MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

7 - 13 SETTEMBRE

ANNO 2026



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Indice

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

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

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

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

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

57 **DISCLAIMER**
informazioni legali e credits

58 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

La settimana 7-13 settembre potrebbe assumere un peso determinante in vista dei prossimi board delle Banche centrali, arrivando potenzialmente a condizionarne le decisioni. L'agenda sarà particolarmente intensa: PIL e occupazione UE, produzione industriale tedesca, PIL di Giappone e Corea del Sud, bilancia commerciale cinese, inflazione e PPI in Cina, Germania, Messico e Brasile. Negli USA l'attenzione si concentrerà su aspettative inflazionistiche, credito al consumo, PPI e soprattutto CPI, dopo i Non-Farm Payrolls che hanno riportato vicino al 60% la probabilità di un rialzo FED il 16 settembre. In Europa riflettori sulla decisione BCE e sui tre interventi di Christine Lagarde, mentre le indiscrezioni sul suo futuro e su quello di Isabel Schnabel aggiungono una componente politica. Chiuderà la settimana il meeting dei BRICS a New Delhi.

Cosa aspettarsi dal mercato?

La concentrazione di dati macro, aste sovrane e appuntamenti monetari potrebbe determinare una settimana di elevata sensibilità dei mercati, soprattutto da mercoledì. Inflazione e PPI saranno centrali per definire le aspettative sui tassi, con gli USA chiamati a confermare o smentire il segnale arrivato dai Non-Farm Payrolls. Sul fronte obbligazionario, attenzione alle aste di BOT, BTP, Bund e TSY decennali e al GILT britannico, mentre le indicazioni della Bank of Japan sugli acquisti di bond potrebbero influenzare i rendimenti globali. La BCE rappresenterà l'altro snodo fondamentale, non soltanto per la decisione sui tassi ma anche per le crescenti implicazioni politiche legate a Lagarde e Schnabel. Sullo sfondo, il meeting dei BRICS anticiperà alcuni dei temi destinati a emergere nel confronto di fine mese tra Xi Jinping e Donald Trump.

Solitamente sono le settimane caratterizzate dai board delle Banche centrali a rappresentare il principale punto di riferimento per il quadro macroeconomico. In questo caso, tuttavia, sarà la settimana precedente a quei meeting a indirizzare il mercato e, forse, persino le decisioni dei comitati monetari. Ovviamente, nulla sembra essere lasciato al caso. I giorni che ci attendono a partire da lunedì appaiono infatti particolarmente strategici, soprattutto perché precedono le date ufficiali dedicate alla politica monetaria di USA e Giappone, cui il mondo guarda con attesa e apprensione. L'impressione è che si stia cercando di alleggerire le istituzioni da parte del peso delle decisioni e, al tempo stesso, di orientarne le scelte. I governi stanno forse operando un silenzioso golpe sulle Banche centrali?

Al netto di quella che potrebbe apparire una discussione accademica, nonostante Scott Bessent la stia traducendo nella quotidianità concreta (vedi la sezione OBBLIGAZIONARIO), la settimana comincia **lunedì 7 settembre** con due appuntamenti in Europa: prima la produzione industriale in Germania e poi l'indice Lloyds dei prezzi degli immobili nel Regno Unito. A livello di Unione Europea, è attesa la pubblicazione dei dati relativi all'occupazione e al PIL, sia per il terzo trimestre sia su base annua. E mentre la Russia renderà noti i dati sulle riserve estere e il Messico quelli relativi alla produzione e all'export di automobili, attenzione al discorso del ministro delle Finanze britannico, John Healey, a Westminster. Il rendimento del GILT decennale non può rimanere senza risposte ancora a lungo, soprattutto con un nuovo, ennesimo premier in carica.

Martedì 8 settembre si comincia con i dati relativi al PIL di Giappone e Corea del Sud, seguiti dagli indici australiani Westpac e NAB sulla fiducia, rispettivamente, di cittadini e imprese e, soprattutto, dalla pubblicazione della bilancia commerciale della Cina, cui seguiranno anche quelle di Germania e Francia. Primo banco di prova negli USA con le aspettative inflazionistiche dei consumatori e, soprattutto, con le variazioni relative al credito al consumo. A chiudere la giornata, la produzione industriale in Argentina e la fiducia dei consumatori in Spagna.

Mercoledì 9 settembre l'agenda si apre con dati di particolare rilevanza: inflazione e PPI cinesi, seguiti dal dato sugli ordinativi di macchinari industriali in Giappone e, soprattutto, dal bilancio degli acquisti

di bond della Bank of Japan. In calendario anche la produzione industriale in Francia e le aste in Italia e Germania, rispettivamente di BOT a 12 mesi e Bund decennale. Inflazione e PPI anche per il Messico, mentre gli USA andranno in asta con il TSY a 10 anni. Christine Lagarde, inoltre, potrebbe annunciare il suo addio anticipato alla BCE durante un discorso presso la sede della Bundesbank, appuntamento che già oggi è accompagnato da numerosi rumors.

Giovedì 10 settembre si entra nel vivo. In programma il tasso di inflazione in Germania e la produzione industriale in Italia, dove si terrà anche l'asta di BTP, il tutto in attesa dei quasi contemporanei core data in arrivo da Francoforte e Washington: la decisione sui tassi della BCE e l'indice PPI negli USA. Di fatto, la parte più significativa della giornata per i mercati inizierà soltanto alle 14.30.

Venerdì 11 settembre l'intensità degli appuntamenti aumenta ulteriormente. In calendario il dato PPI in Giappone e il PIL nel Regno Unito, che pubblicherà anche la consueta e ampia serie mensile di dati relativi alla produzione industriale e manifatturiera (e alle loro componenti occupazionali), oltre alla decisione sui tassi di interesse in Russia e al tasso di inflazione in Brasile.

L'attenzione si sposterà poi sugli USA, con inflazione e CPI, di fatto il secondo banco di prova rispetto al miracoloso dato sui Non-Farm Payrolls che ha riportato a quasi il 60% la probabilità di un rialzo dei tassi il 16 settembre da parte della FED. Il tutto prima del consueto report dell'Università del Michigan e in contemporanea con un secondo intervento settimanale di Christine Lagarde, cui ne seguirà un terzo dopo sole 24 ore.

Questi ultimi due interventi si terranno nella sua natia Francia e nel pieno di una campagna per le presidenziali caratterizzata dal tema dell'annullamento del debito transalpino detenuto dalla BCE. I due speeches alla Banque Populaire Caisse d'Epargne Group e alla Fête de la Pomme a Épreville-en-Lieuvin, appuntamento dal carattere decisamente più elettorale, potranno quindi fornire indicazioni rilevanti sul futuro dell'attuale numero uno della BCE. Senza contare le voci di addio anche della de facto numero due, Isabel Schnabel, indicata da più parti come prossima alla partenza

verso l'FMI.

Infine, il **weekend del 12-13 settembre** sarà caratterizzato dal meeting dei BRICS a New Delhi, in India. Di fatto, rappresenterà un'anticipazione dei temi che verranno affrontati a fine mese nel faccia a faccia tra Xi Jinping e Donald Trump.
Si prospetta, dunque, una settimana particolarmente intensa, tanto sul fronte macroeconomico quanto su quello della politica monetaria e degli equilibri istituzionali.

Macro

Away
ake

Banche centrali e politica monetaria – La settimana precedente ai board potrebbe indirizzare non soltanto i mercati, ma anche le decisioni dei comitati monetari, alimentando il dibattito sulla crescente influenza dei governi sulle Banche centrali.

Inflazione e PPI sotto osservazione – Cina, Germania, Messico, Brasile, Giappone e soprattutto USA pubblicheranno dati cruciali sui prezzi, destinati a incidere sulle aspettative relative alla futura traiettoria dei tassi.

FED e dati USA – PPI, CPI, aspettative inflazionistiche e credito al consumo rappresenteranno nuovi test dopo i Non-Farm Payrolls, che hanno riportato vicino al 60% la probabilità di un rialzo FED il 16 settembre.

BCE e futuro di Lagarde – Oltre alla decisione sui tassi, saranno centrali i tre interventi di Christine Lagarde, mentre aumentano i rumors su un suo possibile addio anticipato alla BCE e sulla partenza di Isabel Schnabel verso l'FMI.

Obbligazionario e aste sovrane – BOT, BTP, Bund e TSY decennali saranno protagonisti delle aste, mentre resteranno sotto osservazione il GILT britannico e il bilancio degli acquisti di bond della Bank of Japan.

Cina, BRICS e geopolitica – Bilancia commerciale e inflazione cinese precederanno il meeting dei BRICS a New Delhi del 12-13 settembre, considerato un'anticipazione dei temi del confronto di fine mese tra Xi Jinping e Donald Trump.

Macro

Glossario

Board delle Banche centrali — Riunioni degli organi decisionali delle Banche centrali nelle quali vengono definite le principali scelte di politica monetaria, in particolare sui tassi di interesse.

BRICS — Gruppo di economie emergenti nato dall'unione di Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica e successivamente ampliato ad altri Paesi, con l'obiettivo di rafforzare la cooperazione economica, finanziaria e politica.

Bund — Titolo di Stato tedesco a medio-lungo termine. Il Bund decennale è uno dei principali riferimenti per i rendimenti obbligazionari dell'Eurozona.

CPI (Consumer Price Index) — Indice dei prezzi al consumo, utilizzato per misurare l'andamento dell'inflazione attraverso la variazione dei prezzi di un paniere di beni e servizi.

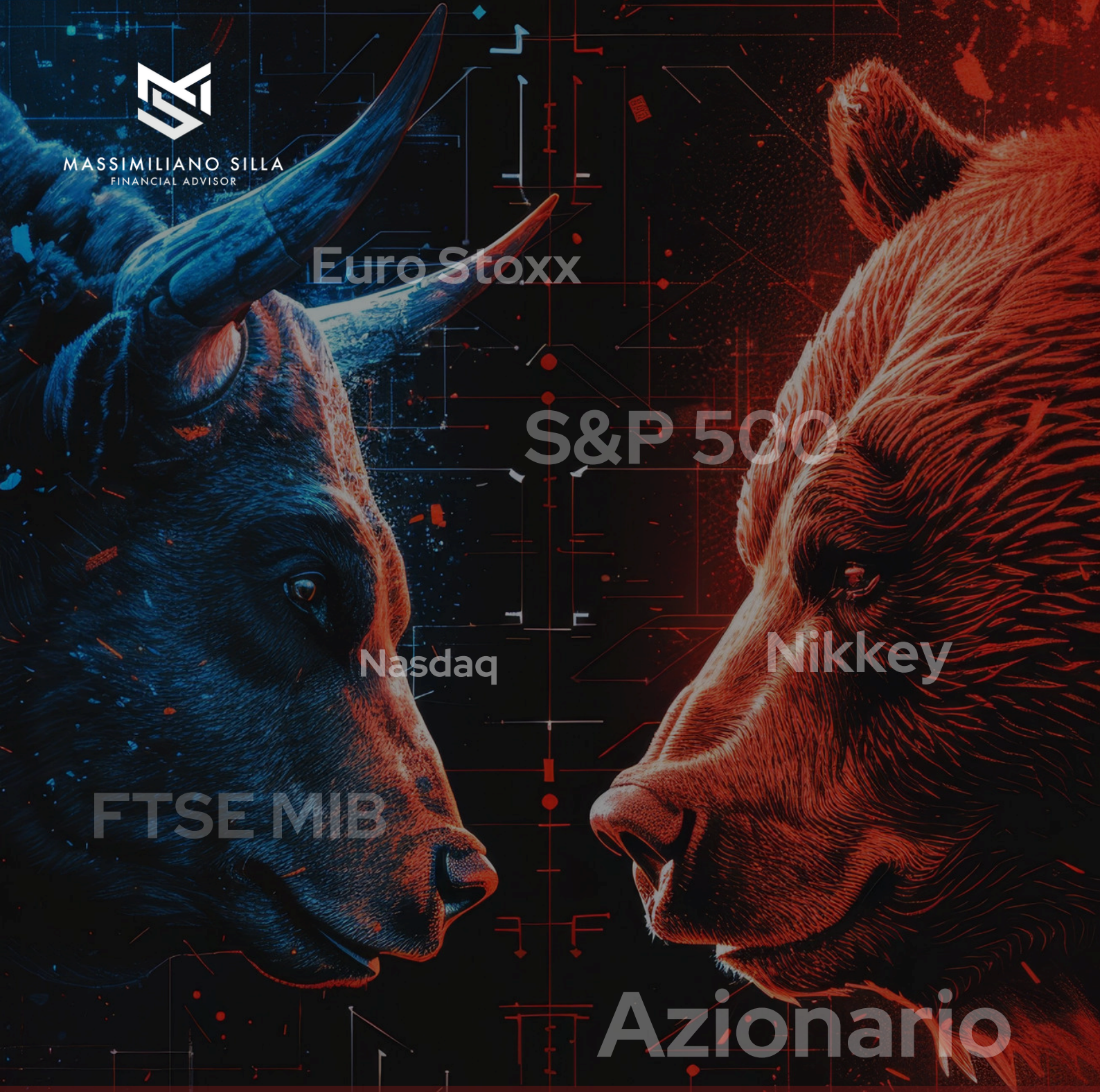
GILT — Titolo di Stato emesso dal Regno Unito. Il rendimento del GILT decennale rappresenta uno dei principali indicatori del costo di finanziamento del governo britannico.

