su server, chip e asset energetici, con strutture di finanziamento sempre più specializzate.

Differenziazione tra emittenti e spread creditizi – Hyperscalers e società come Nvidia e Broadcom dispongono di rating e bilanci sufficientemente solidi da tollerare costi di finanziamento più elevati. Emittenti come Oracle, sviluppatori di data center, ex miner di bitcoin e REIT risultano invece maggiormente vulnerabili all'allargamento degli spread.

Buybacks del Tesoro e strategia di Scott Bessent – L'aumento dei buybacks rappresenta un'operazione fiscale di gestione del debito, non monetaria, ma segnala la volontà delle autorità di contrastare un eccessivo rialzo del long end.

Inflazione, energia e pressione sui rendimenti – Crowding-out, deficit pubblici, forte offerta corporate AI, situazione giapponese e inflazione vischiosa stanno esercitando pressione sui Treasury. A questi fattori si aggiungono Iran/Hormuz e l'aumento degli spread del Crack su diesel e distillati, con potenziale pass-through su industria, logistica, beni e alimentari.

Prospettive per obbligazioni, FED e azionario – Nel breve termine resta possibile un ulteriore aumento dei rendimenti, soprattutto in assenza di una chiara guidance della FED. Un forte deterioramento potrebbe successivamente giustificare YCC o QE, mentre sull'azionario rimane possibile uno scenario spot-up, vol-up dopo la stabilizzazione dei tassi, pur con rischi di de-grossing su small-cap e credito a rendimento più elevato.

ABS (Asset-Backed Securities) – Titoli obbligazionari garantiti dai flussi di cassa generati da un insieme di attività sottostanti. Nel caso dei data center, possono consentire di finanziare infrastrutture attraverso i ricavi prodotti dagli asset.

ABB (Anything But Bonds) – Espressione utilizzata per descrivere un orientamento di mercato caratterizzato dalla preferenza per molte altre attività finanziarie rispetto alle obbligazioni.

Buyback di Treasury – Operazione attraverso cui il Tesoro USA riacquista sul mercato titoli di Stato precedentemente emessi. Può servire a migliorare la liquidità del mercato e la gestione della struttura del debito pubblico.

CapEx (Capital Expenditure) – Spese sostenute da un'impresa per acquistare, costruire o potenziare attività e infrastrutture di lungo periodo. Nell'AI comprendono, ad esempio, data center, server, chip e infrastrutture energetiche.

CMBS (Commercial Mortgage-Backed Securities) – Titoli garantiti da finanziamenti relativi a immobili commerciali. Nel contesto dell'AI possono essere utilizzati anche per finanziare data center e altre infrastrutture immobiliari.

Crack spread – Differenza tra il valore dei prodotti petroliferi raffinati, come diesel e carburante per jet, e il costo del greggio necessario per produrli. Un forte aumento può indicare scarsità o problemi nella capacità di raffinazione.

Crowding-out – Fenomeno per cui una forte domanda di capitali da parte dello Stato o delle imprese assorbe risorse finanziarie disponibili sul mercato, esercitando pressione sui tassi e rendendo più costoso il finanziamento per altri soggetti.

De-grossing – Riduzione contemporanea delle esposizioni complessive, sia long sia short, da parte degli investitori, in particolare hedge fund, generalmente per diminuire rapidamente il rischio di portafoglio.

Duration – Misura della sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi d'interesse. Maggiore è la duration, maggiore tende a essere la variazione del prezzo quando cambiano i rendimenti.

Hyperscalers – Grandi società tecnologiche che gestiscono infrastrutture cloud e data center su scala globale, come Microsoft, Alphabet, Amazon e Meta, e che rappresentano alcuni dei maggiori investitori nell'infrastruttura AI.

Long end – Parte della curva dei rendimenti relativa alle obbligazioni con scadenze più lunghe. "Perdere il controllo del long end" indica un aumento dei rendimenti a lungo termine difficile da contenere.

OTR (Off-The-Run Treasuries) – Treasury meno recenti che non rappresentano più l'emissione di riferimento per una determinata scadenza e che generalmente presentano una liquidità inferiore rispetto ai titoli più nuovi.

Portfolio rebalancing – Meccanismo attraverso cui politiche monetarie espansive e rendimenti obbligazionari più bassi possono incentivare gli investitori a spostare capitale verso attività più rischiose alla ricerca di rendimenti maggiori.

QE outright (Quantitative Easing) – Acquisto diretto e su larga scala di titoli da parte della Banca centrale, finanziato attraverso la creazione di riserve, con conseguente espansione del suo bilancio e l'obiettivo di ridurre i rendimenti e allentare le condizioni finanziarie.

ROIC (Return on Invested Capital) – Indicatore che misura il rendimento generato da un'impresa rispetto al capitale complessivamente investito nelle proprie attività.

Spot-up, vol-up – Scenario nel quale il prezzo del mercato azionario sale contemporaneamente alla volatilità implicita, una combinazione meno comune rispetto alla tradizionale relazione inversa tra azioni e volatilità.

