MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

14 - 20 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

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

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

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

67 **DISCLAIMER**
informazioni legali e credits

68 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

La settimana sarà dominata dalle decisioni delle principali Banche centrali, con FED, Bank of England e Bank of Japan al centro dell'attenzione. Dopo PPI e CPI, i futures attribuiscono un'87% di probabilità a un rialzo dei tassi FED, anche se alcune componenti anomale dell'inflazione potrebbero suggerire maggiore cautela. Il calendario macro sarà particolarmente intenso: inflazione, produzione industriale, consumi e investimenti in Cina; disoccupazione, prezzi e indice ZEW in Europa; spese personali, mercato immobiliare e produzione negli USA. Sullo sfondo, il primo ECOFIN dopo il rialzo dei tassi, con rendimenti sovrani tornati sui livelli del 2011 e gas oltre 80 euro per la prima volta dal 2023.

Cosa aspettarsi dal mercato?

L'elevata concentrazione di appuntamenti rende probabile una settimana caratterizzata da volatilità, soprattutto sul mercato obbligazionario e valutario. Il passaggio decisivo sarà la FED: non conterà soltanto la scelta sui tassi, ma soprattutto l'interpretazione dei dati sull'inflazione e le indicazioni di Kevin Warsh sulla traiettoria futura della politica monetaria. Anche Bank of England e Bank of Japan potrebbero modificare le aspettative sui rispettivi percorsi dei tassi. In Europa, rendimenti sovrani elevati e gas sopra 80 euro aggiungono pressione a uno scenario già complesso. Molti eventi vengono presentati come potenziali spartiacque: resta da verificare se questa sarà davvero una settimana "make or break" o se, ancora una volta, le aspettative supereranno la portata effettiva delle decisioni.

La continua ricerca di un momento spartiacque per i mercati rischia ormai di produrre l'effetto opposto a quello atteso, riducendo progressivamente la capacità degli eventi di sorprendere gli investitori. Oppure il poco interpretabile e difficilmente anticipabile Kevin Warsh potrebbe essere utilizzato, forse proprio per la posizione che ricopre, all'interno di una strategia comunicativa fondata sulla reiterazione degli allarmi fino a ridurne progressivamente l'efficacia?

Dopo i dati PPI e CPI, infatti, i futures indicano un'87% di probabilità di rialzo dei tassi da parte della FED. Resta però da capire quale lettura verrà data alla composizione del CPI. In particolare, Kevin Warsh potrebbe soffermarsi sull'anomalo e particolarmente elevato contributo della componente education and comm services, che da sola ha significativamente incrementato il dato complessivo, e decidere quindi di mantenere invariati i tassi. A ciò si aggiunge l'aumento della voce wireless tel services, relativa a costi che i consumatori sostengono già da tempo ma che, singolarmente, vengono incorporati integralmente nel dato soltanto adesso.

Davanti a noi si apre, dunque, la settimana delle Banche centrali: FED, Bank of Japan e Bank of England. Un appuntamento che, almeno sulla carta, potrebbe assumere una rilevanza eccezionale per i mercati.

Si comincia **lunedì 14 settembre** con il discorso della capo economista e vice-governatrice della RBA australiana, Sarah Hunter, per proseguire con l'asta del titolo decennale della Sud Corea e il dato sulla produzione industriale giapponese. Seguiranno l'indice WPI indiano relativo a inflazione e prezzi alimentari, il discorso post-aumento dei tassi della de facto numero due BCE, Isabel Schnabel, e il dato sull'inflazione in Canada, da sempre considerato un indicatore anticipatore delle prospettive USA. Sarà quindi opportuno prestare particolare attenzione ai dati provenienti da Ottawa.

È tuttavia nella parte finale della giornata che arriveranno alcuni degli appuntamenti più rilevanti: l'ennesimo discorso di Christine Lagarde – il quinto in una settimana – e la pubblicazione dei dati relativi a massa monetaria M2, nuovi prestiti in yuan e Total Social Financing cinese. Si tratterà dei primi dati successivi alla maxi-ricapitalizzazione bancaria.

Martedì 15 settembre l'attenzione resterà inizialmente concentrata su Pechino, con la pubblicazione dell'indice relativo ai prezzi delle case, della produzione industriale, dei consumi personali e degli investimenti su asset fissi, cui seguirà l'asta del titolo a 20 anni giapponese.

Dopo i prezzi all'ingrosso in Germania e il tasso di inflazione in Sud Africa, entrerà nel vivo una sequenza particolarmente intensa di dati macroeconomici europei: tasso di disoccupazione in Gran Bretagna, inflazione in Francia e Spagna, bilancia commerciale in Italia e indice ZEW in Germania. In chiusura di giornata, l'attenzione tornerà sulla Cina con il dato relativo agli investimenti esteri diretti (FDI), oltre alla pubblicazione della bilancia commerciale dell'India.

Mercoledì 16 settembre sarà il FED day, la giornata in cui la Banca centrale statunitense, attraverso la propria decisione sui tassi di interesse, potrebbe modificare sensibilmente le aspettative del mercato.