Non-Farm Payrolls (NFP) — Dato mensile sull'occupazione statunitense che misura la variazione del numero di lavoratori dipendenti nei settori non agricoli. È uno degli indicatori più seguiti dalla FED e dai mercati.

PPI (Producer Price Index) — Indice dei prezzi alla produzione, che misura la variazione dei prezzi praticati dai produttori e può fornire indicazioni sulle future pressioni inflazionistiche.

TSY (Treasury) — Abbreviazione utilizzata per indicare i titoli di Stato statunitensi. Il Treasury decennale è uno dei principali riferimenti per i tassi di interesse e i mercati finanziari globali.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

abstract



In sintesi

Astra potrebbe rappresentare un passaggio decisivo nella competizione sull'AI: i progressi nei benchmark AGI rafforzano la tesi secondo cui l'aumento delle capacità dei modelli possa sostenere nuovi investimenti e una domanda crescente di capacità di calcolo. In parallelo, Goldman alza fortemente le stime sulla Physical AI, prevedendo 890.000 umanoidi nel 2030 e 6,5 milioni nel 2035, con logistica, automotive e semiconduttori tra i principali beneficiari. Più fragile il quadro coreano: il retail ha ridotto drasticamente gli acquisti, mentre il KOSPI è sostenuto soprattutto dai buyback di Samsung e SK Hynix, destinati però a esaurirsi. Nel lusso emergono invece segnali di stabilizzazione, con utili attesi in ripresa e valutazioni più interessanti, ma con forti differenze tra aziende e categorie.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Nel comparto AI il sentiment resta favorevole: Astra può riaccendere la narrativa sulla necessità di continuare a investire in infrastrutture, hardware e capacità di calcolo, mentre l'eventuale IPO di Anthropic potrebbe aumentare ulteriormente l'attenzione sul settore. Anche la robotica umanoide conserva un forte potenziale strutturale, soprattutto per logistica, automotive e semiconduttori. Sul KOSPI, invece, sarà cruciale verificare se i flussi esteri riusciranno a compensare il calo del retail e la futura conclusione dei buyback societari: area 7.000 resta una resistenza importante. Nel lusso il quadro appare più costruttivo, ma la ripresa dovrebbe essere graduale e selettiva, con maggiore forza relativa per gioielleria e hard luxury rispetto a moda e soft luxury.

Astra sembra contare, affermava Rich Privorotsky, responsabile del desk Delta-One di Goldman Sachs, in una nota di particolare rilievo pubblicata venerdì mattina. Nella notte SoftBank era balzata di oltre il 10% (come proxy di OpenAI attraverso le sue partecipazioni), mentre Oracle era salita di circa il 5,5%. Tuttavia, i rialzi dei titoli rappresentano probabilmente l'aspetto meno interessante della vicenda.

Ciò a cui il mercato sta realmente reagendo è l'idea che un modello leader abbia compiuto un autentico passo avanti rispetto al gruppo, esattamente il risultato che la tesi rialzista sull'AI auspicava. I punteggi di Astra nei benchmark dell'AGI – dove l'intelligenza artificiale generale supera le capacità umane – danno a OpenAI la fiducia per affermare di aver superato Anthropic sotto alcuni aspetti. Come ha dichiarato il presidente di OpenAI, Greg Brockman, Astra rappresenta un salto generazionale e, alla fine, potrebbe forse essere considerato il momento in cui è arrivata l'AGI.

«Penso che potrebbe essere questo modello», ha dichiarato quando gli è stato chiesto se Astra soddisfacesse quella definizione. Sebbene non esista un test universalmente concordato per l'AGI – e Brockman abbia affermato che lascerà il giudizio finale agli utenti – ha concluso la call con i giornalisti dichiarando: *«Benvenuti nell'era dell'AGI»*.

A implicita conferma del potenziale punto di svolta venutosi a creare, venerdì, dopo la chiusura di Wall Street, Anthropic ha annunciato a sorpresa – attraverso un'esclusiva del Financial Times – la presentazione del prospetto per la sua IPO da oltre 2 trilioni di dollari già per la prossima settimana, specificando come Morgan Stanley sarebbe in pole position per il ruolo di lead-left, mentre Goldman Sachs dovrebbe fungere da agente di stabilizzazione. Anche JPMorgan, Citi e Barclays dovrebbero ricevere ruoli di primo piano. Inoltre, Anthropic si starebbe preparando per un roadshow verso la fine di settembre, circostanza che potrebbe mettere le negoziazioni sulla buona strada per la fine di settembre o l'inizio di ottobre.

Ma un utilizzo più economico è una cosa. Un vero salto di capacità è un'altra.

Come spiegava Privorotsky, quando i modelli diventano significativamente più intelligenti, le aziende non si limitano a utilizzare la stessa quantità di AI a un prezzo inferiore. Individuano nuovi motivi per impiegarla e l'intero quadro della domanda cambia nuovamente. Questo costringe ogni altro laboratorio a inseguire, impedisce che il ciclo di spesa diventi stagnante e rafforza la percezione che esista ancora qualcosa di significativamente migliore verso cui tendere.

Merita attenzione anche un particolare che evidenzia ulteriormente la portata della notizia. Nel prologo, Privorotsky afferma che alcuni suoi commenti sul fatto che il tasso di aumento della domanda di token non tenga il passo con il ritmo del calo dei costi dei token siano stati estrapolati dal contesto. Il suo commento esatto era: *«Più domanda + prezzi più bassi non è automaticamente rialzista se i prezzi scendono più rapidamente di quanto cresca il consumo. A meno che la capacità non continui a compiere salti radicali (guardando te, Astra)... diventano plausibili periodi di eccesso di offerta di capacità di calcolo».*

Venerdì, alla luce di Astra, Privorotsky ha ritenuto necessario chiarire che non si trattasse di una previsione ribassista sull'AI, pur ammettendo e confermando che il comparto hardware sia diventato più economico rispetto agli utili e che sia utile comprendere perché ciò stia accadendo. Tuttavia, come afferma, Astra punta semmai nella direzione opposta rispetto alla tesi centrale:

«...una svolta nell'intelligenza è ciò che fa tornare il desiderio – e la necessità – di continuare a spendere».

L'analista di Goldman conclude osservando che anche il calendario di settembre sembra favorevole piuttosto che ostile. Oracle pubblicherà i risultati la prossima settimana, il circuito delle conferenze è intenso e sono numerosi i punti dai quali implicazioni rialziste possono propagarsi al resto del comparto. L'indicazione che ne deriva rimane quindi fortemente orientata agli acquisti.

HUMANOID: Oltre all'IPO dirompente di Unitree, già in difficoltà mentre gli investitori temono una bolla della robotica umanoide, Goldman ha pubblicato una nota di 80 pagine sulla Physical AI che aumenta drasticamente le previsioni sulle consegne di robot per quest'anno, alla fine del decennio e nel 2035.

Eric Sheridan, managing director e analista azionario per internet/e-commerce presso Goldman, ha portato il suo scenario base a 75.000 spedizioni di umanoidi nel 2026, 890.000 nel 2030 e 6,5 milioni nel 2035, rispetto alle precedenti stime di 51.000, 256.000 e 1,4 milioni. «Stiamo aumentando le nostre previsioni sul mercato dei robot umanoidi. Ora si prevede che il mercato globale raggiungerà circa 890.000 unità entro il 2030 e 6,5 milioni di unità entro il 2035 (rappresentando un'opportunità di mercato da 138 miliardi di dollari)», ha dichiarato Sheridan ai clienti. Ha affermato che il rapporto presenta una serie di conclusioni chiave a sostegno dell'aggiornamento:

1. La logistica e le operazioni di magazzino rappresentano i primi principali adottanti degli umanoidi general-purpose. Le aziende di eCommerce/Retail (come Amazon e Walmart) stanno guidando questa transizione. Stimiamo ~5,6% di leva sul costo totale di servizio di Amazon attraverso l'automazione entro il 2030, che si stima possa generare un risparmio sui costi di ~$72 miliardi e un effetto positivo di ~240 bps sul margine EBIT nella nostra analisi rialzista derivante da una più ampia implementazione della robotica.
2. Sebbene la saldatura delle carrozzerie automobilistiche sia altamente automatizzata, l'assemblaggio finale e lo smistamento dei componenti rimangono manuali. Le case automobilistiche stanno esplorando attivamente gli umanoidi per mitigare le difficoltà legate alla manodopera. In uno scenario in cui le aziende adottano umanoidi (con un prezzo compreso tra $20.000 e $60.000) a un tasso dal 10% al 50%, stimiamo che ciò potrebbe determinare un'espansione del margine operativo dall'1% al 6% su base lorda (sebbene l'effetto netto potrebbe essere inferiore se parte dei risparmi venisse trasferita sotto forma di prezzi dei veicoli più bassi).
3. La mobilità degli umanoidi sta accelerando il passaggio dai Programmable Logic Controllers (PLC) vincolati all'hardware ai PLC virtuali definiti dal software (vPLC).

Si prevede che il mercato dei vPLC cresca del 20% al 30% annuo, mettendo in discussione il tradizionale lock-in hardware-software dei principali incumbent come Siemens, Rockwell Automation e Schneider Electric.

4. La proliferazione degli umanoidi rappresenta un enorme motore strutturale di crescita per la catena di fornitura dei semiconduttori. Il mercato indirizzabile dei semiconduttori (SAM) è stimato a $3.000-$6.000+ per umanoide, comprendendo moduli di calcolo ad alte prestazioni ($1.500–$4.000+), chip analogici/mixed-signal ($750–$1.050+) e memoria edge ($600–$800+).
5. Abbiamo recentemente lanciato Executive Perspectives powered by Goldman Sachs, una nuova iniziativa globale che mira a raccogliere direttamente dalle aziende insight provenienti da tutta la nostra copertura globale. Presentiamo i risultati completi della prima indagine, relativa alla robotica e alla Physical AI, e sottolineiamo che ~40% degli intervistati si aspetta che almeno il 10% dei workflow venga automatizzato entro 3-5 anni con la robotica general-purpose.

Sheridan ha poi sottolineato come l'implementazione della robotica umanoide avverrà inizialmente soprattutto nel settore della logistica. Amazon dispone già di oltre 1 milione di robot in più di 300 siti. Walmart ha automatizzato il trasporto delle merci verso 3.100 negozi negli Stati Uniti e gestisce oltre la metà del volume e-commerce attraverso strutture automatizzate.