Spread creditizio – Rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per detenere un'obbligazione societaria rispetto a un titolo considerato privo o quasi privo di rischio con scadenza analoga. Il suo aumento segnala generalmente una maggiore percezione del rischio.

Term premium – Premio aggiuntivo richiesto dagli investitori per detenere obbligazioni a lunga scadenza invece di rinnovare nel tempo investimenti a breve termine, compensando l'incertezza su inflazione, tassi e condizioni economiche future.

YCC (Yield Curve Control) – Politica con cui una Banca centrale cerca di mantenere i rendimenti di determinate scadenze entro livelli prestabiliti, intervenendo attraverso acquisti di titoli quando necessario.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

abstract



In sintesi

L'oro ha superato con decisione la 200DMA, sostenuto dagli acquisti di Cina, Banche centrali, ETF e, più recentemente, investitori istituzionali. La forte domanda di opzioni call può amplificare i movimenti: avvicinandosi agli strike chiave, i dealer potrebbero acquistare oro per coprirsi, accelerando il rialzo, mentre un'inversione potrebbe produrre l'effetto opposto. Il quadro è rafforzato dall'Operation Twist 2.0 di Bessent, che secondo Goldman, Nomura e Rabobank potrebbe tradursi soprattutto in un dollaro più debole e in un oro più forte. Intanto, il venir meno delle aspettative di ulteriori rialzi FED ha favorito il recupero del posizionamento speculativo sul COMEX e della domanda di ETF.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Goldman vede rischi significativamente orientati al rialzo rispetto al fair value di $4.900/oz a fine 2026. Una ripresa degli afflussi negli ETF, insieme alla domanda delle Banche centrali, alle forti importazioni cinesi e all'elevato posizionamento sulle call, potrebbe attivare le coperture dei dealer e spingere l'oro ben oltre le previsioni. Anche i CTA stanno aumentando le posizioni long, mentre i flussi Goldman indicano target tra 4.800 e 5.500. Il principale rischio ribassista resta una nuova accelerazione dell'inflazione, anche legata alla guerra con l'Iran, che riaccenda le aspettative di rialzi FED: in questo scenario, lo smobilizzo delle coperture potrebbe amplificare una correzione del prezzo.

L'azione di Bessent appare favorevole all'oro. Con l'Operation Twist 2.0, il prezzo del metallo prezioso si è portato decisamente al di sopra della 200DMA (per inciso, l'ultima volta che l'oro è salito sopra la 200DMA ha poi registrato un ulteriore rialzo del 180% prima che la media mobile lo raggiungesse).

Tuttavia, come abbiamo osservato nella scorsa newsletter e prima dell'intervento di Bessent, l'oro aveva già avviato una rottura al rialzo, superando nettamente il recente livello di resistenza. A sostenere il movimento erano stati gli acquisti nuovamente consistenti della Cina, di varie Banche centrali e persino degli investitori retail attraverso gli ETF. Il grafico è indicativo **(GOLD_CALL)**: nella settimana appena conclusa, l'acquisto di opzioni call sull'oro si è attestato sui livelli del massimo storico raggiunto quando il metallo prezioso superò quota 5.000 $/oz.

A questa dinamica si aggiunge ora l'intervento degli speculatori istituzionali. Come scrivono gli strategist di Goldman in una nota, la domanda di opzioni call sull'oro è aumentata bruscamente a fronte del rinnovato interesse per le coperture contro le politiche macroeconomiche globali, creando un meccanismo in grado di amplificare i movimenti del prezzo sia al rialzo sia al ribasso.

Quando i prezzi dell'oro si avvicinano a livelli chiave di strike, infatti, i dealers che hanno venduto queste call potrebbero essere costretti ad acquistare oro per coprire la propria esposizione, contribuendo ad accelerare il rally. Si ripropone così il meccanismo auto-alimentante tra mercato cartaceo e mercato fisico. Al contrario, qualsiasi ritracciamento del prezzo dell'oro può spingere i dealers a liquidare queste coperture, aggiungendo pressione di vendita e amplificando il ribasso dei prezzi.

Tuttavia, con Bessent che sta trasformando il Tesoro in un soggetto attivo sul mercato obbligazionario, l'unica valvola di sfogo – come hanno sottolineato sia McElligott di Nomura, sia gli analisti di Rabobank – è rappresentata da un dollaro più debole e da un prezzo dell'oro più alto. Con simili presupposti, appare difficile che la prossima mossa possa essere un ritracciamento. Piuttosto, ora che l'oro è tornato sopra la 200DMA, la prospettiva è quella di un ulteriore apprezzamento.

Resta da comprendere se il movimento possa consolidarsi. A questo si aggiunge il ruolo della FED. Come osserva Goldman, la convinzione del mercato riguardo a ulteriori rialzi della Banca centrale USA – il principale fattore avverso per l'oro da marzo in poi – si è indebolita dopo il mantenimento dei tassi al FOMC di luglio e i dati più deboli sull'occupazione e sull'inflazione CPI statunitensi di luglio. Ciò ha sostenuto una parziale ripresa del posizionamento speculativo netto sul COMEX e della domanda di ETF sull'oro sensibile ai tassi, contribuendo a far salire i prezzi dell'oro del 15% dal minimo di metà luglio fino a quasi $4.600/toz, con la crescente ed elevata domanda di opzioni call che probabilmente ha amplificato il movimento. Inoltre, gli economisti di Goldman si aspettano che un'inflazione più bassa mantenga la FED ferma, creando ulteriore spazio per una ripresa della domanda di investimento occidentale.

