MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

**Consulente Finanziario Indipendente**

Certified Financial Planner - CFP®

# NEWSLETTER

## SETTIMANALE

**31 AGOSTO - 6 SETTEMBRE**

**ANNO 2026**



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

# Indice


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

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

54 **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 sarà caratterizzata da un'agenda macro particolarmente intensa, con Cina e Germania tra i principali osservati. Pechino entra nel pieno del 15mo Piano quinquennale e pubblicherà i PMI NBS e RatingDog, mentre la Germania sarà al centro dell'attenzione per inflazione, vendite al dettaglio, ordinativi industriali e PMI, sullo sfondo del voto regionale in Sassonia-Anhalt. Dagli USA arriveranno JOLTs, ISM, PMI dei servizi, Beige Book e, soprattutto, Non-Farm Payrolls e dati sul mercato del lavoro, a due settimane dal FOMC. Rilevanti anche la decisione sui tassi della Bank of Canada, i dati macro dalla Russia, il PIL di India e Australia e l'inflazione europea. Sul fronte geopolitico, domenica si terrà il meeting OPEC+, con attenzione a Hormuz e alla crisi del diesel legata agli attacchi alle infrastrutture energetiche russe.

## Cosa aspettarsi dal mercato?

La combinazione tra inflazione, attività economica e mercato del lavoro potrebbe aumentare la volatilità, soprattutto nella seconda parte della settimana. Per gli USA, JOLTs, ISM e Non-Farm Payrolls saranno determinanti per ridefinire le aspettative sulla prossima decisione della FED: segnali di raffreddamento dell'occupazione potrebbero rafforzare le attese di un orientamento più accomodante, mentre dati robusti o nuove pressioni sui prezzi potrebbero produrre l'effetto opposto. In Europa, inflazione e indicatori tedeschi offriranno indicazioni sul ciclo economico e sulle prospettive della politica monetaria. I PMI cinesi saranno invece importanti per valutare la traiettoria della seconda economia mondiale. Infine, OPEC+, Hormuz e gli sviluppi sulle infrastrutture energetiche russe mantengono elevata l'attenzione su petrolio, diesel e aspettative inflazionistiche.

Attenzione agli outsiders. Nella fattispecie, Cina e Germania. Outsiders di particolare rilievo, considerando che Pechino entra nel pieno del suo nuovo, 15mo Piano quinquennale, mentre Berlino si confronta con una campagna elettorale per le regionali che vede AfD in netto vantaggio in tutta la ex DDR, forte di un 43% nell'ultimo sondaggio Forsa, contro il 16% della sinistra estrema, il 13% della CDU e il 9% della SPD. E non soltanto nell'ex Germania Est il partito di Alice Weidel minaccia di fare il pieno, a meno di una settimana dal voto in Sassonia-Anhalt.

Si comincia **lunedì 31 agosto** con i dati di produzione industriale e vendite al dettaglio di Corea del Sud e Giappone, seguiti da quelli relativi alla concessione di credito al settore privato e alle scorte corporate in Australia. Successivamente, il calendario entra nel vivo. Dalla Cina sono attesi il PMI manifatturiero, non manifatturiero e generale dell'indice NBS, mentre la Turchia pubblicherà i dati relativi alle stime del PIL e alla disoccupazione e la Germania i dati CPI di 5 Land di primaria importanza, Baviera in testa. Ma, soprattutto, sarà diffuso il dato relativo all'inflazione, armonizzata e non, dell'economia tedesca, particolarmente rilevante alla luce della storica sensibilità del Paese nei confronti delle dinamiche inflazionistiche. Seguiranno il dato del PIL dell'India e l'indice manifatturiero della FED di Dallas.

**Martedì 1 settembre** sarà una giornata dedicata al PMI manifatturiero di S&P Global praticamente in tutto il mondo, ma l'attenzione principale sarà concentrata sul RatingDog cinese, mentre l'Indonesia pubblicherà la bilancia commerciale e il tasso di inflazione. Atteso anche il dato sulle vendite al dettaglio in Germania, mentre l'Australia renderà noto l'indice dei prezzi delle commodities, altro proxy che, nell'attuale contesto storico, merita particolare attenzione.

Per quanto riguarda l'Europa, saranno pubblicati tasso di disoccupazione e inflazione (armonizzata e non) in Italia, mentre a livello di Unione arriveranno, oltre ai medesimi indicatori attesi dal Belpaese, anche ulteriori indicazioni attraverso i dati CPI flash. Attesa per il PIL dal Brasile e per la fiducia delle imprese in Messico ma, soprattutto, per il PMI manifatturiero e il dato JOLTs sull'apertura di nuove attività negli USA, dove è prevista anche la pubblicazione del dato su prezzi e ordinativi manifatturieri ISM, dell'indice dei servizi della FED di Dallas e del dato sulla spesa del settore delle costruzioni.

**Mercoledì 2 settembre** saranno diffusi il tasso di inflazione in Corea del Sud e il dato sul PIL australiano, mentre l'Italia pubblicherà il PPI e il Brasile l'indice ICP-Fipe sulle prospettive inflazionistiche. Il tutto in attesa dei dati relativi ai mutui immobiliari e alle scorte petrolifere negli USA. Ma, soprattutto, sarà il giorno della decisione sui tassi di interesse della Bank of Canada.

Attenzione, inoltre, alla consistente serie di dati macro in arrivo dalla Russia, dove è prevista la pubblicazione di corporate profits, fiducia delle imprese, disoccupazione, salari reali, PIL e vendite al dettaglio. Infine, sarà pubblicato il Beige Book della FED.

**Giovedì 3 settembre** sarà la giornata dei PMI composito e dei servizi di S&P Global praticamente in tutto il mondo, cui si uniranno il dato della bilancia commerciale australiana e l'asta del titolo a 30 anni in Giappone. Tasso di inflazione e PPI in arrivo dalla Turchia e dall'Unione Europea, insieme alle aste di Bonos e OAT rispettivamente in Spagna e Francia, in attesa della bilancia commerciale di Canada e Stati Uniti. Negli USA verrà pubblicato anche il dato PMI relativo ai servizi con tutti i sotto-indici, fra cui prezzi, nuovi ordinativi e occupazione.

Previsto inoltre il consueto fixing dei tassi per i mutui fissi a 15 e 30 anni, sempre negli USA, mentre la Corea del Sud renderà note le proprie riserve estere, così come la Turchia, dove sarà pubblicata anche la bilancia commerciale.

**Venerdì 4 settembre** saranno pubblicati i dati sulle spese personali in Giappone e sugli ordinativi industriali in Germania, oltre al PMI delle costruzioni della Germania, ma anche di Francia, Italia e UE. È inoltre prevista la pubblicazione del Food Price Index della FAO, indicatore fondamentale a fronte dell'esplosione del prezzo di alcuni alimenti base come il riso. Seguiranno le vendite al dettaglio nell'UE, gli investimenti fissi in Messico e il dato occupazionale e l'indice Ivey PMI in Canada.

Il tutto in attesa del Non-Farm Payrolls e del dato occupazionale negli USA, a due settimane dal FOMC della FED chiamato a decidere sui tassi di interesse.

**Domenica 6 settembre** si terranno il voto regionale in Sassonia-Anhalt e il meeting ministeriale dell'OPEC+, entrambi da monitorare con particolare attenzione agli sviluppi relativi a Hormuz e alla crisi del diesel legata agli attacchi contro le infrastrutture energetiche della Russia. Paese che, a differenza dell'Ucraina, degli USA e dell'UE, siederà al tavolo di Vienna.

# Macro

Away
ake

**Cina e 15mo Piano quinquennale –** I PMI manifatturiero, non manifatturiero e generale NBS, insieme al RatingDog, saranno tra i principali indicatori per valutare la dinamica dell'economia cinese nella fase di piena attuazione del nuovo Piano quinquennale.

**Germania tra economia e politica –** Inflazione, CPI dei principali Land, vendite al dettaglio, ordinativi industriali e PMI offriranno un quadro aggiornato dell'economia tedesca, mentre cresce l'attenzione sul voto regionale in Sassonia-Anhalt e sull'avanzata di AfD.

**USA: mercato del lavoro e FED –** JOLTs, ISM, PMI dei servizi, Beige Book e soprattutto Non-Farm Payrolls saranno determinanti per valutare la tenuta dell'economia americana e orientare le aspettative sui tassi a due settimane dal FOMC.

**Inflazione e banche centrali –** I dati sui prezzi in Germania, Italia, UE, Corea del Sud e Turchia contribuiranno a definire il quadro inflazionistico globale, mentre la Bank of Canada sarà chiamata a decidere sui tassi di interesse.

**Crescita globale sotto osservazione –** PIL di India e Australia, dati macro dalla Russia, indicatori europei e numerosi PMI S&P Global permetteranno di misurare intensità e divergenze del ciclo economico nelle principali aree mondiali.

**Energia e rischi geopolitici –** Il meeting ministeriale dell'OPEC+, le tensioni su Hormuz e gli attacchi alle infrastrutture energetiche russe manterranno alta l'attenzione su petrolio e diesel, con possibili implicazioni per prezzi energetici e aspettative inflazionistiche.

# Macro

Glossario

**Beige Book —** Rapporto pubblicato dalla FED che raccoglie informazioni qualitative sull'andamento dell'economia statunitense nei diversi distretti della banca centrale. Viene utilizzato per valutare crescita, occupazione, salari e prezzi in vista delle decisioni di politica monetaria.

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

**FOMC (Federal Open Market Committee) —** Comitato della Federal Reserve responsabile delle principali decisioni di politica monetaria negli USA, compresa la determinazione dei tassi di interesse.

**Inflazione armonizzata —** Misura dell'inflazione calcolata secondo criteri comuni a livello europeo, che consente di confrontare l'andamento dei prezzi tra i diversi Paesi dell'UE.

**ISM (Institute for Supply Management) —** Organizzazione statunitense che pubblica importanti indicatori sull'attività manifatturiera e dei servizi.

I suoi indici sono particolarmente seguiti dai mercati perché forniscono indicazioni tempestive sul ciclo economico USA.

**JOLTs (Job Openings and Labor Turnover Survey) —** Indagine statunitense che misura, tra gli altri elementi, i posti di lavoro disponibili, assunzioni e dimissioni. È utilizzata per valutare domanda di lavoro e tensioni nel mercato occupazionale.

**Non-Farm Payrolls (NFP) —** Dato mensile che misura la variazione del numero di occupati negli USA, escluso principalmente il settore agricolo. È uno degli indicatori più importanti per i mercati e per le decisioni della FED.

**OPEC+ —** Gruppo formato dai Paesi OPEC e da altri importanti produttori di petrolio, tra cui la Russia. Coordina le politiche di produzione con potenziali effetti sull'offerta e sui prezzi del greggio.

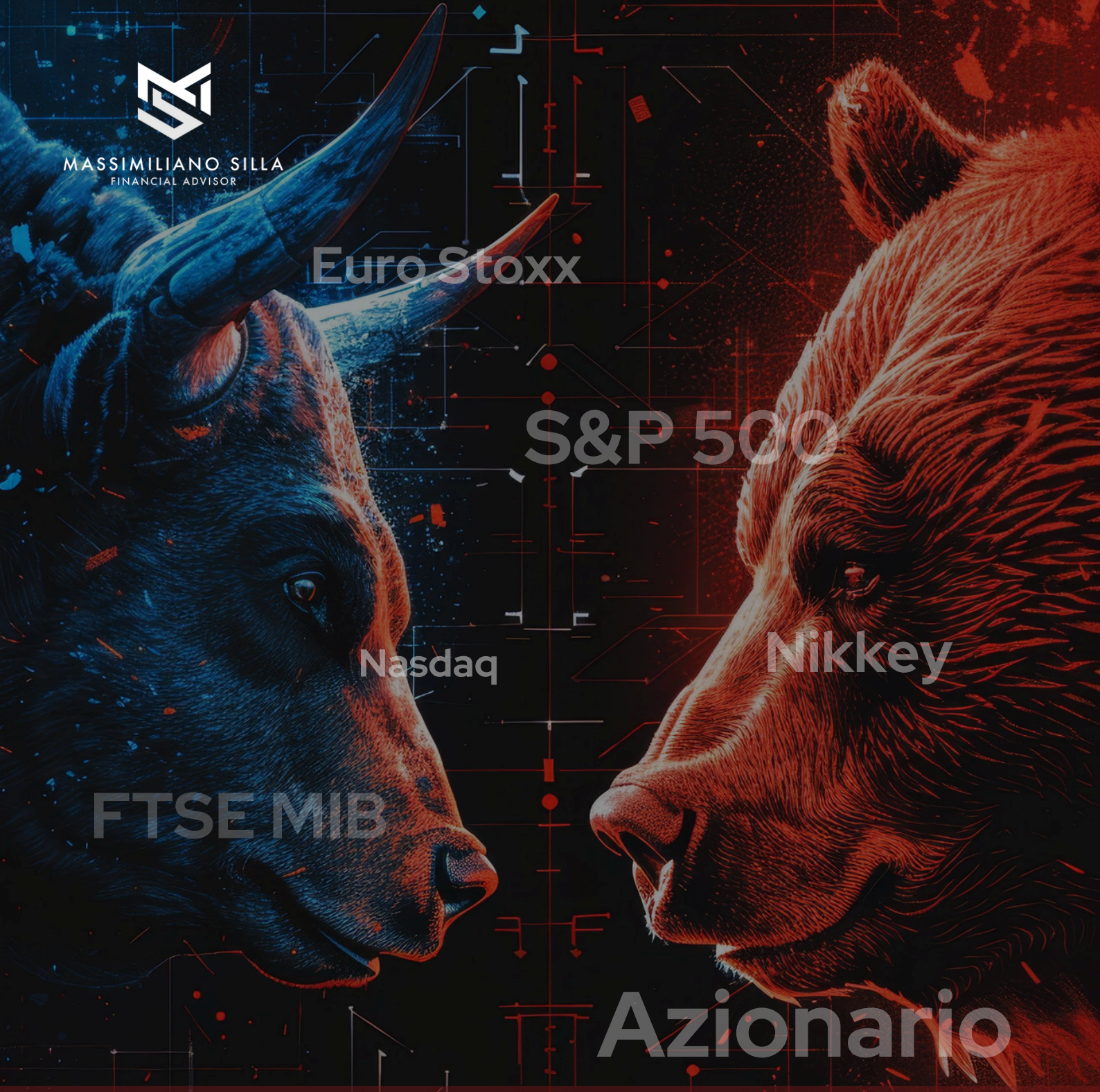
**PMI (Purchasing Managers' Index) —** Indicatore basato sulle rilevazioni presso i responsabili degli acquisti delle imprese. Misura l'andamento dell'attività economica nei settori manifatturiero e dei servizi; generalmente, valori superiori a 50 indicano espansione e inferiori a 50 contrazione.