Dopo la logistica, si prevede che gli umanoidi saranno ampiamente adottati in tutto il settore automobilistico, poiché i grandi produttori stanno esplorando attivamente gli umanoidi per mitigare le difficoltà legate alla manodopera. Alla luce dell'aggiornamento delle stime, Sheridan ha pubblicato una shopping list delle aziende nella posizione migliore per cogliere il boom della Physical AI **(ROBOTICS_LIST)**. Osservando il più ampio complesso della robotica cinese, il Solactive China Humanoid Robotics Index (BBG: SOLCHRBN) – un paniere di 20 titoli cinesi quotati di aziende attive nella robotica umanoide e nella relativa componentistica – ha raggiunto il picco nel settembre 2025 e da allora ha restituito parte del rialzo della fine dell'estate 2024.

KOSPI: Come scrive Chris Cha di Goldman in una nota, con il mercato più ampio che appare fiacco, è importante prestare attenzione alle dinamiche dei flussi sottostanti. E quando si parla della Corea del Sud, nel corso di agosto – un mese relativamente tranquillo dopo le forti oscillazioni legate allo scoppio della bolla di luglio – abbiamo assistito a un chiaro cambiamento nel comportamento del retail, passato dall'acquisto aggressivo sui ribassi alla presa di profitto in pareggio sui rialzi minori.

Nel frattempo, sono stati i massicci riacquisti azionari da parte di Samsung Electronics e SK Hynix a fornire un sostegno rilevante al mercato ma, come avverte Goldman, il monitoraggio del run-rate della banca mostra che questo floor potrebbe venir meno tra la fine di settembre e la metà di ottobre.

Questo sposta l'attenzione direttamente sugli afflussi esteri e sulla forza valutaria del Won come principali fattori di oscillazione per il prossimo movimento direzionale. Di seguito riportiamo un estratto dell'analisi dettagliata del desk di Goldman e delle principali linee guida tattiche.

Crollo dell'attività retail

La robusta domanda retail che ha alimentato il rally del KOSPI nella prima metà dell'anno si è arrestata. Dopo il pullback dell'indice a fine luglio, gli acquisti netti retail sono crollati del 90% MoM in agosto, a KRW5.4tn rispetto a KRW54.5tn di giugno. Inoltre, come riportato in precedenza, la bolla degli ETF a leva è ormai chiaramente scoppiata, anche in conseguenza dei requisiti necessari per ottenere i permessi per operare con la leva, che hanno limitato l'accesso di una parte degli investitori orientati al momentum.

Secondo Cha di Goldman, le ragioni alla base di questo significativo calo del sostegno retail all'indice potrebbero essere spiegate da:

Cambiamento comportamentale: il comportamento del retail sembra essere passato dall'acquisto aggressivo sui ribassi all'evitamento delle perdite e alla vendita in pareggio sui rialzi.

Fascia di trading: il comportamento del retail all'interno di un range sta limitando il rialzo del mercato. Goldman ha osservato acquisti retail sistematici sotto KOSPI 6,500 e un rapido disimpegno retail quando l'indice tenta di spingersi sopra 7,000.

Drenaggio di liquidità: i depositi degli investitori nei conti di intermediazione sono scesi sotto KRW 100tn per una settimana, segnalando una liquidità retail limitata. I titoli locali segnalano inoltre che, a ieri, i saldi dei depositi a termine presso le 5 principali banche commerciali del Paese sono saliti sopra KRW1,000tn per la 1a volta, con i depositi aumentati di KRW55.83tn a luglio e agosto, suggerendo una fuga verso asset rifugio.

I riacquisti societari sostengono il mercato, per ora

Non è stato solo il retail: ad agosto, anche gli investitori stranieri e le istituzioni locali hanno venduto KOSPI su base netta. In altre parole, tutte le principali categorie di investitori hanno ridotto l'esposizione alle azioni coreane. Chi comprava, dunque? A detta di Goldman, i principali acquirenti netti del mese sono stati i soggetti denominati come Altre società, categoria che si traduce in riacquisti societari (principalmente Samsung & Hynix).

Questo, avverte Cha, rappresenta un elemento di criticità perché, sebbene le finestre di esecuzione dei riacquisti di questi due titoli large-cap terminino rispettivamente il 21 novembre e il 19 novembre, a causa della velocità di esecuzione anticipata, i calcoli del run-rate delle quote suggeriscono che i loro riacquisti probabilmente termineranno intorno a metà ottobre. Ciò sposterà nuovamente il sostegno del mercato secondario verso i normali flussi istituzionali, che ai prezzi attuali sono chiaramente assenti.

Flussi netti esteri fondamentali da qui in avanti

Con il crollo dei flussi retail e la prossima fine dei riacquisti societari, i flussi netti esteri rimangono la variabile strutturale chiave per la performance del KOSPI nella seconda metà dell'anno.

Decelerazione dei deflussi: le vendite nette estere hanno rallentato negli ultimi 2 mesi. Dopo aver venduto netti KRW44.7tn e KRW48.6tn rispettivamente a maggio e giugno, hanno venduto netti KRW9.9tn e KRW10tn a luglio e agosto.

FX favorevole: il won coreano si è apprezzato del 12.9% dal suo picco di metà anno (KRW1,561.50 a KRW1,359.15). Nonostante il recente disaccoppiamento della correlazione tra USD/KRW e KOSPI, si tratta comunque di un contesto valutario più favorevole per la riallocazione globale degli asset verso le azioni domestiche.

Per inciso, tutte queste dinamiche erano visibili nella sessione di giovedì, quando il KOSPI ha mantenuto i guadagni nella mattinata ma ha registrato un forte calo nel tardo pomeriggio insieme alle altre regioni, apparentemente spinto da titoli che indicavano un'escalation delle tensioni geopolitiche. Sebbene l'indice sia infine rimbalzato per chiudere marginalmente più in alto +26bps, non è comunque riuscito a tornare sopra quota 6.600.

I flussi hanno fornito indicazioni poco rassicuranti **(KOSPI_BUYBACKS):** gli stranieri e le istituzioni locali hanno venduto congiuntamente su base netta per il quinto giorno consecutivo, mentre anche gli investitori retail hanno chiuso come venditori netti (tutte vendite concentrate nel Tech -$454mn/-$450mn/-$237mn). Nel frattempo, l'afflusso delle Altre società, ovvero i riacquisti, ha continuato a sostenere l'indice, estendendo una striscia di 12 giorni di acquisti netti sul KOSPI (+$1.2bn nella giornata di giovedì scorso soltanto, di cui >98% in Samsung e SK Hynix).

Tenendo conto di tutto ciò, ecco la Strategia e linee guida di esecuzione di Goldman, ovvero come la banca intende fare trading sul KOSPI:

Sfumare la resistenza vicino a 7,000: aspettarsi venti contrari guidati dai flussi intorno a KOSPI 7,000 (+6.7% dalla chiusura del 3 settembre), spinti dal comportamento retail di vendita in pareggio.

Prepararsi alla volatilità post-riacquisti: posizionare i portafogli per potenziali cambiamenti di liquidità a ottobre, quando l'attività di riacquisto societario si concluderà.

Monitorare i flussi tech esteri: seguire la rotazione dei flussi esteri nuovamente verso i leader dei semiconduttori, sfruttando l'attuale forza del won e la stabilizzazione delle vendite nette estere.

Quanto alle conseguenze dello scoppio della bolla coreana, tra i principali beneficiari potrebbero figurare gli investitori in crypto. Bitcoin ha infatti accelerato mentre il KOSPI e i titoli della memoria arretravano. Gli investitori coreani difficilmente possono sostenere contemporaneamente un'esposizione significativa a molteplici dinamiche speculative basate sul momentum. In questo contesto, Bitcoin sembra essere tornato a intercettare una parte di questi flussi.

LUXURY: Possedere titoli del lusso è diventato quasi un'operazione contrarian, ma i segnali che la fiducia dei consumatori e la crescita degli utili stiano toccando il fondo lasciano intravedere un certo sollievo per il settore, duramente penalizzato. I titoli europei del lusso hanno sottoperformato il mercato più ampio fino al 25% fino a maggio, quando si sono stabilizzati. Tuttavia, i rally di sollievo sono stati brevi e i titoli restano tra i segmenti più deboli. Una ripresa delle vendite si è fatta attendere, lasciando i titoli dei beni di consumo in generale depressi, insieme al sentiment degli acquirenti. Gli sforzi di stimolo in Cina non sono riusciti a innescare una ripresa, né a livello nazionale né all'estero, per un settore che fatica ancora a superare gli effetti della guerra con l'Iran **(LUXURY)**.

È interessante notare che, quando la fiducia dei consumatori è ai minimi, come di recente, i gruppi del settore dei consumi tendevano a sovraperformare nei 12 mesi successivi, hanno affermato gli strategist di JPMorgan Chase & Co. guidati da Mislav Matejka. Segnalano che il lusso tende a essere tra i settori che registrano le performance migliori in tali contesti: «In termini generali, i titoli ciclici dei consumi restano in una fase particolarmente complessa, con profit warning e indicazioni prudenti, ma potrebbero registrare una performance migliore in futuro».

Il settore europeo del lusso ha sovraperformato il mercato più ampio del 9% e del 12% in media dopo un minimo dell'University of Michigan Consumer Sentiment Index, hanno affermato gli strategist. Sono sovrappesati sul settore a livello globale, una posizione basata sui potenziali wealth effects futuri. Vedono la Corea diventare un motore di crescita, con vendite al dettaglio così forti che questo mercato rappresenta ora un'esposizione maggiore rispetto al Medio Oriente. Nel frattempo, la domanda cinese dovrebbe iniziare a migliorare con la stabilizzazione del contesto macroeconomico.

La crescita degli utili è rimasta contenuta per circa due anni, soprattutto rispetto al mercato più ampio. Tuttavia, questa tendenza sta finalmente mostrando segnali che il peggio sia passato e le stime sugli utili indicano ora una ripresa. «Se qualcuno non ha alcuna esposizione al lusso, può essere un'idea iniziare ad accumulare», ha affermato Christina Carlsten, senior fund manager presso Banque Piguet Galland, secondo la quale si tratta di un'operazione anti-consensus. È quindi una strategia rivolta a investitori di lungo periodo e potrebbe richiedere tempo **(LUXURY1).**

Detto questo, qualsiasi ripresa potrebbe essere fragile. L'attenzione è recentemente tornata sulla Cina, dopo dati sulle importazioni più deboli e timori di un rallentamento degli acquisti a luglio e agosto, dato l'aumento della tassazione sulla ricchezza offshore. «I dati di settore che monitoriamo mostrano che, su una media ponderata per regione, i dati globali sul lusso indicano un rallentamento di tre punti percentuali nel terzo trimestre 2026 fino a oggi rispetto al secondo trimestre, e questo non include ancora settembre, che presenta il confronto più difficile», hanno affermato gli analisti di Bank of America Corp. guidati da Ashley Wallace.

Il team di BofA ha aggiunto che il rallentamento è stato più evidente negli Stati Uniti, in Giappone, Corea e Macao, che erano i mercati più forti nel secondo trimestre, mentre il turismo nell'Unione Europea sta tenendo meglio. Hanno giudizi buy su titoli tra cui LVMH SE, Hermès International SCA e Richemont SA, aggiungendo che la ripresa della domanda di lusso sarà progressiva, anziché lineare.

Dal punto di vista delle valutazioni, il settore è tornato vicino alla sua media decennale, scambiando a un rapporto prezzo/utili prospettico di circa 25. Uno sguardo più ravvicinato mostra alcune importanti divergenze.

LVMH, per esempio, tratta ora con uno sconto del 25% rispetto ai suoi concorrenti, al limite superiore dell'intervallo decennale, il che la rende tra i titoli più economici del settore.