Su questo punto, Lina Thomas, analista del mercato dell'oro della banca d'affari, avverte che un'ulteriore ripresa della domanda degli investitori occidentali, insieme alla continua forte domanda delle Banche centrali, potrebbe spingere i prezzi dell'oro verso livelli chiave di strike, in corrispondenza dei quali la copertura dei dealer potrebbe accelerare meccanicamente il rally. Di conseguenza, individua un significativo rischio al rialzo rispetto alla previsione di $4.900/oz per l'oro a fine 2026 e osserva che la previsione di fair value di Goldman di $4.900/toz entro la fine del 2026 presuppone una domanda ancora forte da parte delle Banche centrali e una ripresa della domanda di ETF da parte degli investitori privati, mentre la FED rimane ferma nel 2026. Tuttavia, tale previsione non incorpora l'elevata domanda di coperture contro le politiche macroeconomiche globali attraverso le opzioni call sull'oro.

Goldman aggiunge che, se gli afflussi degli investitori negli ETF dovessero riprendersi come previsto e l'attuale elevato posizionamento sulle opzioni call dovesse persistere, la copertura dei dealer potrebbe amplificare meccanicamente il rally e spingere i prezzi dell'oro ben al di sopra delle previsioni. Al contrario, qualora l'inflazione dovesse nuovamente impennarsi (a causa della guerra con l'Iran o per altri motivi), un nuovo aumento delle aspettative di rialzo dei tassi da parte della FED potrebbe analogamente innescare lo smobilizzo delle coperture dei dealer e produrre una correzione più marcata del solito.

Nel frattempo, in una nota separata del trading desk di Goldman, la banca analizza la domanda cinese e rileva acquisti costanti sia dalla Cina sia dai fondi macro occidentali durante la settimana appena conclusa, accelerati dopo l'annuncio del programma di riacquisto del Tesoro USA. Come promemoria, il desk Delta-1 di Goldman ha descritto il Bessent Twist sottolineando come il segnale appaia piuttosto chiaro: il Tesoro sembra disposto a utilizzare più attivamente i riacquisti e la composizione delle emissioni per stabilizzare la parte lunga della curva. La definizione – quasi-Twist o Twist-lite – appare meno rilevante rispetto alla funzione di reazione. Secondo il desk, l'implicazione più duratura potrebbe infatti riguardare il dollaro e l'oro più che i tassi.

A questo proposito, il trader di Goldman Adam Gillard scrive di sentirsi ora molto tranquillo nel mantenere una posizione lunga per tre ragioni: 1) la pressione sul dollaro (anche lui cita la valvola di sfogo derivante da un Tesoro più proattivo menzionata sopra); 2) il graduale ritorno delle Banche Centrali; 3) le forti importazioni cinesi, mentre il posizionamento non è ancora eccessivamente esteso (per ora).

Gillard osserva inoltre che i flussi attraverso la rete Goldman sono aumentati significativamente questa (la scorsa, ndr) settimana, con una combinazione di opzioni digitali a 3-6 mesi e acquisti outright con target tra 4.800 e 5.500. Il posizionamento viene sintetizzato in questi termini: 6/10 long; long vol, skew e delta.

Gillard aggiunge alcune ulteriori considerazioni.

Argento – Occorre considerare che le CB non acquistano argento e che la Cina è un esportatore netto. È già stato osservato cosa accade quando l'oro diventa troppo costoso (switching del retail legato al prezzo), elemento che spiega la domanda di digital a 3 mesi da $90/oz registrata questa settimana (attraente dato il basso vol e l'elevato skew).

China Spec – Sono stati rilevati acquisti significativi a Shanghai, con il quinto maggior movimento a due giorni degli ultimi 5 anni. La posizione long cinese complessiva è ancora del 25% al di sotto dei massimi.

Central Banks – I dati sono ritardati, ma il trend sembra rimanere invariato. Le esportazioni del Regno Unito verso la Cina (proxy della PBOC) hanno avuto una media di 37 MT pm nel Q2 contro 15 MT pm nel 2025; la Turchia sta lentamente ricomprando ciò che aveva venduto nei primi giorni del conflitto; le disponibilità corrette per gli swap sono di 809 MT contro un massimo di ~822 MT; dei 55 Reserve Managers monitorati, solo la Russia sta liquidando.

China Physical – Le importazioni sono scese a 135 MT a luglio contro 173 MT a giugno e una media mensile di 144 MT nel primo semestre 2026. È degno di nota che il calo sequenziale sia dovuto alle minori importazioni nelle FTZ (le importazioni sdoganate sono rimaste sostanzialmente invariate). Le importazioni cinesi totali risultano pari a +444 MT (80% y/y YTD), più che compensando i minori flussi (riportati) di CB + ETF.