# Macro

Glossario

**PPI (Producer Price Index) –** Indice dei prezzi alla produzione. Misura l'evoluzione dei prezzi dei beni a livello produttivo e può fornire indicazioni anticipate sulle future pressioni inflazionistiche.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR




# EQUITY

## dinamiche di mercato e allocazione del rischio

# abstract



## In sintesi

L'AI resta uno dei principali driver dell'azionario, ma cresce l'incertezza sulla sua monetizzazione. L'analisi di Goldman Sachs mostra come il mercato non abbia ancora stabilito né se i ricavi aggregati dell'AI riusciranno a crescere nonostante la deflazione dei costi, né come tali ricavi saranno distribuiti tra semiconduttori e hyperscalers. Nvidia rimane centrale, ma i risultati record evidenziano elementi meno favorevoli: forte crescita dei crediti commerciali, divario tra utile e cash flow e soprattutto un'ampia esposizione fuori bilancio legata al finanziamento dell'ecosistema AI. Morgan Stanley stima rischi crescenti derivanti da obbligazioni contingenti e strutture di supporto, mentre gli spread creditizi riflettono una valutazione sensibilmente più prudente rispetto all'equity.

## Cosa aspettarsi dal mercato?

L'attenzione potrebbe progressivamente spostarsi dalla crescita degli investimenti AI alla loro sostenibilità finanziaria. La possibile sospensione dell'AI Compute Partnership di Nvidia assume particolare rilevanza: senza il sostegno diretto alla domanda di capacità GPU, i prezzi di noleggio potrebbero subire ulteriori pressioni, parallelamente al calo dei prezzi dei token favorito dai modelli cinesi open-weight. Una contrazione simultanea potrebbe mettere alla prova la tesi rialzista sull'AI. Il crescente divario tra valutazioni azionarie e mercato del credito rappresenta quindi un segnale da monitorare, così come la diffusione di TRS sintetici sul debito AI da parte di Goldman Sachs. L'equity continua a mostrare resilienza, ma il credito sembra già incorporare rischi che l'azionario potrebbe non riflettere pienamente.

Le azioni, nel complesso, restano l'asset class più interessante, secondo il top trader di Goldman Sachs Edoardo Lorenzo Greco, il quale ha osservato come i risultati di NVDA e il messaggio costantemente ottimista di Jensen abbiano fornito sufficienti argomenti ai rialzisti dell'AI per mantenere le proprie posizioni: permane infatti una forte scarsità di capacità di calcolo e il principale vincolo a una crescita più rapida dei ricavi risiede nella capacità di produrre un maggior numero di chip. Tuttavia, mentre Semis e Software hanno registrato forti rialzi, il paniere Broad AI ha chiuso la settimana in ribasso. Qual è, dunque, l'attuale orientamento degli investitori nei confronti dell'AI?

Lo scetticismo sembra concentrarsi soprattutto sulla questione della monetizzazione dell'AI. Nello specifico, gli investitori temono maggiormente la distribuzione dei ricavi dell'AI, ossia la quota attribuibile ai diversi operatori, OPPURE i guadagni aggregati sui ricavi societari, ossia la loro dimensione complessiva? Un'interessante analisi di Vickie Chang cerca di rispondere quantitativamente a questa domanda.

Chang introduce un framework che monitora come il mercato stia modificando le proprie valutazioni sia sulle prospettive aggregate, sia su quelle distributive dell'AI, utilizzando i movimenti delle azioni dei semiconduttori e degli hyperscalers. L'analisi adatta un framework che Goldman utilizza regolarmente per misurare i cambiamenti nelle aspettative del mercato su crescita e politica monetaria, metodo basato sul co-movimento tra azioni statunitensi e rendimenti dei Treasury USA. Nel caso specifico, per identificare i cambiamenti nelle valutazioni del mercato sull'AI, il team di Goldman Sachs si concentra sul co-movimento tra i prezzi azionari delle società di semiconduttori e degli hyperscalers.

**L'analisi si basa sull'intuizione che:**

Un miglioramento nella valutazione del mercato circa il valore aggregato dell'AI per le società statunitensi dovrebbe determinare un rialzo congiunto delle azioni dei semiconduttori e degli hyperscalers, parallelamente all'aumento della percezione del mercato sulla dimensione complessiva dei ricavi generabili.

Un cambiamento nella valutazione del mercato sulla distribuzione dei guadagni dell'AI — chi beneficia maggiormente, chi meno e quale quota viene attribuita ai diversi operatori — dovrebbe invece spingere hyperscalers e società di semiconduttori in direzioni differenti, mentre il mercato ridistribuisce il valore tra le diverse componenti del settore.

Ecco come queste convinzioni, apparentemente cicliche, sono cambiate negli ultimi due anni circa **(MONETIZATION 1)**. Come leggere questo grafico? La linea blu scuro traccia il cambiamento nelle valutazioni aggregate sull'AI — cioè se l'AI verrà monetizzata — mentre la linea azzurra rappresenta l'orientamento relativo alle modalità con cui questa monetizzazione viene o verrà distribuita — cioè se i semis saranno gli unici a monetizzare oppure se la distribuzione sarà più ampia.

Uno shock aggregato positivo (linea blu scuro più alta) può essere interpretato come un miglioramento della valutazione del mercato sul valore aggregato dell'AI. Uno shock distributivo più elevato (linea azzurra più alta) può invece essere interpretato come uno spostamento del valore attribuito dal mercato verso i semis a scapito degli hyperscalers. Se entrambe le linee si muovono verso l'alto/in positivo, l'AI viene monetizzata a livello aggregato, ma i semis ne acquisiscono la quota maggiore.

Osservando il grafico e il periodo attuale — indicativamente a partire dal 4 agosto — si rileva come le aspettative del mercato siano diminuite rispetto alla possibilità che i ricavi aggregati dell'AI possano crescere. Parallelamente, hanno iniziato a orientarsi maggiormente a favore degli hyperscalers, ai quali verrebbe attribuita una quota maggiore dei ricavi. Considerando invece un periodo più esteso — grafico completo dal 1° gennaio 2025 — emerge una notevole variabilità nella capacità dei mercati di determinare se e dove l'AI verrà monetizzata, con gli shock cumulativi che si attestano allo stesso livello del 1° gennaio 2025.

Una lettura semplice potrebbe essere che, nonostante le numerose oscillazioni, il mercato non sia ancora riuscito a determinare:

(1) se i ricavi aggregati dell'AI possano crescere nonostante la deflazione dei costi – cioè attraverso un'esplosione nel consumo di token in grado di compensarla; e

(2) se gli hyperscalers riusciranno effettivamente a monetizzare oppure no.

Il report offre inoltre un efficace riepilogo per analizzare come i principali eventi abbiano modificato la percezione del mercato. In tal senso, Chang evidenzia **(MONETIZATION 2)** come i mercati abbiano manifestato una preoccupazione costante per il valore aggregato dell'AI soltanto in tre occasioni:

- all'inizio del 2025, in seguito al Deepseek moment;
- alla fine del 2025 e all'inizio del 2026, con l'aumento delle preoccupazioni sugli hyperscalers;
- e nel recente round di de-rating dei semis a giugno e luglio.

Come spiegano in dettaglio gli analisti di Goldman nel report, la narrativa sull'AI e i cambiamenti intervenuti al suo interno hanno rappresentato un'importante dinamica alternativa per alcune componenti del mercato, oltre alle forze macro. È interessante osservare come il ridimensionamento dell'ottimismo sull'AI, sia sul piano aggregato sia su quello distributivo, sia coinciso con l'evoluzione dei modelli di AI cinesi, che in alcuni casi hanno superato quelli occidentali.

In questo contesto, Nvidia non solo mantiene un ruolo centrale, ma ha progressivamente assunto anche una funzione determinante nel finanziamento dell'ecosistema AI. Risulta quindi utile analizzare alcuni dati relativi ai risultati record presentati mercoledì scorso che hanno ricevuto minore attenzione da parte dei media.

L'analista del credito di Morgan Stanley, Lindsay Tyler, ha avviato la copertura del debito della più grande azienda al mondo con un rating neutrale e ha affermato che le discussioni degli investitori continuano a concentrarsi sulle preoccupazioni relative alla circolarità e al finanziamento dei fornitori e che gli spread attuali prezzano il credito più come un BBB che come un AA.

Inoltre, a causa dell'enorme esposizione fuori bilancio, Morgan Stanley ha avvertito che la leva finanziaria convenzionale sottovaluta sempre più il profilo di credito, poiché il supporto all'ecosistema assume forme contingenti, contrattuali e potenzialmente fuori bilancio.

Poco prima della pubblicazione degli ultimi risultati trimestrali, la banca aveva previsto un'esposizione creditizia complessiva di 200 miliardi di dollari entro la fine del 2028, inclusi circa 170 miliardi di dollari di aggiustamenti e obbligazioni contingenti legate a questi meccanismi di supporto.

Dopo la pubblicazione dei risultati di mercoledì, tali cifre risultano molto più elevate e, come conclude Morgan Stanley, il principale fattore di incertezza è rappresentato dalla portata insolita e dalla scarsa trasparenza di oltre 1.000 miliardi di dollari di finanziamenti guidati relativi a GPU/XPU attraverso strutture creative all'interno dell'ecosistema.

Questo conduce alla principale notizia di venerdì e, potenzialmente, del prossimo futuro.

Secondo un articolo del Wall Street Journal, Nvidia avrebbe sospeso alcuni accordi nell'ambito di una nuova iniziativa di finanziamento che offriva supporto creditizio ai fornitori di servizi cloud di intelligenza artificiale in cambio di una quota dei ricavi. Un'interruzione improvvisa di un programma così rilevante per il fatturato della società potrebbe sollevare una serie di interrogativi e determinare conseguenze significative sui prezzi delle azioni delle aziende di intelligenza artificiale nell'intero ecosistema. Nvidia si riserva tuttavia il diritto di rivedere il programma in futuro o di integrarlo in un'altra iniziativa, mantenendo quindi un margine di flessibilità rispetto alla decisione assunta.

È significativo che la notizia e il conseguente annuncio della decisione siano arrivati appena un giorno dopo la pubblicazione dei risultati record. Pur senza smentire l'articolo del Wall Street Journal, un portavoce di Nvidia ha cercato di ridimensionarne la portata, affermando: "Il nuovo modello di business introdotto a luglio, che apre l'accesso alla potenza di calcolo per il fiorente ecosistema dell'IA, è ancora in vigore e continua a evolversi a causa dell'elevata domanda". Tuttavia, anche un ridimensionamento limitato del programma conserva una propria rilevanza.

L'accordo di condivisione dei ricavi, annunciato per la prima volta a luglio, offriva a Nvidia due modalità di generazione dei profitti: in primo luogo, attraverso la vendita dei propri chip; in secondo luogo, attraverso l'incasso di una quota dei ricavi generati dal noleggio da parte dei clienti. Nel frattempo, Nvidia avrebbe anche finanziato l'acquisto dei chip da parte dei propri clienti, tra cui figuravano Sharon AI e Firmus Technologies. Ma se Nvidia finanziava terze parti in cambio dell'acquisto dei propri prodotti e successivamente incassava i ricavi derivanti dal noleggio di tali chip — operazione che Nvidia stessa facilitava attivamente — quei potenziali partner cessavano, di fatto, di essere aziende pienamente indipendenti, assumendo caratteristiche assimilabili a entità riconducibili all'ecosistema Nvidia, sottoposte a un significativo grado di controllo economico da parte della società.

I programmi di condivisione dei ricavi di Nvidia rappresentano, peraltro, uno dei principali motivi della storica discrepanza tra il valore azionario e quello delle sue obbligazioni/CDS. NVIDIA ha rivelato per la prima volta l'entità del programma nella relazione trimestrale di mercoledì scorso, dichiarando di aver assunto impegni per 36 miliardi di dollari nell'ambito di accordi che, in genere, hanno una durata di sei anni.