Ciò giustifica un approccio selettivo. Gli investitori hanno smesso di premiare la diversificazione e ora preferiscono storie di ripresa e trend specifici. Per esempio, il diffuso pessimismo tra le famiglie si riflette anche nel fatto che i consumatori che continuano ad acquistare articoli di lusso hanno mostrato una preferenza per orologi e collane rispetto a borse e abbigliamento.

Un paniere di BofA che segue i titoli del lusso hard ha sovraperformato il suo equivalente del lusso soft di oltre 40 punti percentuali dall'inizio di aprile, riflettendo trend degli utili più solidi per i nomi della gioielleria durante la guerra. Di conseguenza, Pandora A/S e Richemont, proprietaria di Cartier, sono tra i migliori performer del lusso nel 2026, mentre i colossi della moda LVMH e Hermès hanno sottoperformato il resto del settore, in calo rispettivamente del 30% e del 27% **(LUXURY2).**

La gioielleria rimane una delle categorie più interessanti del lusso, combinando una crescita superiore, una minore penetrazione del lusso, un maggiore potere di determinazione dei prezzi e una maggiore profondità di prezzo rispetto alla maggior parte delle categorie di beni di lusso personali, hanno scritto gli analisti di Bernstein Luca Solca e Maria Meita. Ciò sostiene il caso di Richemont e gli investitori continuano a sottovalutare la misura in cui la società è strutturalmente avvantaggiata rispetto al più ampio settore del lusso, affermano gli analisti.

Exhibit 3: Select stocks positioned to benefit from physical AI/robotics and humanoids theme

Select stocks positioned to benefit from physical AI/robotics and humanoids theme					
Ticker	Company name	Rating	12 month price target	Current stock price	Upside/downside
AMZN	Amazon	Buy	$375.00	$266.43	40.7%
ADI	Analog Devices	Buy	$480.00	$361.78	32.7%
002594.SZ	*BYD	Buy	Rmb137.00	Rmb92.32	48.4%
1211.HK	*BYD	Buy	HK$134.00	HK$91.95	45.7%
6383.T	Daifuku	Buy	¥9,300.00	¥5,745.00	61.9%
HSAI	Hesai	Buy	$31.00	$17.42	78.0%
2525.HK	Hesai	Buy	HK$30.00	HK$17.35	72.9%
204320.KS	HL Mando	Buy	₩109,000.00	₩50,300.00	116.7%
012330.KS	*Hyundai Mobis	Buy	₩710,000.00	₩450,500.00	57.6%
2577.HK	InnoScience	Buy	HK$114.00	HK$46.28	146.3%
300124.SZ	*Inovance	Buy	Rmb92.90	Rmb62.05	49.7%
JBL	Jabil	Buy	$482.00	$301.45	59.9%
002600.SZ	Lingyi	Buy	Rmb21.20	Rmb12.47	70.0%
6479.T	MinebeaMitsumi	Buy	¥5,500.00	¥3,401.00	61.7%
NVDA	Nvidia	Buy	$300.00	$217.55	37.9%
NXPI	NXP	Buy	$325.00	$223.58	45.4%
ON	ON Semiconductor	Neutral	$95.00	$72.61	30.8%
RRX	Regal Rexnord	Buy	$240.00	$157.43	52.4%
6723.T	Renesas Electronics	Buy	¥5,500.00	¥3,417.00	61.0%
108490.KQ	Robotis	Buy	₩630,000.00	₩242,000.00	160.3%
2050.HK	Sanhua-A	Buy	HK$40.00	HK$25.64	56.0%
002050.SZ	Sanhua-H	Neutral	Rmb38.60	Rmb36.17	6.7%
SCHN.PA	Schneider Electric	Buy	€ 352.00	€ 301.75	16.7%
002472.SZ	Shuanghuan Driveline	Buy	Rmb45.50	Rmb35.70	27.5%
SIEGn.DE	Siemens AG	Buy	€ 319.00	€ 289.85	10.1%
TSLA	Tesla	Neutral	$360.00	$348.75	3.2%
TXN	Texas Instruments	Sell	$225.00	$258.64	(13.0%)
7203.T	Toyota Motor	Buy	¥3,900.00	¥3,116.00	25.2%
WMT	Walmart	Buy	$130.00	$103.09	26.1%
1810.HK	Xiaomi	Buy	HK$39.00	HK$27.82	40.2%
XPEV	Xpeng	Buy	$18.00	$11.53	56.1%
9868.HK	Xpeng	Buy	HK$69.00	HK$44.82	53.9%

*Companies on the Conviction List (CL). Price targets are for a 12-month timeframe; current stock prices as of market close on August 28th

Source: Goldman Sachs Global Investment Research, FactSet

Immagine ROBOTICS_LIST - **Fonte** Goldman Sachs

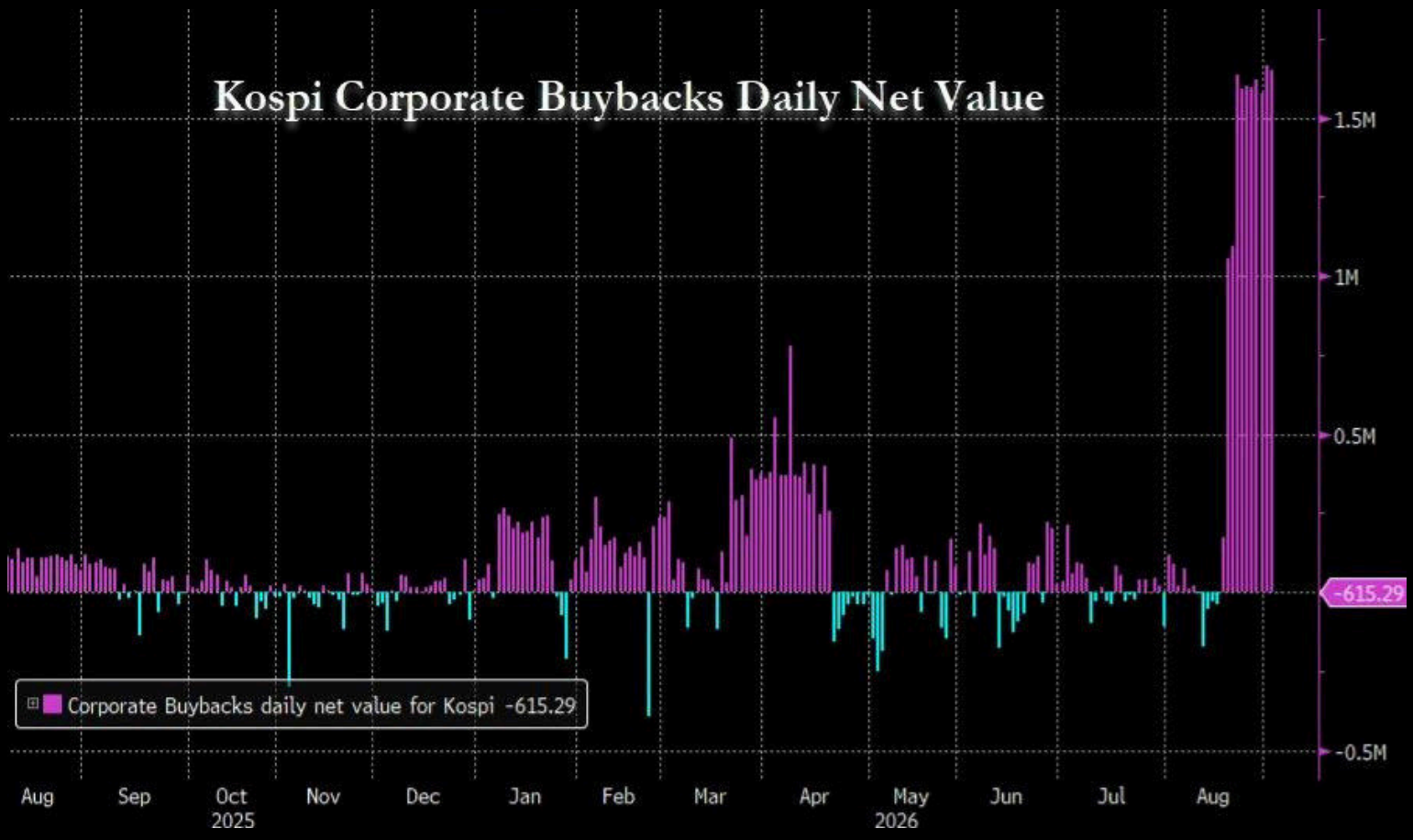


Immagine KOSPI_BUYBACKS - **Fonte** Zerohedge



Immagine LUXURY - **Fonte** Bloomberg

Luxury Stocks Show Major Divergence Again

Most stocks have upside potential according to analysts estimates

Name	Forward P/E	EV/Ebitda	YTD change	Upside to PT
Pandora	16.2	6.6	21%	-4%
Ferragamo	67.8	12.5	14%	-3%
Richemont	25.8	13.8	10%	+13%
Swatch	29.5	16.7	9%	-7%
Prada	13.7	7.7	-10%	+19%
Brunello Cucinelli	34.7	15.4	-12%	+20%
Moncler	18.4	11.3	-15%	+32%
Burberry	23.2	9.3	-16%	+20%
Kering	28.3	14.7	-17%	+18%
Hermes	31.8	20.8	-27%	+23%
LVMH	**18.3**	**10.8**	**-30%**	**+27%**
MSCI Europe Luxury	21.6	11.6	-14%	+19%

Note: Upside to PT is current price versus average analyst price target consensus tracked by Bloomberg

Source: Bloomberg

Bloomberg

Immagine LUXURY 1 - **Fonte** Bloomberg

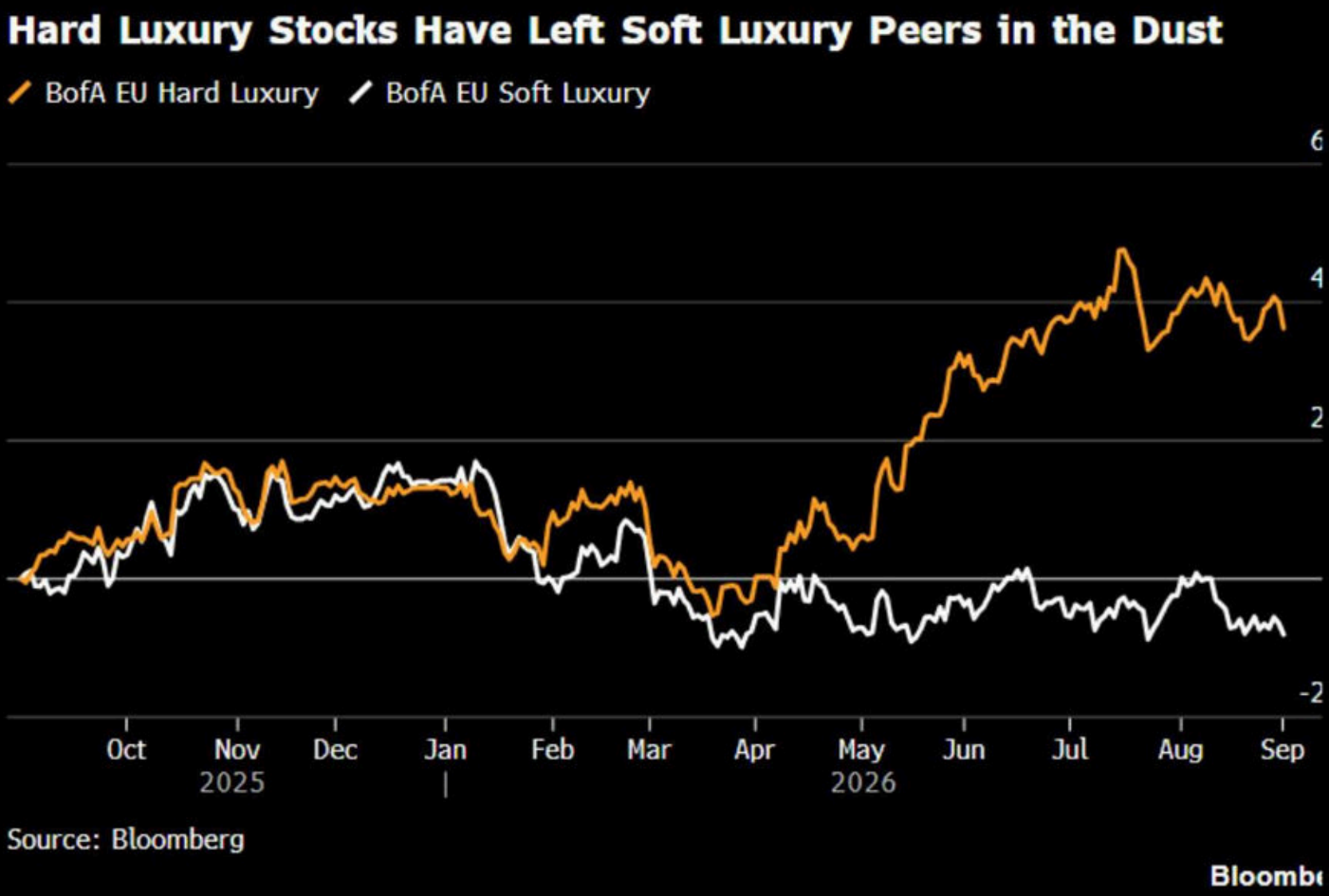


Immagine LUXURY 2 - **Fonte** Bloomberg

Astra e svolta nell'AI – I progressi del nuovo modello di OpenAI nei benchmark AGI rafforzano l'idea che un salto qualitativo nelle capacità possa sostenere una nuova fase di domanda e investimenti nell'intelligenza artificiale.