EFP – Il quadro non appare particolarmente significativo **(GOLD_EFP)**, considerata la volatilità indotta dai dazi dello scorso anno. Storicamente, tuttavia, un EFP forward di +$7/oz rappresentava un indicatore ragionevole di acquisti speculativi.

CTAs – Il modello di Goldman ha ricoperto le posizioni short e sta aumentando la posizione long. Gli indicatori di momentum rimangono positivi.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Gold Call Option Demand Has Risen Sharply



Source: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

Immagine GOLD_CALL - **Fonte** Bloomberg/Goldman Sachs

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

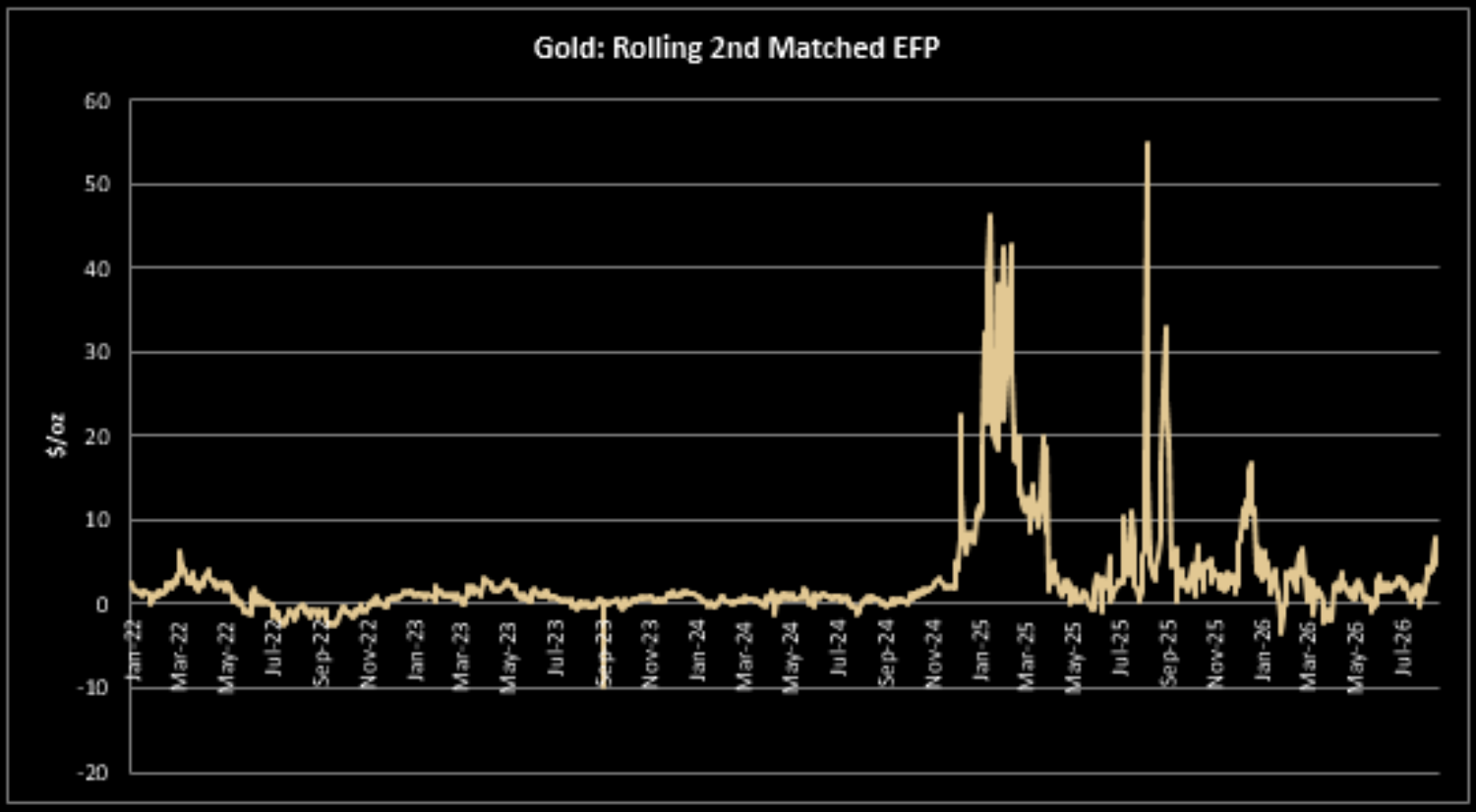


Immagine GOLD_EFP - **Fonte** Goldman Sachs

commodities

Away
ake

Oro sopra la 200DMA – Il superamento della media mobile a 200 giorni rafforza il quadro tecnico dell'oro, già sostenuto prima dell'Operation Twist 2.0 dagli acquisti di Cina, Banche centrali e investitori retail attraverso gli ETF.

Opzioni call e coperture dei dealer – La domanda di call sull'oro è tornata sui massimi storici. L'avvicinamento agli strike chiave può costringere i dealer ad acquistare oro per coprirsi, amplificando il rialzo; un ritracciamento potrebbe invece determinare lo smobilizzo delle coperture e accentuare la correzione.