Un dettaglio risulta particolarmente interessante: i fornitori di servizi cloud affittano generalmente la propria capacità cloud ai clienti per pochi dollari all'ora per GPU. Secondo fonti vicine agli accordi, Nvidia e ciascun fornitore di servizi cloud stabilirebbero una tariffa oraria di base per le GPU, destinata a coprire i costi del fornitore, inclusi l'ammortamento dei chip Nvidia, le spese per i data center e il personale. Nvidia riceverebbe il 50% di qualsiasi ricavo che i fornitori di servizi cloud incasserebbero al di sopra di tale soglia.

Questo conduce a una questione particolarmente rilevante e, al tempo stesso, fonte di preoccupazione. Nelle ultime settimane, il crollo dei prezzi dei token — dai massimi storici di fine maggio ai minimi storici, come conseguenza dell'ondata di modelli open-weight cinesi economici ma efficaci (e che in alcuni casi costano il 95% in meno rispetto a modelli front-end statunitensi comparabili) — ha suggerito che i modelli front-end e gli hyperscalers si trovino improvvisamente ad

affrontare un grave deterioramento dei ricavi. I modelli cinesi, infatti, non soltanto stanno esercitando una pressione al ribasso sui prezzi, ma stanno anche acquisendo significative quote di mercato.

Eppure, quanto emerge dal Wall Street Journal è che Nvidia non solo partecipa a schemi di ricavi circolari, ma supporta anche i propri clienti affittando la loro potenza di calcolo. Il programma denominato AI Compute Partnership era infatti stato progettato per risolvere un problema di finanziamento che interessava i fornitori di servizi cloud più piccoli. Costruire un cloud per l'IA richiede a questi operatori investimenti per miliardi di dollari in chip Nvidia, spesso prima che dispongano di un numero sufficiente di contratti con clienti consolidati per ottenere i finanziamenti necessari. Nvidia aveva cercato di colmare questa lacuna promettendo di affittare direttamente la capacità GPU qualora il fornitore non fosse riuscito a trovare un altro cliente.

Se quanto riportato dal Wall Street Journal fosse corretto, l'AI Compute Partnership sarebbe ora stata bloccata e Nvidia non affitterebbe più direttamente la capacità GPU, eliminando quindi un meccanismo che contribuiva a sostenere artificialmente i prezzi di affitto delle GPU nell'intero ecosistema dell'IA. In questo scenario, i costi di affitto delle GPU sarebbero destinati a diminuire ulteriormente, potenzialmente più dei costi dei token, considerando che nemmeno Nvidia sembra in grado di contrastare la pressione deflazionistica proveniente dai modelli open source cinesi. Qualora sia i prezzi dei token sia i costi di noleggio delle GPU registrassero un forte calo, ciò potrebbe rappresentare il segnale che la tesi rialzista sull'AI ha raggiunto un punto di esaurimento. E potrebbe rappresentare il momento in cui la valutazione di una possibile bolla dell'IA diventerebbe concretamente rilevante?

I numeri risultano particolarmente significativi. Gli schemi fuori bilancio evidenziano impegni per l'acquisto di capacità di memoria dai fornitori aumentati da 119 miliardi di dollari a 279 miliardi di dollari in soli tre mesi. Vi sono inoltre 56 miliardi di dollari di impegni destinati ad aiutare i neo-cloud come Firmus e Iren ad assicurarsi il terreno, l'energia e la capacità dei data center necessari alla crescita. A questi si aggiungono 108,5 miliardi di dollari di garanzie sui prestiti, finalizzate ad aiutare altri sviluppatori e operatori di data center ad acquistare terreni, assicurarsi l'energia e costruire strutture di data center per la crescita futura, oltre ad altri interventi analoghi.

Complessivamente, Nvidia ha rivelato 530,5 miliardi di dollari di impegni e garanzie forward fuori bilancio, con scadenze che si estendono oltre il 2032.

Occorre inoltre considerare che i risultati del secondo trimestre hanno evidenziato un divario di 36 miliardi di dollari tra l'utile netto di 56 miliardi di dollari e il flusso di cassa dalle attività operative di 24 miliardi di dollari. Dodici mesi prima, l'utile era pari a 26,4 miliardi di dollari e il flusso di cassa a 15,365 miliardi di dollari. I valori assoluti erano chiaramente molto più contenuti, ma anche il divario relativo risultava inferiore.

Tale differenza riflette il forte aumento dei crediti commerciali nel bilancio di Nvidia, ossia vendite già contabilizzate per le quali la società non ha ancora ricevuto il relativo pagamento. Questa voce ammonta a 63,1 miliardi di dollari, rispetto ai 38,5 miliardi di dollari registrati alla fine di gennaio.

Nick Ferres, CIO di Vantage Point Asset Management, afferma che l'interpretazione dei risultati di Nvidia dipende dal punto di osservazione, ossia dal fatto che si assuma la prospettiva di un investitore azionario oppure di un investitore nel credito. Mentre gli investitori azionari possono considerarsi soddisfatti, rassicurati dalla possibilità che il boom della spesa per l'AI possa protrarsi fino al 2028, per gli investitori nel credito la valutazione è completamente differente. In tal senso, permane la percezione che gli accordi di finanziamento circolare di Nvidia introducano un ulteriore livello di rischio.

È quindi possibile interpretare quanto avvenuto con il Wall Street Journal come una dinamica funzionale a contenere e gestire i rischi connessi alla progressiva espansione delle valutazioni del settore?

Potrebbe essere anche per questo motivo che Goldman Sachs, mentre nei propri report continua a sottolineare la resilienza dell'equity AI, sta già creando e strutturando total return swaps sintetici, consentendo agli investitori di ottenere o coprire l'esposizione alla performance del debito AI senza acquistare direttamente le obbligazioni sottostanti.

In questo modo, Goldman agisce come intermediario swap per questi total return swaps sintetici. Il TRS è un puro derivato: i pagamenti avvengono esclusivamente tra Goldman e i suoi clienti, sulla base della performance delle obbligazioni di riferimento. Qualora le aziende tecnologiche dovessero andare in default, gli obbligazionisti subirebbero la perdita sul mercato cash, mentre la componente sintetica verrebbe regolata separatamente come esposizione collaterale. Goldman non ha alcun obbligo di coprire il debito effettivo e, in generale, copre qualsiasi esposizione netta, evitando quindi una duplicazione del pagamento.

In sintesi, adottando una lettura particolarmente netta della situazione, sembra che Goldman Sachs abbia già iniziato a trattare il debito AI secondo logiche che presentano analogie con quelle adottate in passato sul mercato dei mutui subprime. Un precedente che merita attenzione.

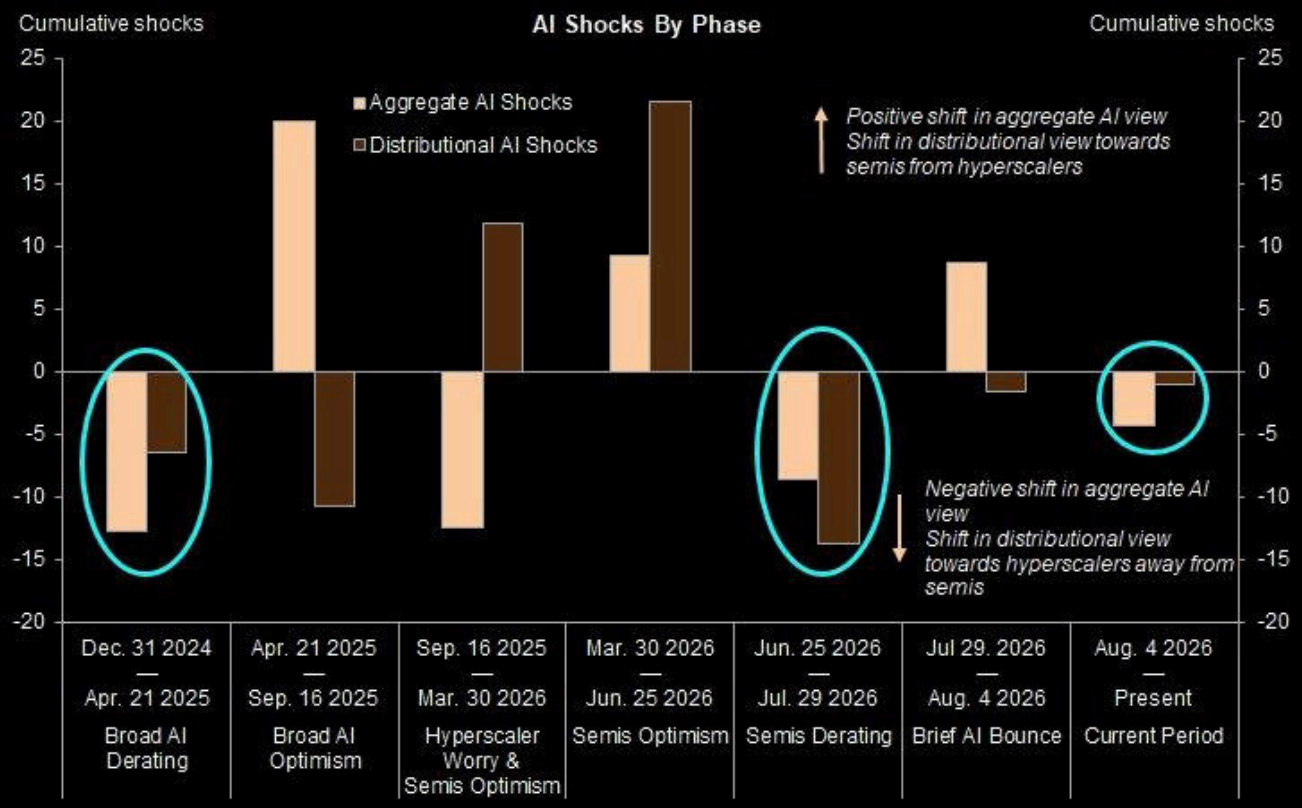
**Exhibit 1: "Aggregate AI" and "Distributional AI" shocks track how the market is shifting its AI views**
Cumulative shocks since Jan. 1, 2025




Source: Goldman Sachs Global Investment Research

**Immagine** MONETIZATION 1 - **Fonte** Goldman Sachs

**Exhibit 2: Distinct periods during which the market's AI views shifted meaningfully in different ways**




Source: Goldman Sachs Global Investment Research

**Immagine** MONETIZATION 2 - **Fonte** Goldman Sachs

**Monetizzazione dell'AI ancora incerta –** Nonostante la forza di Semis e Software e i risultati di NVDA, il mercato continua a interrogarsi sia sulla capacità dell'AI di generare una crescita aggregata dei ricavi, sia sulla distribuzione di questi ricavi tra semiconduttori e hyperscalers.

**Il framework di Goldman Sachs –** L'analisi di Vickie Chang utilizza il co-movimento tra azioni dei semiconduttori e hyperscalers per distinguere gli shock relativi al valore aggregato dell'AI da quelli distributivi, evidenziando come le convinzioni del mercato sulla monetizzazione siano rimaste estremamente variabili dal 2025.

**La concorrenza cinese e la deflazione dell'AI –** L'evoluzione dei modelli cinesi open-weight, in alcuni casi più competitivi di quelli occidentali e con costi fino al 95% inferiori, sta esercitando pressione sui prezzi dei token e mettendo in discussione le prospettive di monetizzazione di modelli front-end e hyperscalers.

**Nvidia e i rischi finanziari dell'ecosistema AI –** Morgan Stanley evidenzia la crescente importanza degli impegni, delle garanzie e delle obbligazioni contingenti di Nvidia. La società ha comunicato complessivamente 530,5 miliardi di dollari di impegni e garanzie forward fuori bilancio, con scadenze oltre il 2032.

**AI Compute Partnership e finanziamento circolare –** Secondo il Wall Street Journal, Nvidia avrebbe sospeso alcuni accordi del programma attraverso cui sosteneva finanziariamente i cloud provider e garantiva domanda per la capacità GPU. Un ridimensionamento del meccanismo potrebbe accentuare la pressione al ribasso sui prezzi di noleggio delle GPU.

**Divergenza tra equity e credito AI –** Mentre l'azionario continua a scontare la prosecuzione del boom degli investimenti nell'AI, il mercato del credito appare più prudente. Gli spread di Nvidia e la creazione da parte di Goldman Sachs di total return swaps sintetici sul debito AI segnalano una crescente attenzione ai rischi finanziari sottostanti.

**AI Compute Partnership –** Programma attraverso cui Nvidia sostiene i fornitori di servizi cloud più piccoli, anche impegnandosi ad acquistare capacità GPU qualora questi non riescano a trovare clienti sufficienti. Ha l'obiettivo di facilitare il finanziamento degli investimenti necessari alla costruzione delle infrastrutture AI.

**CDS (Credit Default Swap) –** Contratto derivato utilizzato per proteggersi dal rischio di insolvenza di un debitore. Il costo del CDS rappresenta anche un indicatore della percezione del mercato sul rischio di credito di una società.

**Crediti commerciali –** Somme dovute dai clienti per beni o servizi già venduti ma non ancora pagati. Una loro forte crescita rispetto ai ricavi o al flusso di cassa può indicare che una quota crescente delle vendite contabilizzate non si è ancora trasformata in liquidità.

**De-rating –** Riduzione dei multipli di valutazione che gli investitori sono disposti a riconoscere a una società o a un settore. Può determinare una discesa delle quotazioni anche senza un peggioramento immediato degli utili.

**Finanziamento circolare –** Meccanismo nel quale un'azienda finanzia o sostiene economicamente clienti o partner che, direttamente o indirettamente, utilizzano tali risorse per acquistare i suoi prodotti. Può rendere più complesso valutare quanto della domanda sia effettivamente indipendente.