Anthropic e possibile IPO – L'ipotesi di una quotazione da oltre 2 trilioni di dollari, con Morgan Stanley, Goldman Sachs, JPMorgan, Citi e Barclays coinvolte, rappresenterebbe un passaggio rilevante per la valorizzazione del settore AI.

Physical AI e robotica umanoide – Goldman ha rivisto fortemente al rialzo le stime sulle consegne di umanoidi, indicando logistica, automotive, semiconduttori e automazione industriale come principali aree di sviluppo strutturale.

KOSPI e indebolimento del retail – In Corea del Sud gli acquisti retail sono crollati, mentre il comportamento degli investitori è passato dall'acquisto sui ribassi alla vendita sui rialzi, limitando il potenziale del mercato.

Buyback e flussi esteri sul mercato coreano – Samsung Electronics e SK Hynix stanno sostenendo il KOSPI attraverso massicci riacquisti, ma il loro progressivo esaurimento rende i flussi esteri e la forza del won variabili decisive per i prossimi mesi.

Lusso europeo: segnali di stabilizzazione – Il settore mostra primi segnali di recupero grazie a valutazioni più interessanti e aspettative di ripresa degli utili, ma con un quadro ancora fragile e una preferenza relativa per gioielleria e hard luxury rispetto a moda e soft luxury.

AGI (Artificial General Intelligence) – Intelligenza artificiale generale: forma di AI capace, in teoria, di svolgere un'ampia varietà di compiti cognitivi a livelli comparabili o superiori a quelli umani, senza essere specializzata in una singola attività.

Benchmark AGI – Test standardizzati utilizzati per misurare e confrontare le capacità dei modelli di intelligenza artificiale su ragionamento, apprendimento e risoluzione di problemi complessi.

bps (Basis Points) – Punti base. Unità utilizzata in finanza per esprimere variazioni percentuali: 100 bps equivalgono a 1 punto percentuale.

Buyback – Riacquisto da parte di una società delle proprie azioni sul mercato. Può ridurre il numero di titoli in circolazione e contribuire a sostenerne il prezzo.

Contrarian / Anti-consensus – Strategia d'investimento che assume una posizione diversa o opposta rispetto all'opinione prevalente del mercato, puntando sul fatto che le aspettative dominanti possano rivelarsi eccessive.

Delta-One – Attività di trading su strumenti finanziari il cui valore tende a muoversi in modo pressoché lineare rispetto all'attività sottostante, come azioni, ETF, futures e alcuni derivati.

EBIT – Earnings Before Interest and Taxes: risultato operativo di un'azienda prima di interessi e imposte. Il margine EBIT misura tale risultato in rapporto ai ricavi.

Floor – Livello di prezzo o area di mercato che agisce come sostegno, limitando almeno temporaneamente ulteriori ribassi.

General-purpose – Riferito a tecnologie o robot progettati per svolgere molteplici attività differenti, anziché essere specializzati in un singolo compito.

Hard luxury / Soft luxury – Distinzione tra beni di lusso "duri", soprattutto gioielli e orologi, e beni "morbidi", come abbigliamento, borse e altri prodotti di moda.

Lead-left – Banca d'investimento che assume il ruolo principale nell'organizzazione e nel collocamento di un'IPO, coordinando le altre istituzioni coinvolte nell'operazione.

Lock-in hardware-software – Dipendenza da un determinato ecosistema tecnologico che rende difficile o costoso per un cliente passare a hardware o software di un altro fornitore.

Momentum – Strategia o dinamica di mercato basata sulla tendenza di un titolo o indice a proseguire, almeno temporaneamente, nella direzione del

movimento di prezzo già in corso.

Physical AI – Applicazione dell'intelligenza artificiale a sistemi capaci di interagire con il mondo fisico, come robot umanoidi, veicoli autonomi e macchinari intelligenti.

PLC / vPLC – I Programmable Logic Controllers sono dispositivi utilizzati per controllare e automatizzare macchinari industriali. I virtual PLC (vPLC) trasferiscono parte di queste funzioni dall'hardware dedicato al software.

Proxy – Titolo o strumento utilizzato come esposizione indiretta a un'azienda, settore o fenomeno al quale non è possibile o conveniente investire direttamente.

Roadshow – Serie di incontri organizzati prima di un'IPO durante i quali management e banche presentano la società ai potenziali investitori istituzionali.

Run-rate – Proiezione del ritmo futuro di un'attività sulla base della velocità osservata nel periodo corrente; nel testo viene utilizzato per stimare quando potrebbero terminare i programmi di buyback.

SAM (Serviceable Addressable Market) – Porzione del mercato complessivo effettivamente raggiungibile da una determinata tecnologia o prodotto; nel testo indica il valore potenziale dei semiconduttori necessari per ciascun robot umanoide.

Token – Unità elementare di testo elaborata da un modello di AI. Il numero e il costo dei token sono importanti per misurare l'utilizzo e i costi operativi dei modelli.

Wealth effect – Effetto per cui l'aumento del valore del patrimonio, ad esempio azioni o immobili, tende a rafforzare la fiducia e la propensione alla spesa dei consumatori.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

La prossima fase del boom dell'AI potrebbe premiare maggiormente l'Asia e le società a monte della catena del valore rispetto alle Mag7 e agli hyperscaler USA, penalizzati da valutazioni elevate, crescente capex e pressioni sul free cash flow. Semiconduttori, raffreddamento, componentistica, metalli e terre rare diventano quindi centrali. Sul fronte obbligazionario, la crescente preferenza del Tesoro USA per i Bills rischia invece di trasformarlo in una sorta di Banca centrale parallela, aumentando la liquidità ma rendendo il bilancio pubblico più sensibile ai tassi a breve e limitando potenzialmente l'autonomia della Fed.

Cosa aspettarsi dal mercato?

I mercato potrebbe ampliare il trade sull'AI oltre i grandi titoli tecnologici USA, favorendo Asia, semiconduttori, infrastrutture, minerari e materiali critici. Negli USA, l'attenzione sarà sul prossimo CPI e soprattutto sulla gestione della liquidità da parte della Fed. Un'eventuale riduzione del portafoglio SOMA, insieme alle nuove emissioni del Tesoro, aumenterebbe fortemente l'offerta di Treasury da assorbire, con possibili tensioni sul repo. La Fed potrebbe rispondere abbassando l'IORB, tollerando maggiore volatilità dei tassi overnight o ampliando l'utilizzo della Standing Repo Operation. Il punto decisivo sarà capire dove confluirà la liquidità bancaria eventualmente liberata dalle riserve presso la Fed.

Emmanuel Sharef, manager che supervisiona il flagship Balanced Income and Growth Fund di Pacific Investment Management Co., ha illustrato a Bloomberg come la prossima fase del boom dell'intelligenza artificiale potrebbe concentrarsi sulle azioni asiatiche e, più in generale, al di fuori degli Stati Uniti.

I clienti facoltosi di Taiwan, Hong Kong, Singapore e della Cina continentale hanno registrato consistenti afflussi nel fondo da 19 miliardi di dollari, che ha sovraperformato il 97% dei suoi omologhi negli ultimi tre anni. Il fondo è sottopesato sulla maggior parte degli hyperscalers e dei membri delle Mag7, poiché il forte incremento delle spese in conto capitale per l'AI aumenta l'indebitamento, esercita pressione sul free cash flow, alimenta i timori sul credito e rende molto più difficile giustificare valutazioni già estremamente elevate.

«Al momento siamo sottopesati sulla maggior parte degli hyperscaler e siamo sottopesati sulla maggior parte dei Mag seven, semplicemente date le loro valutazioni elevate», ha dichiarato Sharef alla testata all'inizio della scorsa settimana. E ancora: «Non è necessariamente obbligatorio possedere le azioni più costose per cogliere un particolare tema o una particolare tendenza di mercato».

Il fondo 60/40 Balanced Income and Growth si è spostato ulteriormente lungo la catena di approvvigionamento verso le società che producono componenti destinati ai data center ed è diventato sovrappesato sull'Asia, dove individua una crescita degli utili più robusta, valutazioni più convenienti e una maggiore esposizione alle società che dovrebbero essere considerate componenti fondamentali nella costruzione di un data center.

Questa infrastruttura comprende componenti per semiconduttori, sistemi di raffreddamento, interconnessioni via cavo, apparecchiature ottiche, alimentatori, macchinari per l'edilizia e metalli industriali.

«Lo sviluppo della spesa in conto capitale per l'AI è enorme. Implicherà una domanda significativa di componenti per semiconduttori per i chip, apparecchiature di raffreddamento, interconnessioni via cavo, apparecchiature ottiche, alimentatori, attrezzature per l'edilizia, metalli, tutte le cose che servono per costruire un data center», ha proseguito Sharef.

La quota azionaria del 60% del fondo ha acquisito esposizione all'AI lo scorso anno investendo miliardi di dollari in società come Samsung Electronics, SK Hynix e Taiwan Semiconductor Manufacturing. Sharef ha inoltre evidenziato un tema che stiamo sviluppando: l'importanza dell'esposizione alle società minerarie e dei materiali legate alla costruzione dei data center e alle catene di approvvigionamento globali delle terre rare.

«Le società cinesi di estrazione di risorse e di materiali sono piuttosto importanti, non solo per lo sviluppo dei data center ma anche per le terre rare», ha sottolineato, invitando a considerare il trade sull'AI come, in ultima analisi, vincolato dall'accesso agli input fisici necessari per costruire chip, data center e infrastrutture energetiche.

Le terre rare e gli altri materiali critici stanno diventando una componente cruciale del prossimo trade sull'AI, mentre i fornitori cinesi limitano alcune spedizioni verso gli Stati Uniti e le aziende statunitensi accelerano gli sforzi per assicurarsi fonti alternative al di fuori della portata di Pechino.

La conclusione della conversazione di Sharef con Bloomberg è chiara: i prossimi vincitori dell'AI saranno al di fuori degli Stati Uniti, soprattutto in Asia.

UNA FED COMMISSARIATA?