Bessent, Tesoro USA e dollaro – La maggiore attività del Tesoro sul mercato obbligazionario attraverso l'Operation Twist 2.0 potrebbe avere conseguenze più durature su dollaro e oro che sui tassi. Nomura, Rabobank e Goldman individuano in un dollaro più debole e in un oro più forte una possibile conseguenza della strategia.

FED e ritorno della domanda occidentale – Il mantenimento dei tassi al FOMC di luglio e dati più deboli su occupazione e CPI hanno ridimensionato le aspettative di ulteriori rialzi FED, favorendo il recupero del posizionamento speculativo sul COMEX e della domanda di ETF sensibile ai tassi.

Goldman e rischio al rialzo sull'oro – Lina Thomas individua un significativo rischio al rialzo rispetto al fair value Goldman di $4.900/oz a fine 2026. Una ripresa degli ETF, unita alla domanda delle Banche centrali e all'elevato posizionamento sulle call, potrebbe spingere le quotazioni ben oltre le previsioni.

Cina, Banche centrali e posizionamento speculativo – Goldman rileva forti acquisti cinesi, importazioni YTD in aumento dell'80% y/y e una domanda delle Banche centrali ancora solida. Parallelamente, i CTA hanno ricoperto gli short e stanno aumentando le posizioni long, mentre i flussi Goldman mostrano acquisti outright con target tra 4.800 e 5.500.

commodities

Glossario

200DMA (200-Day Moving Average) – Media mobile del prezzo calcolata sulle ultime 200 sedute. È uno degli indicatori tecnici più utilizzati per identificare la tendenza di lungo periodo di un'attività finanziaria.

Call – Opzione che attribuisce all'acquirente il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare un'attività a un prezzo prestabilito entro una determinata scadenza.

COMEX – Principale mercato statunitense dei futures e delle opzioni su metalli come oro, argento e rame. Fa parte del CME Group.

CTA (Commodity Trading Advisor) – Operatori o strategie d'investimento, spesso quantitative e sistematiche, che assumono posizioni su futures e altri derivati seguendo prevalentemente trend e segnali di mercato.

Delta – Misura della sensibilità del prezzo di un'opzione alle variazioni del prezzo dell'attività sottostante. È anche uno dei parametri utilizzati per determinare le coperture necessarie ai dealer.

EFP (Exchange for Physical) – Operazione che consente di scambiare una posizione in futures con una posizione equivalente sul mercato fisico. La differenza di prezzo tra i due mercati può fornire indicazioni sulle condizioni di domanda e offerta.

FTZ (Free Trade Zone) – Zona di libero scambio nella quale le merci possono essere importate, immagazzinate o lavorate beneficiando di particolari regimi doganali. Nel testo è rilevante per interpretare i flussi di importazione dell'oro in Cina.

Operation Twist – Strategia attraverso cui viene modificata la composizione per scadenza dei titoli pubblici presenti sul mercato con l'obiettivo di influenzare la curva dei rendimenti, soprattutto nella sua parte lunga.

Opzione digitale – Derivato che paga un importo predeterminato se, a una certa data, il prezzo dell'attività sottostante soddisfa una specifica condizione.

Outright – Posizione diretta assunta su un'attività finanziaria, senza essere contemporaneamente compensata da un'altra operazione collegata.

Skew – Differenza nella volatilità implicita attribuita dal mercato a opzioni con differenti prezzi di esercizio. Riflette quanto gli investitori siano disposti a pagare per proteggersi o esporsi a determinati movimenti estremi del mercato.

Strike – Prezzo prestabilito al quale il possessore di un'opzione può acquistare o vendere l'attività sottostante.

Volatilità implicita (Vol) – Stima delle oscillazioni future del prezzo di un'attività incorporata nei prezzi delle opzioni. Una volatilità implicita elevata indica che il mercato si aspetta movimenti più ampi dei prezzi.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

abstract



In sintesi

Bitcoin ha registrato un forte recupero, sostenuto dalla convergenza di acquisti istituzionali, liquidazioni record delle posizioni short, rendimenti in calo sulla parte lunga della curva e prospettive normative più favorevoli. Il superamento della SMA a 200 giorni e la formazione di un'ampia base di costo tra 58.000 e 67.000 $ rafforzano il quadro tecnico, mentre Standard Chartered ritiene ora possibile che il target di 100.000 $ a fine anno sia troppo prudente. Gli acquisti spot istituzionali avevano inoltre preceduto lo short squeeze, come indicano i dati on-chain e il +257% mensile dei volumi OTC di Bitfire Group.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il quadro appare più favorevole, ma resta caratterizzato da elevata volatilità. La tenuta dell'area 58.000-67.000 $ e il consolidamento sopra la SMA a 200 giorni saranno importanti per confermare la fine del trend ribassista. Ulteriori catalizzatori potrebbero arrivare dal Clarity Act, dal nuovo safe harbor della SEC, dal calo dei rendimenti e da un'eventuale politica governativa di acquisto di Bitcoin per una riserva nazionale. La rotazione di capitale dall'AI verso le crypto potrebbe offrire ulteriore sostegno. Restano però rilevanti i rischi legati alla leva, alle liquidazioni sui derivati e alle posizioni dei grandi operatori, come evidenziato dal recente flash crash.