**GPU/XPU –** Le GPU (Graphics Processing Unit) sono processori particolarmente adatti ai calcoli necessari per l'intelligenza artificiale. XPU è un termine più ampio utilizzato per indicare diverse tipologie di acceleratori e processori specializzati.

**Hyperscalers –** Grandi operatori tecnologici capaci di gestire infrastrutture cloud e data center su scala estremamente elevata, aumentando rapidamente la capacità di calcolo in funzione della domanda.

**Impegni e garanzie forward fuori bilancio –** Obbligazioni, garanzie o impegni relativi a operazioni future che non vengono rappresentati come debito tradizionale nello stato patrimoniale, ma che possono comunque generare significativi rischi finanziari.

**Modelli open-weight –** Modelli di AI i cui parametri addestrati ("weights") vengono resi disponibili agli utilizzatori. Consentono maggiore possibilità di utilizzo, modifica e

implementazione rispetto ai modelli completamente proprietari.

**Neo-cloud –** Operatori cloud di nuova generazione, spesso specializzati nell'AI e nella disponibilità di GPU, che competono con i grandi hyperscalers offrendo capacità di calcolo dedicata.

**Semis –** Abbreviazione utilizzata nei mercati finanziari per indicare le società appartenenti al settore dei semiconduttori.

**Spread creditizio –** Differenza tra il rendimento di un'obbligazione societaria e quello di un titolo considerato sostanzialmente privo di rischio con caratteristiche analoghe. Uno spread più elevato indica generalmente una maggiore percezione del rischio di credito.

**Token –** Unità elementari di testo elaborate dai modelli di intelligenza artificiale. Il costo per token è una delle principali metriche utilizzate per misurare il prezzo dell'utilizzo dei modelli AI.

**TRS (Total Return Swap) –** Contratto derivato attraverso cui un investitore ottiene l'esposizione economica alla performance complessiva di un'attività finanziaria, come un'obbligazione, senza doverla acquistare direttamente.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR




# FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

# abstract



## In sintesi

Il mercato obbligazionario resta il principale segnale per interpretare la sostenibilità del rally azionario e del boom dell'AI. Secondo Michael Hartnett (BofA), la sottoperformance di investitori e costruttori dell'AI rispetto agli adottanti potrebbe terminare solo con rendimenti GT30 sotto il 5%. Il posizionamento rimane estremamente rialzista, con il Bull & Bear Indicator a 9,7, mentre crescono i flussi verso asset di debasement come oro e crypto. Il consenso continua a scontare assenza di recessione, rialzi FED e tagli al capex AI, sostenendo EPS e risk-on. Parallelamente, le Banche centrali stanno passando dai tagli ai rialzi e gli interventi su Treasury e FX mirano a contenere il tratto lungo della curva, necessario per finanziare il capex AI e sostenere consumi e mercati.

## Cosa aspettarsi dal mercato?

Hartnett individua due possibili catalizzatori per un passaggio a risk-off: la capitolazione nel conflitto USA-Iran, accompagnata da un'ultima discesa del petrolio, e le midterm USA, soprattutto in caso di risultati negativi per il GOP. Sul fronte obbligazionario, l'attenzione resta sulla possibilità di un'Operazione Twist guidata dalla FED: la vendita di titoli a breve e l'acquisto di scadenze oltre 20 anni consentirebbero di comprimere i rendimenti a lungo termine senza aumentare gli importi nozionali e quindi, secondo Warsh, senza configurare QE. Nei prossimi giorni sarà quindi cruciale comprendere se gli interventi di Bessent rappresentino un'iniziativa autonoma del Tesoro oppure siano parte di una strategia coordinata con la FED per controllare la parte lunga della curva.

Mentre gran parte dei media finanziari continua a concentrare l'attenzione sui titoli azionari legati all'AI, dedicando minore spazio alle altre classi di attività, questa newsletter ha fin dall'inizio attribuito maggiore rilevanza alle obbligazioni del comparto quale segnale anticipatore. Ora che anche alcuni operatori mainstream hanno iniziato a prestare maggiore attenzione alle indicazioni provenienti dal mercato del credito, è significativo osservare come, nella sua ultima nota Flow Show, l'ascoltatissimo CIO di BofA, Michael Hartnett, torni ancora una volta sul tema centrale della bolla obbligazionaria. Hartnett osserva che le obbligazioni incorporano informazioni, le azioni incorporano idee e i titoli azionari incorporano "rendimenti di picco". Poiché, nella sua interpretazione, sono le obbligazioni a determinare la dinamica della bolla e non viceversa, la sottoperformance degli investitori nell'AI (MAGS) e dei costruttori dell'AI (SOX) rispetto agli adottanti dell'AI (XLV, XLF) terminerà soltanto quando i rendimenti GT30 scenderanno sotto il 5%.

Si tratta di un'ipotesi che appare al momento remota, considerando il 5,21% ancora registrato alla chiusura delle contrattazioni e dopo la serie di interventi del duo Bessent-Warsh. Lo stesso Hartnett sottolinea come le operazioni sulla duration lunga stiano funzionando in maniera particolarmente efficace, tanto che persino le midcap britanniche, tradizionalmente poco apprezzate, scambiano oggi sui massimi storici **(UK_MIDCAP)**. Si tratta di un contesto nel quale appare difficile delineare una chiara inversione di tendenza.

Per quanto riguarda Warsh, secondo Hartnett un esito rialzista per il nuovo presidente della FED a Jackson Hole sarebbe rappresentato da un bull flattening della curva dei rendimenti, con un discorso percepito come a) credibilmente hawkish sull'inflazione, così da ancorare il tratto breve, e b) moderatamente dovish sul tratto lungo, a sostegno dei buyback di Bessent. In una certa misura è quanto si è verificato: la curva 2s30s si è appiattita significativamente dopo J-Hole e quasi tutto lo steepening post-FOMC è stato riassorbito, con un marcato flattening della curva.

Tuttavia, soltanto una parte dell'obiettivo è stata raggiunta. Come spiega Hartnett, affinché Warsh possa gestire credibilmente questo delicato equilibrio, la reazione dovrebbe consistere in un rally del dollaro USA accompagnato da un più ampio movimento risk-on.

Da questo punto di vista, si potrebbe sostenere che il discorso di Warsh abbia rappresentato anche un parziale insuccesso sul piano della politica monetaria, poiché i rendimenti hanno superato con decisione i livelli dell'intervento del 19 agosto, salendo oltre il 4,7%. A impedire un selloff ancora più consistente — le azioni sono scese dopo un iniziale rialzo — è stato il fatto che il dollaro non sia crollato, mentre i settori difensivi hanno sovraperformato ciclici/duration.

In questo contesto, Hartnett osserva che l'ultimo "tale of the tape" mostra i finanziari globali (IXG) segnalare che i rendimenti obbligazionari non rappresentano una minaccia per il quadro macro/EPS, mentre i broker dealer (XBD) indicano che la propensione speculativa degli investitori rimane sostenuta (HOOD/IBKR/PURR continuano a beneficiare dell'impennata dei volumi sui mercati future, alimentata dal trading agentico 24/7).

Al tempo stesso, gli investitori contrarian osservano sempre più attentamente come le azioni continuino a registrare rialzi senza una leadership definita, in attesa di due eventi imminenti potenzialmente in grado di determinare un passaggio del mercato verso il "risk-off": la capitolazione dell'Iran e/o le midterm USA.

Prima di proseguire con l'analisi dell'ultimo Flow Show, è opportuno evidenziare la particolare intensità registrata nell'ultima settimana dai flussi verso gli asset di debasement. Dopo lo shock determinato dal buyback di Bessent di due settimane fa, si sono osservati flussi di fondi di dimensioni che non si registravano da oltre un anno: importanti deflussi dalle azioni e dalle obbligazioni high yield, compensati da consistenti afflussi sia verso l'oro sia verso le crypto.

Nel dettaglio:

- Oro: afflusso di $7,3 mld, il maggiore da ott'25;
- Crypto: afflusso di $3,2 mld, il maggiore da ott'25;
- Obbligazioni HY: deflusso di $0,7 mld, il maggiore da apr'26;
- Azioni USA: deflusso di $4,4 mld, il primo in 5 settimane;
- Tech: afflusso di $4,6 mld, il maggiore in 4 settimane;
- Healthcare: deflusso di $1,1 mld, il maggiore da mar'26;
- Materials: afflusso di $4,2 mld, il maggiore da mar'26.

Un ulteriore elemento da evidenziare riguarda il BofA Bull & Bear Indicator, nuovamente salito la scorsa settimana a 9,7 – sostanzialmente il livello più elevato mai registrato – dal precedente 9,5. L'incremento è stato determinato da una maggiore ampiezza degli indici azionari globali e dagli hedge funds, che hanno aumentato le posizioni long sull'oro e short sul VIX; tali fattori sono stati parzialmente compensati dai deflussi dalle obbligazioni HY. Il posizionamento complessivo rimane pertanto in territorio estremamente rialzista.

Tornando al nucleo centrale della nota di Hartnett, lo stratega di BofA conclude il suo ultimo aggiornamento settimanale analizzando più approfonditamente le tre grandi P: Positioning, Policy e Politics.

**Positioning:** secondo Hartnett, il motivo per cui il mercato continua ad apparire particolarmente resistente risiede nel fatto che il consenso estivo – nessun atterraggio macro, nessun rialzo della FED, nessun taglio del capex dell'AI, nessuna vittoria DEM e, quindi, nessuna paura – rimane sostanzialmente intatto. Di conseguenza, gli investitori risultano posizionati per a) EPS in aumento, b) rendimenti obbligazionari sotto controllo e c) politiche "run-it-hot" sulla Main St e "too big to fail" a Wall St.

Coerentemente con queste aspettative, le allocazioni rimangono long sulle azioni, con un barbell globale costituito da long USA e long Asia/EM e un barbell settoriale composto da long tech e long finanziari/industriali; rimangono inoltre long sulle obbligazioni IG e short sulle obbligazioni governative e sul dollaro USA. Come per gran parte dell'ultimo anno, tuttavia, Hartnett mantiene una posizione long su oro e commodity (come il Global Natural Resource ETF), utilizzandoli come copertura rispetto ai rischi derivanti dalla politica e dalla politica economica rispetto all'AA di consenso.

**Policy:** le Banche centrali stanno progressivamente passando dai tagli ai rialzi. Negli ultimi tre mesi si sono registrati 12 tagli contro 13 rialzi, con il secondo rialzo consecutivo nella Corea in bolla quale episodio più evidente di questa settimana, mentre BofA prevede 17 rialzi contro 4 tagli entro la fine dell'anno. In questo contesto, i rialzi delle Banche centrali contribuiscono agli interventi sui Treasury bond USA e sul FX finalizzati a contenere i rendimenti obbligazionari sul tratto lungo. Secondo Hartnett, questo deve avvenire per due ragioni: a) finanziare il boom del capex dell'AI – va osservato che i titoli Magnificent 7 sono invariati da quando il taglio della FED nell'ottobre 2025 ha determinato la fine del nascente rally obbligazionario – e b) impedire ai consumatori di incrementare il risparmio precauzionale, nel timore che i 40 trilioni di debito nazionale possano significare che Washington non sia in grado di sostenere il consumatore nella prossima crisi.

D'altra parte, questa nuova fase di quasi-QE/YCC, finalizzata a sostenere il boom del mercato e a ottenere consenso elettorale – non casualmente, il programma di buyback degli UST termina il 4 novembre, un giorno dopo le midterm USA – potrebbe determinare una riduzione delle allocazioni in dollari USA e un aumento di quelle in oro.

**Politics:** come osservato in precedenza, la narrativa di consenso risk-on continua a essere fondata su nessun atterraggio macro, nessun rialzo della FED, nessun taglio del capex dell'AI e nessuna vittoria DEM alle midterm, condizioni che nel loro insieme si traducono in assenza di paura e aspettative particolarmente favorevoli per gli EPS.

Tuttavia, in questo contesto di forte ottimismo, gli investitori contrarian rilevano come gli asset rischiosi continuino a registrare rialzi durante l'estate senza una leadership definita e sostenuti soprattutto dal posizionamento.

Nel frattempo, il tasso di approvazione di Trump sulla gestione dell'economia (35%) e dell'inflazione (28%) è nuovamente in forte diminuzione. Il movimento rialzista sostenuto dal consenso continua quindi anche perché una rapida conclusione del conflitto USA-Iran rappresenterebbe il percorso più immediato per recuperare livelli di approvazione. I contrarian attendono pertanto una delle due principali opportunità per passare a risk-off e posizionarsi sul raggiungimento di un massimo nelle aspettative sugli EPS: 1. capitolazione USA-Iran e ultima fase ribassista del prezzo del petrolio; 2. midterm USA (ovviamente, un'eventuale perdita del Senato e del Governatore del Texas da parte del GOP sarebbe negativa per il mercato). Parallelamente, l'elettorato segnala che accessibilità e prezzi più bassi rappresentano questioni più rilevanti per la Main Street rispetto a tasse più basse, minore regolamentazione e prezzi azionari più elevati.

All'inizio di luglio avevamo delineato lo scenario ribassista per le obbligazioni. Se allora il tema era quello di una fase particolarmente complessa per il Fixed Income, ora l'attenzione si concentra sui "two coming events to flip to risk-off".

Detto questo, è opportuno sottolineare un ulteriore elemento. Attualmente la Federal Reserve possiede oltre il 50% di tutte le obbligazioni con scadenza compresa tra 10 e 15 anni e mantiene partecipazioni significative anche nelle obbligazioni a più lunga scadenza, prossime al 20%. Questi segmenti potrebbero risultare illiquidi e in parte artificiali, ma non nel senso suggerito da Bessent.