La preferenza del Tesoro per il finanziamento tramite Bills lo sta avvicinando, di fatto, al ruolo di emittente di moneta della Banca centrale, lasciando l'intero bilancio dello Stato sensibile al tasso overnight? La stabilità dei mercati e il rendimento reale di azioni e obbligazioni risultano esposti a rischi maggiori?

Fu Paul McCulley di Pimco a coniare il termine shadow bank nell'agosto 2007 per descrivere i finanziatori che creavano credito al di fuori del sistema bancario, oltre l'autorità di vigilanza diretta della Federal Reserve. La Fed si trova ora ad affrontare un problema più ampio: il Tesoro assomiglia sempre più a una Banca centrale ombra. Di fatto, sta emettendo passività che costituiscono quasi dei sostituti della moneta della Banca centrale, oltre a svolgere operazioni assimilabili alla politica monetaria e alla stabilità finanziaria (riacquisti), entrando nel campo di competenza della Fed. E lo fa non soltanto al di fuori dell'autorità della Banca centrale, ma di fatto superandone il ruolo.

Il Tesoro ha chiarito la propria preferenza per limitare qualsiasi aumento delle emissioni di debito a più lunga scadenza e lasciare che siano i Bills ad assorbire le variazioni del finanziamento. Questi ultimi si collocano al di sopra del tetto ufficioso preferito dal Tesoro del 20% del debito totale in essere, attestandosi al 22,7%, o al 24,1% se escludiamo i Bills detenuti dalla Fed. È prevedibile che questa quota aumenti con l'ampliarsi del deficit fiscale.

Dal punto di vista del Tesoro, emettere più Bills presenta diversi vantaggi: consente di attingere a un'ampia base di moneta che opera in un ecosistema a bassa duration; offre generalmente un rendimento inferiore rispetto al debito a più lunga scadenza; sottrae meno fondi ai depositi bancari a maggiore velocità di circolazione, che sostengono gli asset rischiosi e la spesa nell'economia; evita un'aperta repressione finanziaria (sebbene i maggiori riacquisti del Tesoro rappresentino un chiaro passo in questa direzione).

Dal punto di vista degli altri operatori, tuttavia, la situazione è tutt'altro che ottimale. È probabile che il Tesoro, agendo come una Banca centrale parallela, determini una maggiore instabilità finanziaria, perché compromette l'indipendenza della Fed e lascia il bilancio dello Stato altamente sensibile al tasso di policy amministrato. I governi sono intrinsecamente inflazionistici. La tentazione di prendere denaro in prestito senza limiti per comprare voti è troppo forte e questo principio è alla base della moderna Banca centrale: frenare l'inflazione imponendo disciplina sull'offerta di moneta.

Una maggiore liquidità esercita pressione al rialzo sui prezzi degli asset, aumentando il wealth effect e comprimendo artificialmente il costo del capitale. Allo stesso tempo, tuttavia, contribuisce anche all'aumento del livello generale dei prezzi. Si ripropone quindi il problema del rapporto causale con l'inflazione e, soprattutto, della sua possibile interpretazione come giustificazione delle dinamiche in atto.

Inoltre, con una quota maggiore del debito pubblico legata ai tassi a breve termine, la Fed risulta ostacolata nell'eventuale attuazione di una politica di rialzo, poiché questa determinerebbe un inasprimento fiscale automatico, sottoponendo la Banca centrale a pressioni politiche affinché non proceda con l'inasprimento.

Il rischio è che la Fed non sia più in grado di definire la politica monetaria in modo ottimale per raggiungere il proprio mandato sull'inflazione, mentre l'emissione di Bills continua ad aumentare. Resta quindi da chiedersi se questo debba essere considerato esclusivamente un rischio o possa, almeno in parte, rappresentare un obiettivo.

Inoltre, poiché un'offerta aggiuntiva rende i Bills più convenienti, i fondi del mercato monetario escono dal repo, aumentando la probabilità di tensioni sul finanziamento, soprattutto quando, come avviene attualmente, il totale delle riserve più la dimensione della struttura RRP rispetto al PIL è relativamente basso. Tutto ciò aumenta il rischio connesso al profilo di indebitamento del governo, perché, anche se il Tesoro emette meno debito a più lunga scadenza, potrebbe comunque finire per pagare di più qualora il premio a termine aumentasse significativamente.

La Fed di Warsh si trova dunque di fronte a un progressivo ridimensionamento della propria autonomia? In parte. Ciò che apparentemente spinge Bessent a forzare la situazione potrebbe infatti configurarsi come una strategia volta a sollecitare una reazione della Banca centrale e a indurre Warsh a riaffermarne il ruolo. In presenza di un programma di buybacks ormai ampliato e già predisposto, la Fed potrebbe quindi assumerne direttamente il controllo. È precisamente ciò a cui aspira il Tesoro.

E se la Fed vuole realmente ridurre il portafoglio SOMA da 6,7 trilioni a 3,0 trilioni, circa 3 trilioni di titoli sarebbero potenzialmente pronti a entrare sul mercato. Se a questi si aggiungono circa 2 trilioni l'anno di nuove emissioni, emerge la dimensione dell'offerta che il mercato sarebbe chiamato ad assorbire.

Quando le nuove emissioni e la riduzione del bilancio superano la capacità del mercato di assorbire l'offerta, si determinano pressioni sul finanziamento e una maggiore volatilità proprio sul mercato repo precedentemente descritto. Pertanto, se la Fed ridurrà le dimensioni del portafoglio SOMA, come nelle intenzioni di Kevin Warsh, dovrà adottare politiche in grado di favorire l'assorbimento dell'offerta di Treasury.

1. Abbassare l'IORB (Interest On Reserve Balances). Il tasso è fissato al 3,65%, che è un tasso di mercato. Se la Fed lo portasse al di sotto del limite inferiore dell'intervallo obiettivo dei Fed Funds, le banche avrebbero un maggiore incentivo a minimizzare la propria liquidità presso la Fed e a trasferirne una quota maggiore sul mercato.
2. Tollerare maggiori pressioni sul finanziamento e una maggiore volatilità nel mercato repo. Ciò implicherebbe accettare che i tassi overnight vengano scambiati al di fuori dell'intervallo obiettivo con maggiore regolarità.
3. Promuovere un utilizzo maggiore e più frequente della Standing Repo Operation (SRP).

Al netto del potere dirimente del prossimo CPI sulla decisione relativa ai tassi, occorre prestare attenzione alla vera svolta che il prossimo board della Fed potrebbe imprimere. La Banca centrale potrebbe infatti intervenire direttamente sulle riserve, in modo da incentivare le banche a minimizzare la liquidità parcheggiata presso la Fed e a utilizzare maggiormente il mercato repo.

La questione conclusiva diventa quindi individuare verso quale asset potrebbe essere indirizzata quella liquidità smobilizzata.

fixed income

Away ake

AI: il baricentro si sposta verso l'Asia – La prossima fase del boom potrebbe favorire società asiatiche e segmenti a monte della catena del valore, mentre hyperscaler e Mag7 risultano penalizzati da valutazioni elevate, maggiore indebitamento e pressioni sul free cash flow.

Data center, semiconduttori e materiali critici – La crescita del capex per l'AI aumenta la domanda di semiconduttori, sistemi di raffreddamento, interconnessioni, apparecchiature ottiche, alimentatori, macchinari, metalli e terre rare, rendendo gli input fisici sempre più strategici.

Il Tesoro USA come "Banca centrale ombra" – La crescente preferenza per l'emissione di Bills crea passività sempre più assimilabili alla moneta, aumentando la liquidità e portando il Tesoro a esercitare un'influenza che entra progressivamente nel campo della politica monetaria della Fed.

Bills, repo e rehypothecation – L'haircut pari a zero sui Bills ne facilita il riutilizzo ripetuto come collaterale, mentre repo e rehypothecation amplificano la disponibilità effettiva di Treasury e la liquidità del sistema finanziario, con potenziali conseguenze sui prezzi degli asset e sull'inflazione.

Indipendenza della Fed e rischio fiscale – Una quota crescente di debito legata ai tassi a breve rende il bilancio pubblico più sensibile alla politica monetaria e potrebbe aumentare le pressioni politiche sulla Fed, limitandone la capacità di contrastare l'inflazione attraverso rialzi dei tassi.

SOMA, IORB e prossima strategia della Fed – La possibile riduzione del portafoglio SOMA, insieme alle nuove emissioni di Treasury, potrebbe generare pressioni sul mercato repo. Tra le possibili risposte figurano la riduzione dell'IORB, una maggiore tolleranza alla volatilità overnight e un utilizzo più frequente della Standing Repo Operation.

Basis trade – Strategia che sfrutta piccole differenze di prezzo tra Treasury e relativi contratti futures, spesso utilizzando una leva finanziaria elevata e finanziandosi attraverso il mercato repo.

Bills (Treasury Bills) – Titoli di Stato statunitensi a breve termine, con scadenza fino a un anno. Sono strumenti molto liquidi e rappresentano una componente importante del finanziamento del Tesoro USA.

Capex (Capital Expenditure) – Spese in conto capitale sostenute da un'impresa per acquistare o sviluppare attività e infrastrutture destinate a essere utilizzate nel tempo, come data center, impianti e macchinari.

Free cash flow – Flusso di cassa che rimane a un'impresa dopo aver sostenuto le spese operative e gli investimenti necessari. Indica quanta liquidità è effettivamente disponibile per azionisti, creditori o ulteriori investimenti.

Haircut – Riduzione percentuale applicata al valore di un'attività utilizzata come garanzia. Un titolo da 100 con haircut del 5%, ad esempio, viene riconosciuto come collaterale per 95.

Hyperscaler – Grande società tecnologica che gestisce infrastrutture cloud e data center su scala molto elevata, con capacità di aumentare rapidamente risorse informatiche, archiviazione e potenza di calcolo.

IORB (Interest On Reserve Balances) – Tasso di interesse pagato dalla Federal Reserve sulle riserve detenute dalle banche presso la Fed. È uno degli strumenti utilizzati per controllare i tassi di interesse a breve termine.

Mag7 (Magnificent Seven) – Espressione utilizzata per indicare sette grandi società tecnologiche statunitensi: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla.

Rehypothecation – Pratica attraverso cui un intermediario riutilizza come garanzia, per proprie operazioni di finanziamento, titoli ricevuti precedentemente come collaterale da un'altra controparte.

Repo (Repurchase Agreement) – Operazione di finanziamento a breve termine nella quale una parte cede temporaneamente titoli, generalmente Treasury, ricevendo liquidità e impegnandosi a riacquistarli successivamente.

Glossario

RRP (Reverse Repurchase Agreement) – Operazione attraverso cui la Federal Reserve assorbe temporaneamente liquidità dal sistema finanziario in cambio di titoli, utilizzata anche per controllare i tassi monetari a breve termine.

SOMA (System Open Market Account) – Portafoglio della Federal Reserve nel quale sono detenuti i titoli acquistati attraverso le operazioni di mercato aperto, principalmente Treasury e titoli garantiti da mutui.

Standing Repo Operation (SRP) – Strumento permanente attraverso cui la Federal Reserve può fornire liquidità a determinate controparti accettando Treasury e altri titoli idonei come garanzia.

Terre rare – Gruppo di elementi chimici essenziali per numerose tecnologie avanzate, dai semiconduttori all'elettronica e alle infrastrutture energetiche, la cui produzione e raffinazione sono fortemente concentrate in Cina.