I mercati stanno ricordando agli investitori come la volatilità possa manifestarsi in entrambe le direzioni anche negli asset digitali. Come scrive all'inizio della sua ultima nota Geoffrey Kendrick, responsabile della ricerca sulle criptovalute di Standard Chartered, ci siamo abituati (all'inizio del 2026) ad assistere a brusche discese dei prezzi. Ora stiamo iniziando a osservare (solo iniziando) cosa accade quando i prezzi registrano movimenti altrettanto rapidi al rialzo.

In un rapporto del 12 febbraio, Kendrick aveva ridotto l'obiettivo di fine anno di Standard Chartered per Bitcoin a 100.000 $ da 150.000 $ e quello per Ethereum a 4.000 $ da 7.500 $. All'epoca, prevedeva che Bitcoin potesse scendere fino a circa 50.000 $ ed Ethereum a 1.400 $, prima di recuperare nel resto dell'anno. Oggi scrive: «Per la prima volta quest'anno, c'è ora il rischio che la mia previsione di fine anno (di 100.000 USD) sia troppo bassa».

Kendrick non è il solo a rivedere il quadro prospettico. Come riporta CoinTelegraph, anche altri osservatori del settore hanno individuato segnali secondo cui il mercato ribassista potrebbe essere vicino alla conclusione. Il CEO di Swan Bitcoin, Cory Klippsten, ha affermato che Bitcoin potrebbe toccare il fondo a ottobre, mentre il fondatore di 10x Research, Markus Thielen, ha sostenuto che una chiusura ad agosto sopra i 63.000 $ potrebbe confermare la formazione di un minimo del mercato ribassista.

Un ulteriore elemento riguarda la formazione di una nuova area di acquisto di BTC sotto i 68.000 $. CoinTelegraph osserva che, nonostante i dubbi sulla sostenibilità del recente e volatile movimento rialzista di Bitcoin, un'analisi della piattaforma di analisi onchain Glassnode ha evidenziato la formazione di una nuova area di supporto sotto i 70.000 $. Circa 3,44 milioni di BTC presentano ora una base di costo onchain, nota anche come prezzo realizzato, compresa tra 58.000 $ e 67.000 $. Di questi, 2,23 milioni di BTC – pari a circa l'11% dell'offerta totale – sono stati aggiunti nelle ultime 11 settimane.

«È il cluster di base di costo più denso sotto lo spot, una potenziale zona di supporto chiave in caso di ritracciamento», ha commentato su X il co-fondatore di Glassnode, Rafael Schultze-Kraft. BTC/USD ha superato diversi livelli di resistenza chiave questa settimana, tra cui la sua media mobile semplice (SMA) a 200 giorni, collocata a 68.967 $, un livello fondamentale da riconquistare per porre fine al trend ribassista di lungo periodo del prezzo di BTC.

Inoltre, il rialzo del 20% registrato da Bitcoin negli ultimi tre giorni di contrattazione lo ha riportato sopra un livello particolarmente rilevante per Strategy, la più grande società al mondo con una tesoreria aziendale in Bitcoin.

I dati della risorsa di monitoraggio BitcoinTreasuries indicano che la base di costo delle partecipazioni di Strategy, pari a 840.447 BTC, è di 75.385 $, attualmente con un guadagno da inizio anno di circa 450 milioni di $. Come riportato da CoinTelegraph, tra il 3 e il 9 agosto Strategy ha scelto di vendere una piccola parte della propria tesoreria (pari a 1.690 BTC) per riacquistare 1,15 milioni di azioni privilegiate STRC per 108,6 milioni di $. L'operazione ha rappresentato la quarta vendita di Bitcoin effettuata dalla società nel 2026.

Le vendite sono state accompagnate da preoccupazioni sulla sostenibilità a lungo termine della tesi d'investimento in Bitcoin della società, timori che il successivo rialzo del prezzo di BTC dovrebbe contribuire ad attenuare, secondo l'analista indipendente di criptovalute William Clemente.

Clemente ha inoltre scritto su X: «Non solo i timori su Saylor/Strategy dovrebbero essere stati attenuati per un po' una volta che ha dimostrato di essere disposto a vendere BTC per ricomprare STRC ma ora, dopo questo impulso di prezzo, sono ancora più sovracollateralizzati dalle loro partecipazioni in BTC», riferendosi all'ex CEO Michael Saylor.

Probabilmente, tuttavia, l'elemento più rilevante dell'andamento dei prezzi nelle ultime ore di contrattazione della scorsa settimana (a parte la sua entità) è rappresentato dalla liquidazione senza precedenti delle posizioni short sulle crypto. I dati di CoinGlass mostrano liquidazioni di posizioni short crypto per 3,1 miliardi di dollari nel periodo 19-20 agosto, mentre il dato di giovedì scorso ha rappresentato la più grande liquidazione giornaliera di posizioni short mai registrata.