La FED possiede quasi mezzo trilione di dollari di obbligazioni con scadenza entro il prossimo anno. Si tratta di obbligazioni con cedola, non di buoni del Tesoro. La cedola media è pari al 2,9%, circostanza che implica per la FED una perdita economica. Secondo il principio di competenza, infatti, la FED detiene queste obbligazioni al rendimento al quale sono state acquistate, probabilmente inferiore al

2,9%, mentre le finanzia al tasso effettivo dei fondi federali, pari al 3,63%. Questo contribuisce a spiegare perché in precedenza la FED concorresse a ridurre artificialmente il deficit attraverso i pagamenti al Congresso, mentre attualmente contribuisce ad aggravare i problemi del deficit statunitense attraverso questa perdita di capitale.

Ipotizziamo quindi che la FED venda quei 426 miliardi di dollari e acquisti un equivalente ammontare teorico di obbligazioni con scadenza superiore a 20 anni. L'operazione comporterebbe una limitata perdita iniziale, poiché dovrebbe essere monetizzato il premio pagato per le obbligazioni, ma consentirebbe un significativo incremento del rendimento, pari a circa il 5,25% rispetto al costo di finanziamento del 3,63%.

Inoltre, tale ammontare rappresenterebbe oltre il 15% del totale delle obbligazioni con scadenza a 20 anni o più e oltre il 20% del flottante non ancora detenuto dalla FED. Qualora la stessa operazione venisse effettuata sulle obbligazioni con scadenza compresa tra 1 e 3 anni, la perdita iniziale sarebbe maggiore, ma il rendimento futuro risulterebbe più elevato e la FED arriverebbe a possedere oltre il 50% del debito in circolazione. È difficile stabilire quale percentuale di proprietà equivalga al controllo effettivo di un mercato, ma livelli di questa entità sarebbero prossimi a tale condizione.

Dal punto di vista di Warsh, l'Operazione Twist NON può essere considerata QE, poiché mantiene invariati gli importi nozionali. Se l'Amministrazione intende ottenere una riduzione dei rendimenti sulla parte lunga della curva, dovrebbe quindi superare gli interventi limitati agli importi controllati da Bessent e orientarsi verso un'Operazione Twist guidata direttamente dalla Federal Reserve.
Non a caso, il Tesoro ha richiamato anche l'ipotesi del TGA quale fonte di finanziamento. Nei prossimi giorni dovrebbe emergere con maggiore chiarezza se Bessent stia operando autonomamente oppure se la FED stia sostenendo i suoi sforzi finalizzati a controllare la parte a lungo termine del mercato obbligazionario.

**Chart 2: Even unloved, bond-sensitive UK midcaps are at all-time highs**
UK FTSE 250 Index




**Source:** BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

**Immagine** UK_MIDCAP - **Fonte** Bank of America

# fixed income

Away
ake

**Obbligazioni come segnale guida per AI e azionario –** Secondo Michael Hartnett (BofA), il mercato obbligazionario determina la sostenibilità del rally: la sottoperformance di investitori AI (MAGS) e costruttori (SOX) rispetto agli adottanti (XLV, XLF) potrebbe terminare solo con rendimenti GT30 sotto il 5%.

**Warsh, curva dei rendimenti e bull flattening –** La strategia di Warsh punta a un bull flattening, con un orientamento hawkish sull'inflazione e più dovish sul lungo. Dopo Jackson Hole, la curva 2s30s si è appiattita, riassorbendo quasi tutto lo steepening post-FOMC.

**Posizionamento rialzista e asset di debasement –** Il BofA Bull & Bear Indicator ha raggiunto 9,7, vicino ai massimi storici, mentre aumentano i flussi verso oro e crypto. Il consenso resta orientato a EPS crescenti e rendimenti sotto controllo, con esposizioni long su azioni e obbligazioni IG.

**Policy delle Banche centrali e capex AI –** Le Banche centrali stanno passando dai tagli ai rialzi, con BofA che prevede 17 rialzi contro 4 tagli entro fine anno. Contenere i rendimenti a lungo termine resta essenziale per finanziare il capex AI e limitare il risparmio precauzionale.

**Politics e catalizzatori risk-off –** Il consenso sconta nessun atterraggio macro, rialzo FED o taglio al capex AI e nessuna vittoria DEM alle midterm. I contrarian individuano due possibili svolte: capitolazione nel conflitto USA-Iran, con ulteriore calo del petrolio, e midterm USA, soprattutto in caso di sconfitta del GOP.

**Operazione Twist e parte lunga della curva –** La FED potrebbe vendere circa $426 mld di titoli in scadenza e acquistare obbligazioni oltre 20 anni. L'Operazione Twist manterrebbe invariati gli importi nozionali e, secondo Warsh, non sarebbe QE, consentendo però alla FED maggiore influenza sui rendimenti a lungo termine.

**Asset di debasement –** Attività utilizzate dagli investitori come protezione contro la perdita di potere d'acquisto delle valute tradizionali, soprattutto in presenza di elevato debito pubblico o politiche monetarie espansive. Oro e crypto sono tra gli esempi citati nel testo.

**Barbell –** Strategia di investimento che concentra il portafoglio su due gruppi di attività con caratteristiche differenti, riducendo l'esposizione alle soluzioni intermedie. Nel testo indica, ad esempio, la contemporanea esposizione long a USA e Asia/EM.

**Bull flattening –** Appiattimento della curva dei rendimenti determinato da una discesa dei rendimenti a lungo termine più marcata rispetto a quelli a breve. Generalmente riflette aspettative di politica monetaria più accomodante o minori aspettative di crescita e inflazione futura.

**Bull & Bear Indicator –** Indicatore di BofA che sintetizza diversi segnali di mercato, tra cui flussi, posizionamento e dinamiche degli asset, per valutare quanto il sentiment degli investitori sia rialzista ("bull") o ribassista ("bear"). Valori molto elevati indicano un posizionamento particolarmente ottimista.

**Duration –** Misura della sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi d'interesse. Una duration elevata implica generalmente variazioni di prezzo più ampie quando cambiano i rendimenti di mercato.

**EPS (Earnings per Share) –** Utile per azione. Indica la quota di utile societario attribuibile a ciascuna azione ed è una delle principali metriche utilizzate per valutare redditività e prospettive delle società quotate.

**Hawkish / Dovish –** Termini utilizzati per descrivere l'orientamento della politica monetaria. "Hawkish" indica maggiore attenzione al controllo dell'inflazione e propensione a tassi più elevati; "dovish" indica maggiore attenzione alla crescita e propensione a una politica monetaria più accomodante.

**Obbligazioni HY (High Yield) –** Obbligazioni societarie con rating creditizio inferiore all'investment grade. Offrono generalmente rendimenti più elevati in cambio di un maggiore rischio di credito.

**Obbligazioni IG (Investment Grade) –** Obbligazioni emesse da soggetti con rating creditizio relativamente elevato e, quindi, considerate caratterizzate da un rischio di insolvenza più contenuto rispetto alle High Yield.

**Operazione Twist –** Strategia attraverso cui una Banca centrale modifica la composizione per scadenza del proprio portafoglio, vendendo generalmente titoli a breve termine e acquistando titoli a lunga scadenza. L'obiettivo è comprimere i rendimenti sul tratto lungo senza necessariamente aumentare la dimensione complessiva del bilancio.

**QE (Quantitative Easing) –** Politica monetaria attraverso cui una Banca centrale acquista attività finanziarie, generalmente obbligazioni, aumentando il proprio bilancio con l'obiettivo di ridurre i rendimenti e rendere più accomodanti le condizioni finanziarie.

**Risk-on / Risk-off –** Espressioni che descrivono la propensione degli investitori al rischio. In una fase "risk-on" vengono privilegiate attività più rischiose; in una fase "risk-off" aumenta invece la domanda di attività considerate più difensive.

**Steepening / Flattening della curva –** Lo "steepening" indica un aumento della pendenza della curva dei rendimenti, mentre il "flattening" indica un suo appiattimento. Dipendono dalla diversa evoluzione dei rendimenti obbligazionari sulle varie scadenze.

**TGA (Treasury General Account) –** Conto operativo del Tesoro statunitense presso la Federal Reserve. Le variazioni del suo saldo possono influenzare la quantità di liquidità presente nel sistema finanziario.

**YCC (Yield Curve Control) –** Politica con cui una Banca centrale interviene sul mercato obbligazionario per mantenere i rendimenti di determinate scadenze entro livelli o intervalli prestabiliti.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR




# COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

# abstract



## In sintesi

Il blocco USA alle esportazioni di rottami di tungsteno evidenzia la crescente criticità delle catene di approvvigionamento dei minerali strategici. La Cina produce circa il 79% del tungsteno mondiale e i suoi controlli all'export hanno contribuito a un forte aumento dei prezzi. Il rischio non riguarda soltanto la difesa: il tungsteno è essenziale per industria e semiconduttori, attraverso il $WF_6$ utilizzato nei chip avanzati alla base dell'AI. Le difficoltà dei produttori giapponesi e l'espansione della capacità cinese accentuano la concentrazione dell'offerta. Tensioni analoghe interessano zinco e rame, con scorte ridotte, backwardation e treatment charges negative. Parallelamente, la geotermia avanzata emerge come possibile fonte continua di energia pulita per soddisfare la crescente domanda dei data center.

## Cosa aspettarsi dal mercato?

Tungsteno, zinco e rame potrebbero restare sotto pressione per la scarsità dell'offerta, con implicazioni crescenti per industria, difesa, semiconduttori e AI. Nel tungsteno, il nodo centrale sarà la capacità di sviluppare forniture alternative alla Cina: nel breve periodo le opzioni appaiono limitate, mentre le restrizioni USA sui rottami potrebbero aggravare le difficoltà del Giappone. Particolare attenzione va riservata a Samsung e SK Hynix, impegnate a qualificare nuovi fornitori di $WF_6$, e all'espansione dei produttori cinesi. Sullo zinco, deficit atteso, basse scorte LME e difficoltà delle fonderie sostengono i prezzi; segnali simili emergono sul rame. Nell'energia, i test geotermici nello Utah saranno decisivi per valutare una tecnologia potenzialmente strategica per alimentare in modo continuo l'espansione dei data center.

Giovedì scorso, mentre l'attenzione globale era concentrata prevalentemente su Nvidia, l'amministrazione Trump ha dato il via libera all'entrata in vigore del blocco delle esportazioni di rottami di tungsteno e di materiale di batterie triturato, nell'ambito dell'ultimo tentativo di trattenere le forniture critiche all'interno degli Stati Uniti. La decisione interviene nel pieno di una crisi dell'approvvigionamento di tungsteno, caratterizzata da una produzione mineraria nazionale limitata o inesistente e da anni di significativa dipendenza da catene di approvvigionamento dominate dalla Cina, proprio mentre Pechino utilizza sempre più le esportazioni di minerali critici come leva geopolitica e limita le spedizioni verso l'estero.

La direttiva del Dipartimento del Commercio vieta le esportazioni di rottami di tungsteno e della cosiddetta black mass, ossia i residui triturati delle batterie agli ioni di litio che possono essere lavorati per recuperare litio, nichel, cobalto e altri materiali preziosi. Le restrizioni sono entrate in vigore il 27 agosto e rimarranno valide per un anno. L'azione segue l'ordine esecutivo del presidente Trump che autorizza le agenzie federali a limitare le spedizioni all'estero di rottami contenenti minerali critici recuperabili. Le deroghe saranno prese in considerazione esclusivamente nei casi in cui le aziende possano dimostrare undue hardship o irreparable harm. La stessa previsione ex ante di possibili waivers per derogare al divieto evidenzia, tuttavia, un significativo livello di preoccupazione.

Nel 2025 gli Stati Uniti non disponevano di alcuna produzione di tungsteno estratto, mentre la Cina ne produceva 67.000 tonnellate, pari a quasi il 79% della produzione globale. I dati commerciali del 2024 mostrano inoltre che gli Stati Uniti dipendevano dalle importazioni per circa la metà del proprio consumo di tungsteno. Nel febbraio 2025 la Cina ha imposto controlli sulle esportazioni di alcuni prodotti di tungsteno. Da allora, i prezzi a Rotterdam sono aumentati di quasi l'800%. Wall Street ha generalmente interpretato il ruolo del tungsteno nell'economia industriale principalmente attraverso una prospettiva legata alla difesa, considerando applicazioni quali munizioni perforanti, componenti per missili, penetratori, materiali per la frammentazione e contrappesi.

Come ha recentemente sottolineato Lewis Black, CEO di Almonty Industries, tuttavia, questo materiale critico presenta numerosi impieghi ulteriori rispetto alla difesa, tra cui aerospazio, energia, medicina, settore automobilistico e prodotti di consumo. È inoltre, di fatto, un elemento fondamentale del boom dell'intelligenza artificiale e della conseguente espansione dei data center. Black, la cui società mineraria controlla le maggiori riserve di tungsteno ad alto tenore al di fuori della Cina, ha scritto in un aggiornamento aziendale: *"While everyone watches the defense story, you need to keep an eye on semiconductors too. There's a gas called tungsten hexafluoride: $WF_6$. It's what lays down the microscopic tungsten wiring inside advanced memory chips, the kind the entire AI boom is built on. No $WF_6$, no advanced chips."*

Wall Street ha quindi prevalentemente presentato la carenza di tungsteno come una questione legata alla difesa, ma quanto evidenziato da Black mostra come questa interpretazione sia incompleta. Con una parte rilevante dell'attuale espansione economica statunitense sostenuta dallo sviluppo dei data center e dagli stack di chip, il poco conosciuto gas di processo a base di tungsteno, presente nel cuore della catena produttiva dei chip avanzati di logica, della memoria ad alta larghezza di banda, delle DRAM e delle 3D NAND, potrebbe diventare uno dei principali rischi per la prosecuzione dell'espansione qualora la Cina continuasse a limitare le esportazioni di questo materiale critico.