Wealth effect – Effetto per cui l'aumento del valore delle attività finanziarie o immobiliari accresce la ricchezza percepita, favorendo potenzialmente consumi e spesa.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

abstract



In sintesi

Il Baltic Dry Index ha raggiunto i massimi da quasi tre anni, sostenuto dalla riduzione della disponibilità di navi Capesize causata dai tifoni nel Pacifico e dall'aumento delle spedizioni di minerale di ferro da Australia e Guinea. Il quadro favorisce gli armatori di rinfuse secche e sostiene tatticamente l'ETF BDRY. Sul fronte energetico, la Cina sta pagando premi elevati per il greggio russo ESPO per compensare la minore disponibilità di petrolio iraniano, mentre l'India aumenta la propria presenza su questa miscela. Parallelamente, le tensioni tra USA e Iran e il blocco dei transiti attraverso Hormuz stanno comprimendo l'offerta di LNG del Qatar, facendo salire i prezzi spot asiatici verso 26 dollari/mmBtu.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il trasporto marittimo potrebbe mantenersi sostenuto: tifoni, maggiore domanda di materie prime, viaggi più lunghi e disponibilità limitata di tonnellaggio rappresentano un supporto per le tariffe Capesize e per la redditività degli armatori, ma aumentano i costi logistici di minerale di ferro, carbone e cereali. Nell'energia, la competizione tra Cina e India per il greggio russo potrebbe continuare a sostenere i premi dell'ESPO. Il rischio principale resta però il LNG: finché Hormuz rimarrà compromesso e QatarEnergy manterrà la forza maggiore, Asia ed Europa competeranno per le forniture spot. Con l'avvicinarsi dell'inverno, ulteriori rialzi potrebbero escludere dal mercato gli acquirenti più sensibili al prezzo.

Il benchmark giornaliero che misura il costo del trasporto delle materie prime lungo le principali rotte marittime globali ha raggiunto la scorsa settimana un massimo di quasi tre anni. Bloomberg riferisce che i tifoni stanno comprimendo l'offerta di navi Capesize, proprio mentre le società minerarie aumentano le spedizioni di minerale di ferro attraverso il Pacifico e l'Atlantico.

Il Baltic Dry Index, che monitora le tariffe di trasporto per diverse classi di navi, tra cui Capesize, Panamax e Supramax, è aumentato del 5,5%, raggiungendo mercoledì a Londra quota 3.331 punti, il livello più elevato dal dicembre 2023 **(BDI)**. L'indice si sta avvicinando a un breakout tecnico, mentre gli analisti della società di brokeraggio Thurlestone Shipping segnalano una combinazione di fattori particolarmente favorevole, caratterizzata da una contrazione dell'offerta di navi e da una contemporanea accelerazione della domanda in entrambi i bacini.

Le operazioni marittime nel Pacifico sono state interrotte da una serie di tifoni nel corso dell'estate, determinando ritardi nelle rotte e riducendo la quantità di tonnellaggio effettivamente disponibile per gli esportatori. Parallelamente, i produttori australiani stanno aumentando le spedizioni, mentre i programmi di manutenzione si avviano alla conclusione e il potenziamento delle operazioni di trasbordo sta incrementando i flussi di minerale provenienti dal gigantesco giacimento di Simandou, in Guinea.

L'aumento del BDI si verifica inoltre in una fase in cui le azioni dei vettori di rinfuse secche hanno registrato forti rialzi, sovraperformando persino gli operatori di petroliere, mentre gli investitori incorporano nelle valutazioni prospettive di maggiori utili derivanti dal trasporto e un incremento dei colli di bottiglia marittimi.

Il miglior trade tattico sull'aumento del BDI è l'ETF BDRY.

Il mercato entra nella parte finale del terzo trimestre con un livello minimo delle tariffe di trasporto relativamente elevato, proprio mentre l'attività dei tifoni nel Pacifico tende tipicamente a produrre

maggiori interruzioni nelle operazioni portuali, ha dichiarato Wilson Wirawan, responsabile della ricerca sul trasporto di rinfuse secche presso BRS Shipbrokers. Wirawan ha aggiunto che i conseguenti ritardi e le eventuali inefficienze operative delle navi potrebbero restringere ulteriormente la disponibilità effettiva di tonnellaggio, fornendo un ulteriore sostegno a un mercato Capesize già solido.

Le principali rotte marittime mondiali stanno quindi registrando una nuova contrazione della capacità effettivamente disponibile. Le perturbazioni meteorologiche, l'allungamento dei viaggi e l'aumento della domanda stanno determinando un incremento dei costi di trasporto, favorendo la redditività degli armatori e, contemporaneamente, facendo aumentare i costi di movimentazione del minerale di ferro, del carbone e dei cereali.

CHINA-RUSSIA PREMIUM: I raffinatori cinesi stanno pagando un significativo sovrapprezzo per il greggio russo ESPO, utilizzato per sostituire il greggio iraniano che i raffinatori indipendenti importavano prima che gli Stati Uniti imponessero il loro blocco navale al Paese. Il greggio East Siberia-Pacific Ocean (o ESPO) con consegna a novembre viene scambiato con un premio superiore a 7 dollari al barile, con offerte che raggiungono i 10 dollari al barile sopra il greggio Brent, stando ai dati Bloomberg. La miscela viene caricata dalla costa dell'Estremo Oriente russo e può raggiungere gli acquirenti in Cina in meno di una settimana.

La Cina è il principale acquirente di greggio ESPO, con una quota di mercato dell'83% nei primi sette mesi dell'anno. Tale quota risulta tuttavia in calo rispetto all'88% registrato un anno prima. Il cambiamento è avvenuto in concomitanza con l'aumento degli acquisti di ESPO da parte dei raffinatori indiani, la cui quota di mercato relativa alla miscela di greggio russo dell'Estremo Oriente è salita dal 12% al 16% nei primi sette mesi dell'anno, stando ai dati di Kpler e Vortexa.

Le esportazioni complessive di petrolio dal porto russo di Kozmino, nell'Estremo Oriente, sono aumentate del 6% nei primi sette mesi dell'anno.

L'India ha incrementato le importazioni di ESPO in seguito al calo delle importazioni complessive di petrolio cinesi tra maggio e giugno e alle interruzioni delle forniture in Medio Oriente, che hanno ritardato molte delle partite contrattuali attese dai raffinatori indiani all'inizio dell'estate.

Normalmente, i raffinatori indiani preferiscono la miscela Urals, ma hanno recentemente aumentato il ricorso all'ESPO, nonostante quest'ultimo richieda tempi di trasporto più lunghi per raggiungere le destinazioni indiane e presenti costi superiori. Secondo gli analisti energetici, tuttavia, la miscela dell'Estremo Oriente rappresenta una valida alternativa per gli acquirenti indiani nelle fasi caratterizzate da interruzioni delle forniture.

Nel frattempo, si stima che le importazioni indiane di greggio russo siano diminuite ad agosto rispetto al livello record registrato a luglio, poiché gli attacchi ucraini alle infrastrutture russe destinate all'esportazione e la concorrenza della Cina per i barili russi hanno determinato una riduzione degli acquisti indiani di petrolio proveniente da Mosca.

ASIA LNG: I prezzi spot del gas LNG destinato agli acquirenti asiatici sono saliti a quasi 26 dollari per milione di unità termiche britanniche, registrando un aumento settimanale del 5% in seguito alla ripresa degli attacchi tra Stati Uniti e Iran. Il GNL spot per l'Asia è stato scambiato a 25,908 dollari per mmBtu a metà della scorsa settimana, ha riferito Bloomberg citando trader anonimi, dopo che il presidente Donald Trump ha dichiarato: *«Abbiamo eliminato tutte le nuove attrezzature che hanno cercato di costruire lungo lo Stretto di Hormuz - alcune difensive, alcune offensive ... È stato un attacco molto pesante la scorsa notte, e siamo pronti a farne un altro in qualsiasi momento lo desideriamo».*

I prezzi sia in Asia sia in Europa erano già aumentati significativamente alla fine della scorsa settimana, dopo che la società statale del Qatar, QatarEnergy, aveva esteso fino a novembre la clausola di forza maggiore sulle proprie consegne di LNG, a causa dei transiti ancora bloccati attraverso lo Stretto di Hormuz.

I prezzi asiatici sono stati sostenuti dalla domanda degli acquirenti dell'Asia meridionale, tra cui Pakistan e Bangladesh, alla ricerca di forniture spot per sostituire le consegne contrattuali provenienti dal Qatar che non possono lasciare il Golfo Persico. Stando ai documenti delle gare d'appalto visionati da Bloomberg, le utilities di Corea del Sud, India, Taiwan e Bangladesh stanno cercando di acquistare carichi spot per ottobre e novembre.

Il Pakistan, d'altra parte, ha respinto un'offerta di LNG nell'ambito della sua ultima gara d'appalto con consegna ravvicinata all'inizio della scorsa settimana, poiché il prezzo proposto superava i 27 dollari per mmBtu, livello ritenuto troppo elevato dalla società statale di commercio del gas. Il carico era stato offerto da BP.

I recenti sviluppi in Medio Oriente suggeriscono che una ripresa dei normali flussi di LNG dal Golfo Persico non sia attualmente prossima. Alla luce dell'aumento stagionale della domanda di gas, è probabile che i prezzi del gas naturale liquefatto registrino ulteriori incrementi, con il rischio di rendere economicamente insostenibile l'acquisto per alcuni operatori e, di conseguenza, di estrometterli dal mercato.

Anche in Europa i prezzi del gas stanno registrando forti aumenti, rendendo più complesso per gli acquirenti avviare gli approvvigionamenti in vista della stagione invernale.

commodities

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



Immagine BDI - **Fonte** Zerohedge/Barchart

commodities

Away
ake

Baltic Dry Index ai massimi da quasi tre anni – Il BDI ha raggiunto 3.331 punti, sostenuto dalla contemporanea contrazione dell'offerta di navi e dall'accelerazione della domanda di trasporto di materie prime.

Capesize e interruzioni nel Pacifico – I tifoni stanno riducendo il tonnellaggio effettivamente disponibile, mentre aumentano le spedizioni di minerale di ferro da Australia e Guinea, rafforzando le tariffe Capesize.

Opportunità nel trasporto di rinfuse secche – L'aumento delle tariffe favorisce la redditività degli armatori e le azioni del settore; il testo individua nell'ETF BDRY il principale trade tattico sull'aumento del BDI.

Cina e premio sul greggio russo ESPO – I raffinatori cinesi stanno pagando oltre 7 dollari al barile di premio, con offerte fino a 10 dollari sopra il Brent, per sostituire le forniture iraniane.

India più presente sul petrolio russo – I raffinatori indiani hanno incrementato gli acquisti di ESPO, portando la propria quota dal 12% al 16%, anche se ad agosto le importazioni complessive di greggio russo sarebbero diminuite.

LNG asiatico e tensioni nello Stretto di Hormuz – Il blocco dei transiti e la forza maggiore di QatarEnergy stanno comprimendo l'offerta, spingendo i prezzi spot asiatici verso 26 dollari/mmBtu e intensificando la competizione per le forniture in vista dell'inverno.

commodities

Glossario

Baltic Dry Index (BDI) – Indice che misura quotidianamente il costo del trasporto marittimo di materie prime solide, come minerale di ferro, carbone e cereali, lungo le principali rotte commerciali mondiali.

BDRY – ETF che offre esposizione ai futures sulle tariffe di trasporto delle rinfuse secche, consentendo di assumere una posizione sull'andamento dei noli marittimi senza investire direttamente nelle società armatoriali.

Breakout tecnico – Superamento da parte del prezzo o di un indice di un livello grafico considerato rilevante, spesso interpretato nell'analisi tecnica come possibile segnale di prosecuzione del movimento.

Capesize – Navi portarinfuse di grandi dimensioni utilizzate soprattutto per trasportare minerale di ferro e carbone. Sono generalmente troppo grandi per attraversare alcuni canali e operano prevalentemente sulle principali rotte oceaniche.

ESPO (East Siberia-Pacific Ocean) – Miscela di greggio russo proveniente dalla Siberia orientale ed esportata principalmente attraverso il porto di Kozmino, nell'Estremo Oriente russo, verso i mercati asiatici.

Forza maggiore – Clausola contrattuale che consente a una parte di sospendere o non rispettare temporaneamente determinati obblighi a causa di eventi eccezionali e fuori dal proprio controllo.