Rajiv Sawhney, responsabile della gestione di portafogli internazionali presso Wave Digital Assets, ha dichiarato che il controllo della curva dei rendimenti rappresentava il secondo maggiore catalizzatore di mercato nella lista dei fattori potenzialmente in grado di sostenere un rally duraturo di Bitcoin. Il catalizzatore più importante sarebbe invece un mandato governativo per acquistare Bitcoin destinati a una riserva nazionale, ha affermato. Un'ipotesi che, alla luce degli sviluppi recenti, merita particolare attenzione.

Bitfire Research osserva che il rally non è stato determinato da un'unica notizia, bensì dalla convergenza di molteplici catalizzatori: una struttura short particolarmente affollata che ha incontrato condizioni favorevoli sul fronte normativo, rendimenti in calo sulla parte lunga della curva e una rotazione del capitale tra i diversi settori.

Il fattore scatenante più immediato è arrivato dalle posizioni short accumulate durante sei mesi di consolidamento. Il prolungato movimento laterale di Bitcoin intorno ai 60.000 dollari aveva infatti consentito alle posizioni short con leva di aumentare progressivamente. Quando i prezzi hanno superato i principali cluster di liquidazione, i riacquisti forzati hanno determinato una sequenza di coperture, generando un ciclo di feedback positivo che ha amplificato lo short squeeze.

È importante sottolineare come il mercato spot avesse già segnalato un'accumulazione istituzionale prima che si sviluppasse lo squeeze sui derivati. I dati on-chain monitorati da Bitfire Research mostrano che il capitale istituzionale – comprese entità con affiliazioni a società quotate e indirizzi di whales di lunga data – aveva accumulato attivamente in area 60.000 dollari.

A conferma di questo quadro, il desk OTC di Bitfire Group ha registrato un luglio da record, con il volume totale degli scambi in aumento del 257% su base mensile. Questi due flussi di dati – on-chain e OTC – conducono alla medesima conclusione: gli acquisti spot istituzionali erano già aumentati significativamente prima del breakout dei prezzi, creando le condizioni per il successivo rally.

Sul fronte delle politiche, la SEC ha presentato un nuovo quadro normativo per gli asset digitali basato su un meccanismo di safe harbor: fino a 5 milioni di dollari nella fase di lancio e fino a 75 milioni di dollari all'anno successivamente, con gli emittenti in grado di uscire dalla classificazione come titoli una volta completate le tappe di conformità. Il nuovo quadro riduce significativamente l'incertezza normativa per i progetti crypto nelle fasi iniziali, attirando capitale aggiuntivo e favorendo una rivalutazione del pricing del rischio.

Sul fronte della rotazione del capitale, i fondi che avevano privilegiato le narrative dell'AI all'inizio dell'anno hanno mostrato segnali di ritorno verso il comparto crypto. Con la crescita dei ricavi di Anthropic nel Q2 che ha evidenziato un rallentamento di secondo ordine, il mercato ha iniziato a rivalutare le aspettative di rendimento tra le diverse classi di asset e l'attrattiva relativa delle crypto è tornata al centro dell'attenzione.

Inoltre, Bloomberg riferisce che il ritorno di un sentiment positivo nel mercato crypto è stato sostenuto dall'incontro di Trump con dirigenti crypto di società tra cui Coinbase, Payward e Blockchain.com. L'iniziativa ha contribuito a rafforzare l'ottimismo intorno al Clarity Act, il disegno di legge sulla struttura del mercato crypto che non è riuscito ad arrivare al voto prima della pausa di agosto del Senato.

Trump ha esortato il Congresso ad approvare una versione equa del Clarity Act, affermando davanti ai dirigenti del settore crypto e della finanza presenti alla Casa Bianca che la legislazione sulla struttura del mercato rappresenta il prossimo passaggio nell'agenda della sua Amministrazione.

«Ora abbiamo bisogno che il Congresso compia il prossimo passo approvando il Clarity Act, una versione equa del Clarity Act... È una legislazione sulla struttura molto, molto potente che ci manterrà davanti alla Cina, davanti a tutti gli altri. Apriremo la porta alla prossima ondata di innovazioni e innovatori», ha dichiarato Donald Trump.

La legislazione rimane in stallo a causa di una disputa sulle disposizioni in materia di etica, ma Trump ha esortato il Senato ad approvare il disegno di legge e si prevede che la Camera torni a esaminarlo quando riprenderà i lavori a metà settembre. Si prospetta quindi un'accelerazione dell'attività legislativa in vista delle elezioni, oltre che prima della pubblicazione dei dati effettivi relativi ai buybacks annunciati, prevista per il 4 novembre. A urne chiuse.

P.S. Resta infine da considerare il flash crash verificatosi nella giornata di sabato, durante il quale il comparto crypto ha perso 120 miliardi di market cap in soli 20 minuti. Un elemento interpretativo emerge dal grafico **(JANE)**: crypto, oro e argento hanno ripreso a salire in concomitanza con la chiusura forzata e su larga scala delle posizioni short, proprio mentre Jane Street – operatore storicamente ribassista su BTC attraverso ETF di cui è membro autorizzato, circostanza di cui non appare chiaro il principio considerando che si tratta di un hedge fund, nonché soggetto che ha avuto un ruolo centrale nelle dinamiche che hanno accompagnato il crollo dell'argento di fine anno – segnalava al mercato una perdita sui books pari a 15 miliardi di dollari.