La questione ha origini precedenti. All'inizio di quest'anno, le riserve strategiche americane hanno compiuto un'operazione apparentemente ordinaria che ha tuttavia provocato una significativa reazione del mercato. La Defense Logistics Agency (DLA), l'ente responsabile della gestione delle riserve nazionali, ha chiesto al mercato quale fosse il prezzo del tungsteno. Non si trattava di un ordine, ma di una semplice richiesta di quotazione. La reazione è stata fortemente negativa: non vi era materiale di scorta disponibile, i prezzi erano già in aumento e il governo statunitense stava segnalando la possibilità di intervenire attraverso acquisti su larga scala. I consumatori esistenti, ossia gli operatori che trasformano il tungsteno nei materiali necessari, ad esempio, all'esercito, hanno quindi percepito negativamente il possibile ingresso di un concorrente sostenuto dallo Stato. Sono seguite diverse contestazioni e la richiesta non ha avuto seguito.

Vi è inoltre un ulteriore elemento di criticità: nel momento in cui la DLA pubblica un bando per l'acquisto di tungsteno, rende evidente anche ai potenziali avversari l'esistenza di una vulnerabilità nella catena di approvvigionamento. La necessità di disporre di munizioni viene così associata pubblicamente all'insufficiente capacità produttiva interna. Il problema strutturale è che trent'anni di produzione a basso costo e delocalizzata non possono essere compensati nell'arco di due anni. Il ritorno della produzione sul territorio nazionale richiede investimenti, capacità industriale, infrastrutture, competenze e tempo, ma l'alternativa rappresentata dalla persistente dipendenza dall'estero presenta rischi ancora maggiori.

Il mercato spot del tungsteno rimane poco attivo e, di conseguenza, non consente ancora di individuare un trend di prezzo chiaramente definito. Alcuni fornitori di dati riportano prezzi leggermente inferiori rispetto al mercato mondiale, altri mantengono le quotazioni invariate, mentre i prezzi interni cinesi risultano addirittura in aumento. Nel complesso, il prezzo APT in Occidente rimane superiore ai 3.000 USD/mtu $WO_3$.

Progressivamente, un numero crescente di aziende a valle sta rilevando come la crisi di approvvigionamento dell'intero settore non dipenda esclusivamente dall'aumento dei prezzi delle materie prime. La situazione in Giappone, ad esempio, è particolarmente critica. Dallo scorso anno, il commercio di tungsteno tra Cina e Giappone si è quasi interrotto e, dall'inizio del 2026, non è stato più consegnato alcun APT (Aggregation-to-Plate) da Pechino a Tokyo. Ciò ha determinato serie difficoltà per i produttori giapponesi di metalli duri e utensili. In risposta alla mancanza di materia prima cinese, il Giappone ha aumentato significativamente le importazioni di rottami negli ultimi dodici mesi. Oggi, tuttavia, gli Stati Uniti, uno dei principali fornitori del mercato nipponico, hanno a loro volta bloccato attraverso specifiche restrizioni l'esportazione di rottami contenenti tungsteno. Questa combinazione di fattori potrebbe rendere particolarmente rilevanti gli sviluppi dell'autunno e dell'inverno.

Come anticipato, esiste infatti un gas denominato esafluoruro di tungsteno, $WF_6$, utilizzato per realizzare i microscopici collegamenti in tungsteno all'interno dei chip di memoria avanzati sui quali si basa l'attuale sviluppo dell'intelligenza artificiale. Due soli produttori giapponesi, Kanto Denka e Central Glass, producevano insieme circa un quarto della fornitura mondiale. Dal 1° luglio hanno però interrotto la produzione. Non a causa di un incidente industriale, bensì per l'esaurimento della polvere di tungsteno puro necessaria al processo produttivo. Come già evidenziato, il tungsteno proveniva dalla Cina e Pechino ne ha limitato l'esportazione nel 2025. I produttori giapponesi hanno continuato a utilizzare le proprie scorte fino al loro esaurimento, dopodiché sono stati costretti a interrompere l'attività.

Samsung e SK Hynix stanno ora cercando di qualificare nuovi fornitori, attraverso un processo che normalmente richiede circa un anno e mezzo ma che, nelle attuali circostanze, si sta tentando di accelerare significativamente. Parallelamente, per la seconda metà dell'anno in corso si ipotizzano prezzi del gas superiori del 70-90%. La questione assume particolare rilevanza considerando il peso dei due gruppi all'interno dell'indice KOSPI sudcoreano.

A colmare il vuoto potrebbe essere la Cina. Un produttore cinese ha già annunciato un incremento della capacità produttiva di $WF_6$ pari a mille tonnellate all'anno. La dinamica che ne deriva è quindi particolarmente significativa: la Cina limita l'esportazione della materia prima, i produttori esteri che ne dipendono interrompono l'attività e i produttori cinesi ampliano la propria capacità per servire i clienti precedentemente riforniti da quelle stesse aziende. Il risultato è un progressivo trasferimento di quote di mercato verso gli operatori cinesi, indipendentemente dal fatto che tale dinamica sia stata deliberatamente pianificata o rappresenti una conseguenza delle restrizioni adottate.

Esistono inoltre alcune ex miniere sovietiche che Mosca non ha mai completato, la migliore delle quali è già stata acquisita dalla Cina, e il New York Times ha dedicato ampio spazio a questa operazione. Restano tuttavia necessari la decisione di investimento, la progettazione, la costruzione e la messa in funzione. È quindi improbabile che tali siti possano fornire tungsteno al mercato nel corso di questo decennio.

Vladimir Putin potrebbe tuttavia decidere di accelerarne lo sviluppo e coordinarsi con l'alleato cinese attraverso forme di cartello.

Il tungsteno, inoltre, presenta caratteristiche differenti rispetto ad altri minerali critici. Visual Capitalist ha classificato 27 di questi minerali in base alla variazione di prezzo, utilizzando i dati dell'IEA: il tungsteno si è collocato al primo posto con un incremento del 622%, oltre tre volte superiore rispetto al secondo metallo della graduatoria **(CRITICAL_MINERALS)**.

Un esempio consente di comprendere meglio il problema della concentrazione. Quasi tutti i chip avanzati al mondo sono prodotti utilizzando macchinari realizzati da un'unica azienda olandese, ASML, senza che altri operatori dispongano attualmente della medesima capacità tecnologica. Quando la Cina ha comunicato al mercato di aver sviluppato propri macchinari, mettendo in discussione il monopolio, la reazione dei mercati è stata estremamente negativa: le azioni delle aziende produttrici di chip sono scese a livello globale, il principale indice sudcoreano ha perso l'11,5% in una sola seduta e Nvidia ha ceduto oltre il 5%, lasciando ad Apple il primato di maggiore società al mondo per capitalizzazione. È lo stesso problema di concentrazione che si trova alla base della criticità del tungsteno.

In altri termini, una quota eccessiva di una materia prima critica è controllata da un unico Paese e tutti gli operatori situati a valle della catena produttiva risultano esposti quando la stabilità di tale approvvigionamento viene meno. Se si chiedesse a un gruppo di investitori perché il tungsteno sia oggi importante, la risposta prevalente sarebbe probabilmente la difesa: riarmo, droni, munizioni e protezioni anti-tungsteno. Si tratta tuttavia soltanto di una parte del quadro complessivo. Circa il 60% del tungsteno statunitense viene infatti utilizzato per la produzione di carburi cementati: utensili da taglio, punte da trapano e componenti soggetti a usura impiegati nella lavorazione di roccia e acciaio. Questo è il dato dello US Geological Survey. La quota si colloca quindi intorno ai due terzi, un valore che anche il recente rapporto di mercato di S&P Global posiziona nello stesso intervallo.

Difesa e semiconduttori sono settori importanti, ed è anche per questa ragione che i governi hanno iniziato a prestare crescente attenzione alla materia, ma in termini di volume rappresentano la componente minore della domanda. La domanda proveniente dalla difesa presenta inoltre una forte componente politica, legata al warfare e agli appalti miliardari del Pentagono. Resta tuttavia centrale quanto sottolineato da Lewis Black, CEO di Almonty Industries: il tungsteno non è esclusivamente un metallo destinato alla difesa, ma rappresenta anche un elemento fondamentale dell'infrastruttura che sostiene il boom dell'intelligenza artificiale. Wall Street non sembra aver ancora incorporato pienamente questa dimensione, ma sarà progressivamente chiamata a farlo.

In questo contesto merita attenzione anche lo zinco. I futures quotati a Londra si avviano verso la migliore chiusura mensile da gennaio, dopo che la scorsa settimana i prezzi hanno raggiunto i massimi degli ultimi quattro anni in presenza di un crescente irrigidimento delle forniture fisiche. Il prezzo dello zinco è aumentato del 31% da marzo, raggiungendo $3,966, sostenuto dal calo della produzione mineraria, da interruzioni operative dovute a incendi, ritardi e qualità inferiori e dal limitato sviluppo di nuovi progetti al di fuori della Cina, come ha scritto martedì l'analista di Jefferies Sagar Sahu in una nota.

Sahu ha inoltre evidenziato come ILZSG, associazione internazionale per lo zinco e il piombo, abbia rivisto la propria previsione per il mercato globale dello zinco nel 2026, passando da un surplus precedentemente stimato di 271kt a un deficit di 19kt. "Alziamo le nostre ipotesi sul prezzo dello zinco per l'FY27-28E a $3,615-3,700, ancora 7-9% al di sotto dei prezzi spot." Separatamente, gli analisti di Guangzhou Futures hanno osservato che la liquidità fisica disponibile sull'LME si trova a livelli estremamente ridotti. Prima che la produzione mineraria possa recuperare in misura significativa, i costi di fusione dovrebbero quindi fornire un forte livello di supporto ai prezzi dello zinco.

Lo spread tra lo zinco cash e quello a tre mesi si è ampliato giovedì fino a una backwardation superiore a $190 per tonnellata, dopo essersi avvicinato a $200 per tonnellata mercoledì, il livello più marcato da dicembre.

Secondo Fastmarkets, le cosiddette treatment charges, ossia le commissioni che i minatori pagano alle fonderie per trasformare il minerale in metallo di zinco, sono scese fino a meno $110 per tonnellata. La dinamica si verifica mentre la carenza di minerale costringe le fonderie a competere per assicurarsi il concentrato. Treatment charges persistentemente negative potrebbero esercitare pressione sui margini delle fonderie, determinare tagli alla produzione e aggravare ulteriormente la restrizione dell'offerta.

Analogamente, anche i futures sul rame quotati a Londra mostrano segnali di tensione sul fronte dell'offerta, tra cui l'ampliamento degli spread a breve termine, la riduzione delle scorte e treatment charges negative. Anche in questo caso, i potenziali dazi statunitensi sulle importazioni hanno rappresentato uno dei principali fattori trainanti, inducendo i trader a reindirizzare le spedizioni verso gli Stati Uniti e riducendo conseguentemente la disponibilità sul mercato.

Infine, sempre in relazione all'AI, merita attenzione una nicchia ancora poco conosciuta del mercato dell'energia pulita che sta affrontando una prova potenzialmente decisiva nello Stato americano dello Utah. Secondo Bloomberg, in un sito di ricerca sostenuto dal governo gli ingegneri stanno verificando se le apparecchiature e le competenze sviluppate durante il boom dello shale statunitense possano essere utilizzate per trasformare il calore presente in profondità nel sottosuolo in una fonte affidabile di elettricità.

La produzione convenzionale di energia geotermica è possibile soltanto nelle aree in cui calore, roccia permeabile e acqua sotterranea sono naturalmente presenti contemporaneamente. Il nuovo approccio punta invece a ricreare artificialmente queste condizioni. I pozzi vengono perforati per diversi chilometri di profondità, l'acqua viene fatta circolare attraverso le fratture della roccia calda e il fluido riscaldato viene successivamente riportato in superficie, dove la sua energia può essere convertita in elettricità.

Bloomberg osserva che il successo di questa tecnologia amplierebbe considerevolmente la portata geografica del settore. Invece di rimanere confinati a rare formazioni geologiche, i progetti geotermici potrebbero svilupparsi in diverse aree degli Stati Uniti occidentali, dove rocce sufficientemente calde si trovano a profondità raggiungibili attraverso le attuali tecnologie di perforazione. I sostenitori della tecnologia prospettano quindi una fonte energetica a basse emissioni capace di operare giorno e notte, indipendentemente dalla disponibilità di luce solare o vento.

Questa continuità della produzione è diventata particolarmente rilevante con l'aumento della domanda di elettricità proveniente dai data center. L'infrastruttura per l'IA richiede infatti enormi quantità di energia disponibile senza interruzioni, offrendo agli sviluppatori geotermici una potenziale base di clienti disposta a sottoscrivere contratti di fornitura di lungo periodo. Fervo Energy, che sta sviluppando un progetto vicino al sito di ricerca dello Utah, dispone già di un accordo collegato ad Alphabet, sebbene la produzione commerciale non sia prevista in quell'area prima della fine di quest'anno.