LNG/GNL (Liquefied Natural Gas/Gas Naturale Liquefatto) – Gas naturale raffreddato fino allo stato liquido per facilitarne il trasporto via nave. Una volta giunto a destinazione viene rigassificato e immesso nelle reti.

mmBtu (Million British Thermal Units) – Unità di misura dell'energia comunemente utilizzata nei mercati internazionali del gas naturale e del LNG per esprimerne i prezzi.

Panamax – Categoria di navi le cui dimensioni sono state storicamente progettate per rispettare i limiti di transito del Canale di Panama. Sono utilizzate soprattutto per carbone, cereali e altre rinfuse.

Rinfuse secche (Dry Bulk) – Materie prime solide trasportate via mare senza imballaggio, direttamente nelle stive delle navi, come minerale di ferro, carbone e cereali.

Supramax — Navi portarinfuse di dimensioni intermedie, più piccole delle Capesize e caratterizzate da maggiore flessibilità nell'accesso a porti e rotte differenti.

Tonnellaggio disponibile — Capacità complessiva delle navi effettivamente disponibili per il trasporto in un determinato mercato e momento. Una sua riduzione, a parità di domanda, tende a esercitare pressione al rialzo sulle tariffe di trasporto.

Urals — Principale miscela di greggio russo esportata tradizionalmente dai porti occidentali della Russia e importante riferimento per le esportazioni petrolifere russe verso i mercati internazionali.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

abstract



In sintesi

Lo yen è tornato al centro dei mercati, sostenuto dalle aspettative di una BOJ più restrittiva e dalla chiusura dei carry trade finanziati nella valuta giapponese. Il forte posizionamento short rende il mercato vulnerabile: JP Morgan stima ancora ¥16-17 trilioni di posizioni ribassiste aperte. Il recente apprezzamento dello yen aumenta le perdite delle strategie a leva, costringendo gli operatori a vendere asset e ricomprare yen. Parallelamente, il rialzo dei rendimenti giapponesi sta aumentando significativamente i costi di finanziamento delle imprese, inducendole a ridurre il debito, vendere partecipazioni e ricorrere maggiormente a emissioni obbligazionarie in dollari ed euro.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il livello di 155 sullo USD/JPY rappresenta un punto particolarmente rilevante: una sua rottura potrebbe accelerare la chiusura delle posizioni short e, secondo JP Morgan, spingere il cambio verso 142-146 in caso di completo unwind. Un rialzo della BOJ il 18 settembre, a cui il mercato attribuisce una probabilità del 75%, aumenterebbe ulteriormente il costo dei carry trade. Il rischio è che il processo si trasmetta rapidamente oltre il Giappone: la liquidazione di posizioni finanziate in yen potrebbe generare vendite su azioni USA, obbligazioni e altri asset globali. A ciò si aggiungono la domanda di yen degli esportatori giapponesi e la possibilità di nuovi interventi sul mercato valutario.

Lo yen torna al centro dell'attenzione. La valuta giapponese è salita di oltre il 2% giovedì (dopo il +0,9% di mercoledì), registrando il secondo maggiore incremento nell'arco di due giorni dall'agosto 2024. Il movimento si è verificato mentre i trader si affrettavano a chiudere i carry trade finanziati in yen e aumentavano le aspettative di ulteriori rialzi dei tassi da parte della BOJ. I rendimenti dei titoli di Stato giapponesi a 2 anni sono aumentati di circa 14 punti base la scorsa settimana, mentre i mercati stanno prezzando un rialzo di 25 punti base della BOJ al meeting del 18 settembre e quasi altri 3 rialzi entro luglio, una significativa accelerazione rispetto al ritmo medio di appena 2 rialzi all'anno dal 2024.

Il movimento sta già producendo effetti sulle valute ad alto rendimento. Real brasiliano, Rand sudafricano e Peso messicano hanno tutti registrato un calo superiore all'1% contro lo yen, mentre giovedì scorso il volume delle opzioni call sulla valuta giapponese è stato più di 2,5 volte quello delle put, con i trader impegnati a coprire le proprie posizioni short. Ciononostante, il posizionamento rimane fortemente sbilanciato: al 25 agosto i fondi a leva risultavano net short su 81.619 contratti futures sullo yen, mentre gli asset manager erano short su ulteriori 18.284 contratti. JP Morgan stima che rimangano aperte posizioni ribassiste sullo yen per ¥16-17 trilioni ($103-109 miliardi), tanto che una rottura al ribasso di quota 155 per dollaro potrebbe innescare un'ulteriore ondata di acquisti forzati e, in uno scenario di completo unwind, spingere lo USD/JPY verso 142-146. Qualora quota 155 dovesse cedere, lo smobilizzo delle posizioni potrebbe determinare un progressivo rafforzamento dello yen alimentato dalla necessità di ulteriori ricoperture.

Il cambio USD/JPY è sceso da 163,98 fino a 155,31, registrando un movimento del 5,3% in circa cinque settimane. Le implicazioni sono note, ma è utile ribadirle nella maniera più semplice possibile. I trader prendono in prestito yen a basso costo, li convertono in dollari e acquistano asset come azioni o obbligazioni statunitensi, utilizzando soltanto una quota limitata di capitale proprio per controllare una posizione significativamente più ampia. Con una leva 10x, un trader impiega $1 di capitale proprio per ogni $10 di yen presi in prestito.

Il finanziamento è denominato in yen e, di conseguenza, al termine dell'operazione i dollari devono

essere riconvertiti in yen per rimborsare il prestito. Quando lo yen si rafforza improvvisamente, come in questo caso, il costo del rimborso aumenta e tale incremento incide direttamente sul limitato cuscinetto di liquidità del trader, anziché sull'intero valore della posizione. Un movimento del 5,3% contrario a un'operazione con leva 10x riduce di circa il 53% quel cuscinetto. Con una leva 20x, la perdita supera il 100%, il che significa che il trader arriva a dover rimborsare più di quanto effettivamente possieda.

Quando un numero sufficiente di trader raggiunge questa situazione, diventa necessario vendere gli asset detenuti, riconvertire i proventi in yen e rimborsare contemporaneamente i finanziamenti. Il conseguente aumento della domanda di yen determina un ulteriore apprezzamento della valuta, trasferendo la medesima pressione al gruppo successivo di operatori che utilizza la leva finanziaria.

Questo stesso meccanismo ha determinato la forte svendita globale dell'agosto 2024. Il Giappone ha già speso $169,5 miliardi quest'anno nel tentativo di controllare lo yen: $73 miliardi tra aprile e maggio e ulteriori $96,5 miliardi tra la fine di luglio e agosto, inclusi $52,8 miliardi in un solo giorno. Ora lo yen sta nuovamente scendendo e un ulteriore intervento appare probabile.

I mercati attribuiscono inoltre una probabilità del 75% a un nuovo rialzo dei tassi da parte della Bank of Japan al meeting del prossimo 18 settembre, rispetto al 24% di un mese fa. Ogni rialzo rende più oneroso prendere in prestito yen, aumentando ulteriormente la pressione sull'arbitraggio. Le stime passate collocano il controvalore complessivo di queste operazioni nell'ordine delle centinaia di miliardi di dollari. Qualora tali posizioni dovessero essere liquidate, gli effetti non rimarrebbero confinati al Giappone, ma interesserebbero le azioni USA, le obbligazioni e qualsiasi asset acquistato attraverso yen presi in prestito.

Anche gli esportatori giapponesi stanno vendendo dollari per acquistare yen, aggiungendo un'ulteriore fonte di domanda per la valuta, mentre le aspettative di una BOJ più aggressiva stanno costringendo gli investitori a rivalutare l'ampio posizionamento short sullo yen.

Le aziende giapponesi stanno inoltre già vendendo asset per riuscire a sostenere i propri costi di finanziamento. Con il rendimento dei titoli di Stato giapponesi a 10 anni che ha raggiunto il 3% per la prima volta in tre decenni, emettere nuove obbligazioni in yen costa ora circa 10 volte di più rispetto a dieci anni fa. Un sondaggio Bloomberg condotto fra 30 grandi aziende giapponesi ha rilevato che società come KDDI e Chugoku Electric stanno valutando la vendita di partecipazioni strategiche semplicemente per ridurre il debito.

Toyota e Tohoku Electric affermano che il rifinanziamento delle obbligazioni in scadenza nei prossimi due anni potrebbe, da solo, determinare un aumento superiore al 30% dei rispettivi oneri annuali per interessi. Le aziende giapponesi hanno già venduto oltre 110 miliardi di dollari in obbligazioni denominate in dollari ed euro quest'anno, proprio per evitare di indebitarsi in yen, rendendo il Giappone il maggiore emittente di obbligazioni dell'intera regione Asia-Pacifico.

Yen e aspettative sulla BOJ – Il forte apprezzamento della valuta giapponese riflette la crescente probabilità di nuovi rialzi dei tassi, con il mercato che attribuisce il 75% di possibilità a un intervento della BOJ il 18 settembre.

Unwind del carry trade – Il rafforzamento dello yen sta spingendo gli investitori a chiudere strategie finanziate a basso costo nella valuta giapponese, con potenziali ripercussioni sugli asset acquistati attraverso queste operazioni.

Elevato posizionamento short sullo yen – Fondi a leva e asset manager mantengono consistenti posizioni ribassiste, mentre JP Morgan stima ancora ¥16-17 trilioni ($103-109 miliardi) di posizioni short aperte.

USD/JPY e soglia critica di 155 – Una discesa sotto quota 155 potrebbe accelerare gli acquisti forzati di yen e, in uno scenario di completo unwind, portare secondo JP Morgan il cambio verso 142-146.

Rischio di contagio sui mercati globali – La chiusura dei carry trade potrebbe determinare vendite di azioni USA, obbligazioni e altri asset finanziati attraverso yen, replicando potenzialmente il meccanismo osservato nell'agosto 2024.

Aumento dei costi di finanziamento in Giappone – Il rialzo dei rendimenti obbligazionari sta spingendo le imprese giapponesi a ridurre il debito, vendere partecipazioni strategiche e aumentare le emissioni denominate in dollari ed euro.

Asset manager – Società o professionisti che gestiscono patrimoni finanziari per conto di investitori, fondi o altre istituzioni.

Carry trade – Strategia che consiste nel prendere a prestito denaro in una valuta con tassi d'interesse bassi, come lo yen, per investirlo in attività denominate in valute con rendimenti più elevati.

Contratti futures – Contratti finanziari standardizzati con cui le parti si impegnano a comprare o vendere un'attività a una determinata data futura e a un prezzo prestabilito.

Fondi a leva – Fondi che utilizzano capitale preso a prestito o strumenti derivati per assumere posizioni superiori al capitale effettivamente disponibile, amplificando potenzialmente sia guadagni sia perdite.

Leva finanziaria – Utilizzo di capitale preso a prestito per assumere un'esposizione superiore al capitale proprio. Una leva 10x, ad esempio, consente di controllare una posizione dieci volte superiore al capitale impiegato.

Net short – Posizionamento complessivamente ribassista su un'attività finanziaria: le posizioni che beneficiano di una sua discesa superano quelle che beneficiano di un rialzo.

Opzioni call e put – Contratti che attribuiscono il diritto, ma non l'obbligo, rispettivamente di acquistare (call) o vendere (put) un'attività a un prezzo prestabilito entro una determinata scadenza.

Posizione short – Operazione attraverso cui un investitore punta sulla diminuzione del prezzo di un'attività finanziaria o, nel caso valutario, sull'indebolimento di una valuta rispetto a un'altra.

Unwind – Chiusura o smobilizzo di una strategia finanziaria. Nel carry trade sullo yen comporta generalmente la vendita degli asset acquistati e il riacquisto di yen necessario a rimborsare il finanziamento.

USD/JPY – Cambio tra dollaro statunitense e yen giapponese. Indica quanti yen sono necessari per acquistare un dollaro: una sua discesa corrisponde, a parità di altre condizioni, a un rafforzamento dello yen rispetto al dollaro.



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