Una posizione di mercato fortemente deteriorata, soprattutto quando costruita attraverso strumenti finanziari, può determinare reazioni particolarmente aggressive da parte dell'operatore coinvolto.



Immagine JANE - **Fonte** TradingView

Bitcoin e inversione del trend – Il forte recupero di BTC, il superamento della SMA a 200 giorni e la formazione di un'importante base di costo tra 58.000 e 67.000 $ alimentano l'ipotesi che il mercato ribassista sia vicino alla conclusione e che il target di 100.000 $ di Standard Chartered possa risultare troppo prudente.

Short squeeze e liquidazioni record – La presenza di posizioni short con leva accumulate durante sei mesi di consolidamento ha amplificato il rialzo. Il superamento dei principali cluster di liquidazione ha generato riacquisti forzati, con 3,1 miliardi di dollari di short liquidati tra il 19 e il 20 agosto.

Accumulo istituzionale e mercato spot – Prima dello squeeze sui derivati erano già evidenti consistenti acquisti istituzionali intorno ai 60.000 $. I dati on-chain e l'aumento del 257% mensile dei volumi OTC di Bitfire Group indicano che il capitale professionale aveva iniziato ad accumulare prima del breakout.

Strategy e sostenibilità della strategia Bitcoin – Il rialzo di BTC ha riportato il prezzo sopra la base di costo di 75.385 $ delle 840.447 partecipazioni in Bitcoin di Strategy, attenuando i timori sulla sostenibilità della strategia dopo la vendita di 1.690 BTC destinata al riacquisto di azioni privilegiate STRC.

Regolamentazione USA e Clarity Act – Il nuovo safe harbor proposto dalla SEC e il sostegno di Trump al Clarity Act potrebbero ridurre l'incertezza normativa e favorire nuovi flussi di capitale. Un ulteriore potenziale catalizzatore sarebbe un mandato governativo per acquistare Bitcoin destinati a una riserva nazionale.

Rotazione dei capitali e rischi di mercato – Il rallentamento di secondo ordine della crescita dei ricavi di Anthropic nel Q2 potrebbe favorire una rotazione di capitale dalle narrative AI verso le crypto. Restano tuttavia elevati i rischi derivanti da leva, derivati e grandi operatori, come evidenziato dal flash crash e dalle dinamiche associate a Jane Street.

Base di costo on-chain (prezzo realizzato) – Prezzo medio al quale i Bitcoin attualmente detenuti sono stati acquistati o trasferiti, ricostruito attraverso i dati registrati sulla blockchain. Può aiutare a individuare aree di potenziale supporto o resistenza.

Breakout – Superamento deciso di un livello tecnico rilevante, come una resistenza o una fase di consolidamento, che può segnalare l'avvio o l'accelerazione di un nuovo movimento di prezzo.

Clarity Act – Proposta legislativa statunitense finalizzata a definire con maggiore chiarezza la struttura regolamentare del mercato degli asset digitali e le competenze delle autorità di vigilanza.

Cluster di liquidazione – Area di prezzo nella quale si concentra un numero elevato di posizioni a leva che rischiano di essere liquidate automaticamente. Il suo superamento può amplificare rapidamente i movimenti del mercato.

Controllo della curva dei rendimenti (Yield Curve Control) – Politica attraverso cui un'autorità monetaria interviene per mantenere i rendimenti dei titoli di Stato su determinate scadenze entro livelli prestabiliti.

Desk OTC (Over-the-Counter) – Struttura attraverso cui grandi operatori effettuano transazioni direttamente tra loro, al di fuori dei normali mercati pubblici. È utilizzata soprattutto per operazioni di dimensioni elevate.

Market cap – Valore complessivo di mercato di una criptovaluta o di un intero comparto, calcolato moltiplicando il prezzo corrente per la quantità di asset in circolazione.

Safe harbor – Regime normativo che concede temporaneamente determinate esenzioni o protezioni regolamentari, permettendo a un progetto di svilupparsi entro condizioni e limiti prestabiliti prima di soddisfare pienamente alcuni requisiti.

Short squeeze – Rapido rialzo provocato o amplificato dalla chiusura forzata delle posizioni ribassiste. Chi è short deve acquistare l'asset per chiudere la posizione, generando ulteriore domanda e pressione al rialzo.

SMA a 200 giorni (Simple Moving Average) – Media dei prezzi di chiusura delle ultime 200 sedute. È un indicatore tecnico molto utilizzato per valutare la tendenza di lungo periodo di un asset.

Sovracollateralizzazione – Situazione in cui il valore delle attività poste a garanzia supera quello delle passività o degli impegni finanziari che devono garantire.

Whale – Termine utilizzato nel mercato crypto per indicare un investitore o un indirizzo blockchain che detiene quantità molto elevate di una determinata criptovaluta e può quindi esercitare un'influenza significativa sul mercato.



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