L'esperimento nello Utah è concepito per verificare se il modello possa funzionare in maniera continuativa al di fuori di una dimostrazione controllata. I ricercatori analizzeranno la velocità con cui il sistema sotterraneo perde calore, la quantità di acqua iniettata che non viene recuperata e l'eventuale insorgenza di attività sismica problematica in seguito al pompaggio ripetuto. Eventuali risultati tecnici incoraggianti dovranno comunque essere replicati in altri siti e successivamente tradotti in progetti commercialmente sostenibili.

La geotermia ha inoltre mantenuto un livello di sostegno politico che eolico e solare hanno recentemente perso. Il programma dello Utah è stato avviato durante l'amministrazione Obama, ha raccolto 328 milioni di dollari di impegni federali dal 2020 e continua a ricevere il sostegno dell'amministrazione Trump. Le stime dei costi del settore suggeriscono che i nuovi impianti geotermici possano già competere con diverse altre forme di generazione elettrica, sebbene la perforazione rimanga costosa e lo sviluppo dei progetti comporti un significativo rischio geologico **(GEOTHERMAL).**

L'esperimento potrebbe quindi contribuire a determinare se la geotermia avanzata sia destinata a diventare una fonte energetica nazionale significativa oppure a rimanere una nicchia tecnologica dalle prospettive interessanti. Se gli sviluppatori riusciranno a perforare a profondità maggiori, preservare il calore sotterraneo e replicare il processo a costi progressivamente inferiori, le tecnologie e le competenze sviluppate dall'industria petrolifera potrebbero contribuire alla creazione di una nuova categoria di centrali elettriche pulite caratterizzate da disponibilità continua.

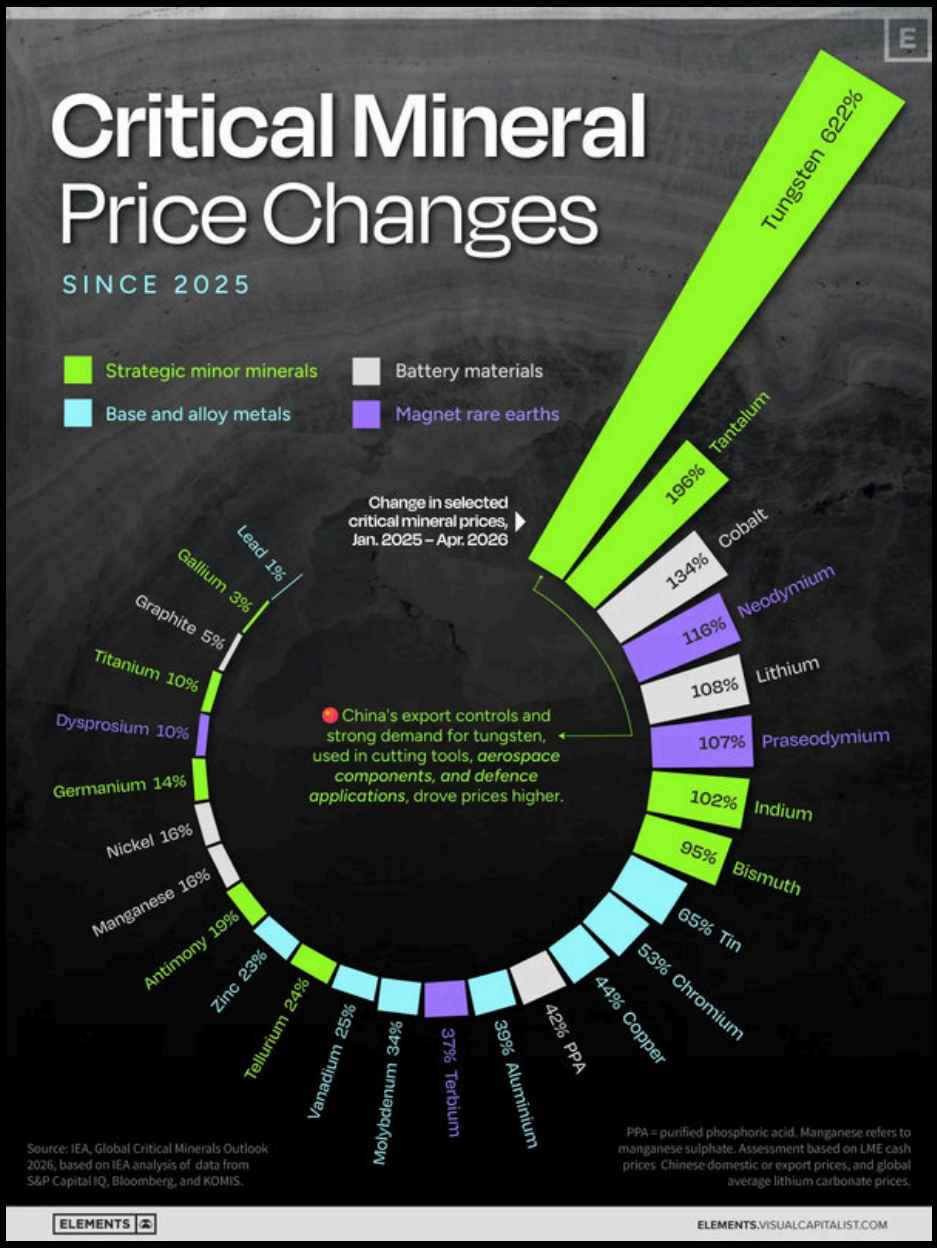



**Immagine** CRITICAL_MINERALS - **Fonte** VisualCapitalist

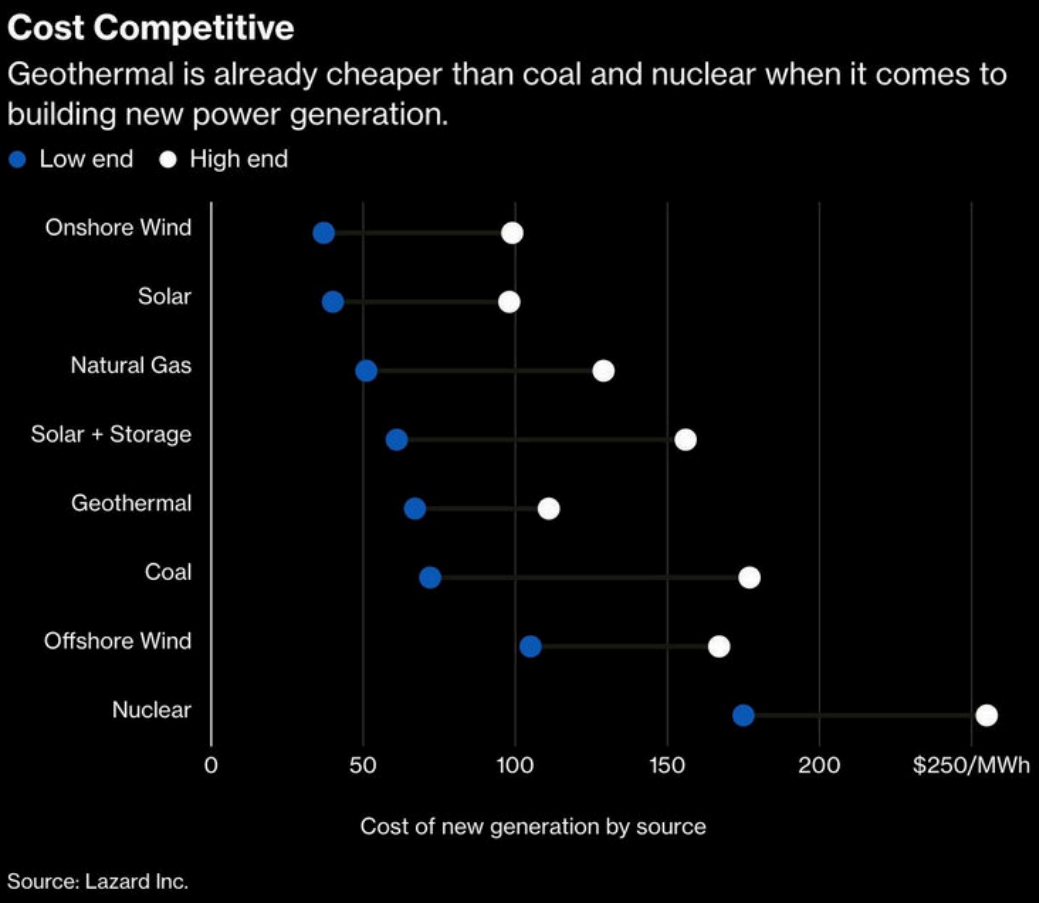



**Immagine** GEOTHERMAL - **Fonte** Lazard

# commodities

Away
ake

**Blocco USA alle esportazioni di tungsteno —** L'amministrazione Trump ha vietato per un anno l'esportazione di rottami di tungsteno e black mass, con l'obiettivo di trattenere negli Stati Uniti risorse critiche in un contesto di forte dipendenza dalle forniture estere.

**Dominio cinese e vulnerabilità delle supply chain —** La Cina controlla quasi il 79% della produzione mondiale di tungsteno e dal 2025 ne limita le esportazioni. La concentrazione dell'offerta rappresenta un rischio strategico per USA, Giappone e altre economie industrializzate.

**Tungsteno, semiconduttori e boom dell'AI —** Oltre alla difesa e agli impieghi industriali, il tungsteno è essenziale per produrre $WF_6$, utilizzato nei chip avanzati di logica, HBM, DRAM e 3D NAND. Le difficoltà dei produttori giapponesi potrebbero quindi ripercuotersi direttamente sulla filiera dell'AI.

**Giappone in difficoltà e crescente ruolo della Cina —** Kanto Denka e Central Glass hanno interrotto la produzione di $WF_6$ per carenza di tungsteno, mentre Samsung e SK Hynix cercano nuovi fornitori. Parallelamente, i produttori cinesi stanno aumentando la capacità produttiva, rafforzando ulteriormente la propria posizione nella filiera.

**Tensioni anche su zinco e rame —** Lo zinco registra prezzi ai massimi da quattro anni, basse scorte LME, forte backwardation e treatment charges negative, mentre ILZSG prevede ora un deficit globale nel 2026. Segnali analoghi di scarsità dell'offerta stanno emergendo anche sul rame.

**Geotermia avanzata per alimentare i data center —** I test condotti nello Utah potrebbero dimostrare la possibilità di utilizzare tecnologie derivate dallo shale per produrre energia geotermica continua e a basse emissioni. Una soluzione potenzialmente strategica per soddisfare l'enorme fabbisogno elettrico dell'infrastruttura AI.

**APT (Ammonium Paratungstate) –** Prodotto intermedio fondamentale nella lavorazione del tungsteno, utilizzato come materia prima per ottenere ossido, polveri e altri composti di tungsteno destinati all'industria.

**Backwardation –** Situazione di mercato in cui il prezzo di una materia prima con consegna immediata è superiore a quello dei contratti futures con scadenze successive. Può indicare una forte domanda immediata o una scarsità dell'offerta fisica.

**Black mass –** Materiale ottenuto dalla triturazione delle batterie agli ioni di litio. Contiene elementi recuperabili come litio, nichel e cobalto ed è quindi una risorsa importante per il riciclo delle batterie.

**Carburi cementati –** Materiali estremamente duri, generalmente costituiti da carburo di tungsteno combinato con un metallo legante. Sono utilizzati soprattutto per utensili da taglio, perforazione e componenti resistenti all'usura.

**DRAM (Dynamic Random Access Memory) –** Tipo di memoria utilizzata nei computer e nei server per conservare temporaneamente i dati necessari alle elaborazioni.

È particolarmente importante nelle infrastrutture informatiche e nei data center.

**HBM (High Bandwidth Memory) –** Memoria ad altissima velocità progettata per trasferire grandi quantità di dati rapidamente. È una componente fondamentale degli acceleratori e dei chip utilizzati per l'intelligenza artificiale.

**LME (London Metal Exchange) –** Uno dei principali mercati mondiali per la negoziazione di metalli industriali come rame, zinco, alluminio e nichel. I suoi prezzi e le sue scorte costituiscono importanti riferimenti per il mercato globale.

**Mercato spot –** Mercato nel quale una materia prima viene acquistata e venduta per consegna immediata o in tempi molto brevi, diversamente dai futures che prevedono una consegna futura.

**Minerali critici –** Materie prime considerate essenziali per settori strategici dell'economia e della sicurezza nazionale, ma caratterizzate da elevati rischi di approvvigionamento o da una produzione fortemente concentrata geograficamente.

**mtu $WO_3$ (Metric Ton Unit) –** Unità utilizzata nel mercato del tungsteno per esprimere prezzi e quantità in relazione al contenuto di triossido di tungsteno ($WO_3$). Una mtu corrisponde a 10 kg di $WO_3$.

**Treatment charges –** Commissioni riconosciute alle fonderie per trasformare il concentrato minerario in metallo raffinato. Livelli molto bassi o negativi possono segnalare scarsità di concentrato e forte competizione tra le fonderie per assicurarsi la materia prima.

**Waiver –** Deroga concessa da un'autorità rispetto a una norma o restrizione. Nel testo indica la possibilità di autorizzare eccezioni al blocco statunitense delle esportazioni in presenza di determinate condizioni.

**$WF_6$ (Esafluoruro di tungsteno) –** Gas contenente tungsteno utilizzato nella produzione dei semiconduttori per depositare sottilissimi strati e collegamenti di tungsteno all'interno dei chip avanzati. È particolarmente rilevante per memorie e semiconduttori destinati alle infrastrutture AI.

**3D NAND –** Tecnologia di memoria flash nella quale le celle di memoria vengono sovrapposte verticalmente in numerosi strati, aumentando capacità e densità di archiviazione. È ampiamente utilizzata negli SSD e nei sistemi di storage dei data center.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR




# FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

# abstract



## In sintesi

Pechino sembra escludere, almeno per ora, un forte stimolo per contrastare il rallentamento economico, privilegiando interventi incrementali e orientati all'offerta. I tre articoli firmati Zhong Caiwen difendono la qualità della crescita e sottolineano innovazione, resilienza e margini di intervento anticiclico. Wall Street appare più cauta: Goldman Sachs teme che, senza stimoli alla domanda e riforme strutturali, la debolezza ciclica possa trasformarsi in isteresi strutturale, mentre Morgan Stanley ha ridotto al 4,4% la stima di crescita del terzo trimestre. Il nodo centrale resta l'impulso creditizio cinese (CHINA_IMPULSE), storicamente importante come driver e proxy delle performance dell'equity USA, che al momento mostra segnali di indebolimento.

## Cosa aspettarsi dal mercato?

L'attenzione dovrà concentrarsi sulla capacità di Pechino di raggiungere il target di crescita del 4,5%-5% senza ricorrere a stimoli più incisivi e, soprattutto, sull'evoluzione dell'impulso creditizio. Un suo ulteriore deterioramento potrebbe ridurre un importante sostegno alla liquidità e all'equity globale. Lo yuan rappresenta un indicatore centrale: ai massimi sul dollaro dal gennaio 2023 e in rialzo del 9% in quattro mesi, può fornire indicazioni sulla strategia cinese tra AI, materiali critici, open source e progressiva internazionalizzazione finanziaria. Panda bonds, clearing europeo affidato a Deutsche Bank e acquisti di oro della Banca centrale rafforzano inoltre l'ipotesi di un sistema finanziario sempre più autonomo. Il comportamento dello yuan sarà quindi decisivo per interpretare le reali intenzioni di Pechino.

Un'insolita serie di commenti pubblicati dal quotidiano ufficiale del Partito Comunista al potere suggerisce che, almeno per il momento, siano limitate le probabilità che Pechino introduca un significativo pacchetto di stimolo per rilanciare la crescita del Paese, recentemente deterioratasi. Le autorità cinesi sembrano infatti orientate a ridimensionare la rilevanza del rallentamento in corso.

Nel primo dei tre articoli firmati con lo pseudonimo di Zhong Caiwen, ampiamente ritenuto un riferimento all'Ufficio della Commissione centrale per gli Affari finanziari ed economici guidato dal vicepremier He Lifeng, i lettori sono stati invitati a guardare oltre il semplice ritmo della crescita e a evitare un'eccessiva attenzione alle oscillazioni dei singoli indicatori trimestrali o mensili. Secondo l'articolo, maggiore rilevanza dovrebbe essere attribuita alla qualità della performance economica, considerando elementi quali la solidità dell'innovazione tecnologica, l'ammodernamento delle industrie, la sostenibilità dello sviluppo economico e la vitalità delle imprese.

Oltre a sottolineare la resilienza e la vitalità dell'economia cinese, l'editoriale ha indicato l'innovazione tecnologica come uno dei nuovi motori della crescita del Paese, sostenendo inoltre che rischi e vulnerabilità latenti vengono progressivamente affrontati e contenuti. Queste valutazioni risultano in netto contrasto con quelle espresse da alcuni operatori di Wall Street. Secondo il team asiatico di Goldman Sachs, le prossime misure potrebbero contribuire al raggiungimento dell'obiettivo di crescita fissato dal governo per quest'anno, ma rimangono prevalentemente orientate all'offerta ed è improbabile che siano in grado di generare uno slancio duraturo.

A giudizio di Hui Shan, capo economista per la Cina della banca, senza uno stimolo più incisivo dal lato della domanda e riforme strutturali capaci di liberare la domanda interna, la debolezza ciclica rischia di trasformarsi in isteresi strutturale. È quanto affermato in una recente nota intitolata From weak to weaker. Resta quindi da comprendere se ci si trovi di fronte a una strategia di comunicazione, a un errore di valutazione oppure a una reale scommessa sull'eventualità di un Minsky Moment 2.0.

Gli economisti di Morgan Stanley guidati da Robin Xing hanno ridotto di 10 punti base, al 4,4%, la stima della crescita della Cina su base annua nel terzo trimestre, citando il limitato trasferimento delle esportazioni e la lenta attuazione delle misure fiscali. La scorsa settimana, Zhong Caiwen ha continuato a difendere la performance economica, definendo il ritmo di crescita del 4,7% registrato nella prima metà del 2026 come di elevata qualità e coerente con le attuali condizioni dell'economia, comprese la disponibilità di lavoro e quella di capitale. I risultati sono stati descritti come ottenuti in condizioni difficili e, pertanto, degni di nota, oltre che coerenti con l'obiettivo ufficiale di crescita del 4,5%-5% per l'intero anno.

Secondo Zhong Caiwen, il ventaglio degli strumenti di politica macroeconomica rimane ampio e permane un considerevole margine per ulteriori aggiustamenti anticiclici. La Cina si troverebbe pertanto nella condizione di introdurre politiche incrementali, pratiche ed efficaci, in risposta all'evoluzione delle circostanze. Il riferimento alla possibilità di nuove misure non ha tuttavia modificato la valutazione dell'economista di Macquarie Larry Hu, secondo il quale Pechino continuerà ad attenersi a una logica del "quanto basta": il sostegno potrebbe risultare leggermente superiore rispetto al secondo trimestre, ma le autorità difficilmente adotteranno interventi maggiori di quelli strettamente necessari per raggiungere l'obiettivo di crescita.

Per Neo Wang, principale analista macroeconomico sulla Cina presso Evercore ISI a New York, gli articoli non hanno fornito alcun segnale inequivocabile né di un'imminente azione né di una persistente inerzia. A suo giudizio, sembrano piuttosto finalizzati a spiegare e giustificare l'attuale orientamento della politica economica, favorire la comprensione da parte dell'opinione pubblica e sostenere la fiducia del mercato. Wang ha inoltre osservato come questo tipo di comunicazione comporti essenzialmente costi trascurabili, lasciando quindi poche ragioni per non ricorrervi.

Non sembra emergere neppure un'urgenza esterna tale da indurre il presidente Xi Jinping ad agire. Gli Stati Uniti si apprestano a imporre un dazio del 7,5% sui beni cinesi in relazione alle accuse di eccesso di capacità manifatturiera, prima del vertice previsto con il presidente Donald Trump a settembre.

La misura riporterebbe i dazi introdotti da Trump sulla Cina durante il suo secondo mandato a circa il 20%, un livello che Pechino aveva precedentemente indicato come coerente con la tregua commerciale con Washington.

Il principale elemento di attenzione rimane tuttavia questo **(CHINA_IMPULSE)**. Wall Street, pur mostrando un atteggiamento relativamente distaccato rispetto alla comunicazione mediatica di Pechino, è pienamente consapevole del ruolo fondamentale dell'impulso creditizio cinese come driver e proxy delle performance dell'equity USA. Attualmente, tale sostegno sembra però indebolirsi. Resta quindi da valutare se il blitz di Bessent possa rappresentare una risposta proprio a questa dinamica.

Particolare attenzione deve essere riservata, di conseguenza, alla reazione dello yuan rispetto all'evoluzione del quadro. La valuta cinese si trova attualmente sui massimi rispetto al dollaro dal gennaio 2023 e ha registrato un apprezzamento del 9% sul biglietto verde in soli quattro mesi. Il suo andamento costituisce quindi un indicatore particolarmente rilevante per comprendere se la Cina stia operando sulla base di una strategia definita oppure stia coordinando le proprie mosse con la capacità di gestione dell'affaire AI (vedi capitolo COMMODITIES), tra materiali critici e utilizzo strategico dell'open source nella guerra dei prezzi. Non casualmente, lo yuan è stato citato, nell'ambito della valutazione dei token, persino da Kevin Warsh nel suo discorso a Jackson Hole.

Occorre infatti ricordare che lo yuan non rappresenta soltanto la valuta di riferimento di un mercato obbligazionario sovrano nel quale il titolo decennale offre un rendimento dell'1,8%, rispetto al 4,7% del corrispondente titolo statunitense. Da diversi trimestri opera anche all'interno di un conto capitale semi-chiuso, inserito in un sistema ponte in costruzione verso un gold-standard.

La valuta cinese, il suo crescente utilizzo internazionale attraverso i panda bonds, il ruolo di clearing europeo affidato a Deutsche Bank e i continui acquisti di oro fisico da parte della Banca centrale costituiscono, nel loro insieme, segnali da considerare con attenzione.

L'andamento dello yuan dovrà quindi essere monitorato per interpretare più compiutamente il significato dei tre enigmatici articoli pubblicati dalla stampa ufficiale cinese.




**Immagine** CHINA_IMPULSE - **Fonte** Datastream

**Pechino minimizza il rallentamento economico –** I tre articoli firmati Zhong Caiwen suggeriscono che le autorità cinesi non considerino necessario, almeno per ora, un forte stimolo, preferendo concentrarsi sulla qualità della crescita, sull'innovazione tecnologica e sulla resilienza dell'economia.

**Wall Street più prudente sulla crescita cinese –** Goldman Sachs ritiene che le misure orientate prevalentemente all'offerta difficilmente produrranno uno slancio duraturo e avverte che, senza stimoli alla domanda e riforme strutturali, la debolezza ciclica potrebbe trasformarsi in isteresi strutturale.

**Revisioni al ribasso e politica del "quanto basta" –** Morgan Stanley ha ridotto al 4,4% la stima di crescita del terzo trimestre, mentre Macquarie prevede che Pechino utilizzerà il proprio margine di intervento anticiclico soltanto nella misura necessaria a raggiungere il target annuale del 4,5%-5%.

**Il ruolo dell'impulso creditizio cinese –** Il progressivo indebolimento dell'impulso creditizio rappresenta un elemento centrale per i mercati, considerando il suo storico ruolo di driver e proxy delle performance dell'equity USA. Resta da valutare se il blitz di Bessent costituisca una risposta a questa dinamica.

**Lo yuan come indicatore della strategia cinese –** La valuta cinese, ai massimi sul dollaro dal gennaio 2023 e apprezzatasi del 9% in quattro mesi, rappresenta un indicatore importante per comprendere la strategia di Pechino nell'AI, nei materiali critici e nell'utilizzo dell'open source nella guerra dei prezzi.

**Internazionalizzazione dello yuan e sistema finanziario cinese –** Panda bonds, clearing europeo affidato a Deutsche Bank, conto capitale semi-chiuso e continui acquisti di oro fisico della Banca centrale indicano l'evoluzione di un sistema ponte verso un gold-standard e rafforzano l'importanza dello yuan per interpretare le intenzioni strategiche di Pechino.

**Aggiustamenti anticiclici –** Interventi di politica economica utilizzati per contrastare le fasi negative del ciclo. Possono comprendere maggiore spesa pubblica, riduzioni fiscali, facilitazioni del credito o altre misure volte a sostenere crescita e domanda.

**CHINA_IMPULSE (Impulso creditizio cinese) –** Indicatore che misura la variazione del nuovo credito concesso nell'economia cinese rispetto alle dimensioni dell'economia stessa. È seguito dai mercati perché le sue accelerazioni e decelerazioni possono anticipare cambiamenti nell'attività economica, nella domanda di materie prime e nelle condizioni di liquidità globali.

**Clearing –** Processo attraverso cui vengono compensate e regolate le transazioni finanziarie. Nel caso dello yuan, la presenza di centri di clearing internazionali facilita pagamenti e operazioni nella valuta cinese al di fuori della Cina.

**Conto capitale semi-chiuso –** Sistema nel quale i movimenti di capitale da e verso un Paese sono sottoposti a controlli e limitazioni. La Cina consente alcune operazioni internazionali, mantenendo però un significativo controllo sui flussi finanziari transfrontalieri.

**Gold-standard –** Sistema monetario nel quale il valore della moneta è direttamente collegato all'oro. Nel testo il termine è utilizzato per descrivere l'ipotesi di un progressivo rafforzamento del ruolo dell'oro nell'architettura monetaria e finanziaria cinese.

**Isteresi strutturale –** Situazione nella quale una debolezza economica inizialmente ciclica produce effetti persistenti, modificando in modo duraturo il potenziale di crescita dell'economia anche dopo la scomparsa delle cause originarie.

**Minsky Moment –** Fase in cui un lungo periodo di crescita del debito e assunzione crescente di rischio culmina improvvisamente in una crisi finanziaria, con vendite di attività, riduzione della leva finanziaria e contrazione del credito. Il concetto deriva dall'economista Hyman Minsky.

**Panda bonds –** Obbligazioni denominate in yuan ed emesse sul mercato cinese da

soggetti stranieri, come governi, istituzioni finanziarie o società internazionali.

**Proxy –** Variabile o indicatore utilizzato come rappresentazione indiretta di un fenomeno che non viene misurato direttamente. Nel testo l'impulso creditizio cinese viene considerato un proxy delle possibili dinamiche dell'equity USA.

**Stimolo dal lato della domanda –** Politiche economiche finalizzate ad aumentare direttamente consumi e investimenti, sostenendo la domanda interna, in contrapposizione agli interventi dal lato dell'offerta, maggiormente rivolti alla capacità produttiva e alle imprese.




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