La giornata inizierà con la pubblicazione della bilancia commerciale del Giappone, per proseguire con il tasso di inflazione nel Regno Unito e in Italia e con l'asta del Bund a 30 anni in Germania.
Spostando poi l'attenzione sugli Stati Uniti, prima della decisione della FED saranno pubblicati il dato relativo alle spese personali, le scorte di magazzino, i prezzi di import ed export USA e l'indice NAHB relativo al mercato immobiliare.

Tra il PPI della Russia e un ulteriore discorso di Christine Lagarde, arriverà quindi la decisione sui tassi di interesse statunitensi. A questa dovrebbe seguire una conferenza stampa di Kevin Warsh che, ad oggi, resta ancora da definire nelle modalità e nelle tempistiche, aggiungendo un ulteriore elemento di incertezza alla giornata.

Giovedì 17 settembre l'attenzione si sposterà su Londra, con la decisione sui tassi della Bank of England, mentre la BCE comunicherà CPI finale e tasso di inflazione. Francia e Spagna saranno inoltre protagoniste di un'intensa giornata di emissioni, con OAT e Bonos in asta sia sulle brevi sia sulle lunghe scadenze, in un contesto caratterizzato da rendimenti particolarmente elevati.

Seguiranno il dato PPI del Canada, i permessi di costruzione negli USA e la pubblicazione dell'indice Philly FED relativo a prezzi, occupazione e CapEx. A completare la giornata saranno il dato sul PIL dell'Argentina e il PPI della Corea del Sud.

Venerdì 18 settembre l'attenzione tornerà nuovamente su Tokyo: nelle prime ore della giornata saranno pubblicati il tasso di inflazione nipponico e la decisione sui tassi di interesse della Bank of Japan.

A seguire arriveranno il PPI della Germania e le vendite al dettaglio nel Regno Unito. Un ulteriore discorso di Christine Lagarde precederà poi l'avvio della giornata macroeconomica d'Oltreoceano, caratterizzata dai dati relativi a domanda aggregata e spesa privata in Messico, dal CFIB Business Barometer in Canada e dai dati sulla produzione industriale e manifatturiera negli USA.

Particolare attenzione andrà infine riservata al meeting dell'Eurogruppo e, successivamente, al vertice ECOFIN, che si riunirà nel tardo pomeriggio ed entrerà nel vivo dei lavori nella giornata di **sabato 19 settembre**.

Sarà il primo ECOFIN successivo al rialzo dei tassi, in un contesto nel quale i rendimenti sovrani sono tornati sui livelli del 2011 e il prezzo del gas ha superato gli 80 euro per la prima volta dal 2023.
Sulla carta, dunque, ci troviamo di fronte a una settimana potenzialmente decisiva, un nuovo appuntamento "make or break" per i mercati. Resta da capire se, anche questa volta, le aspettative costruite alla vigilia troveranno effettivo riscontro negli eventi.

Macro

Away
ake

FED e decisione sui tassi – Dopo PPI e CPI, i futures attribuiscono un'87% di probabilità a un rialzo dei tassi, ma alcune componenti anomale dell'inflazione potrebbero indurre Kevin Warsh a una maggiore cautela.

Settimana decisiva per le Banche centrali – FED, Bank of England e Bank of Japan concentrano in pochi giorni decisioni potenzialmente rilevanti per l'orientamento della politica monetaria globale e per le aspettative dei mercati.

Cina sotto osservazione – Massa monetaria M2, nuovi prestiti in yuan, Total Social Financing, prezzi delle case, produzione industriale, consumi, investimenti su asset fissi e FDI offriranno le prime indicazioni significative dopo la maxi-ricapitalizzazione bancaria.

Europa tra inflazione e rendimenti sovrani – Disoccupazione britannica, inflazione in Francia, Spagna e Italia, indice ZEW, aste di Bund, OAT e Bonos arrivano in una fase caratterizzata da rendimenti particolarmente elevati.

USA oltre la FED – Spese personali, scorte di magazzino, prezzi di import ed export, indice NAHB, permessi di costruzione, Philly FED e produzione industriale e manifatturiera completeranno il quadro sullo stato dell'economia statunitense.

Eurogruppo, ECOFIN e pressione energetica – Il primo ECOFIN successivo al rialzo dei tassi si svolgerà con rendimenti sovrani tornati sui livelli del 2011 e prezzo del gas oltre 80 euro per la prima volta dal 2023, aumentando l'attenzione sulle implicazioni economiche e fiscali europee.

CapEx (Capital Expenditure) – Spese sostenute dalle imprese per acquistare, migliorare o mantenere beni e infrastrutture destinati a essere utilizzati nel lungo periodo. Sono considerate un indicatore importante delle intenzioni di investimento delle aziende.

CFIB Business Barometer – Indicatore canadese che misura il livello di fiducia e le aspettative delle piccole e medie imprese. Può fornire indicazioni anticipate sull'andamento dell'economia canadese.

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 acquistati dalle famiglie.

ECOFIN – Consiglio dell'Unione Europea che riunisce i ministri dell'Economia e delle Finanze degli Stati membri. Si occupa, tra l'altro, di politica economica, fiscalità, mercati finanziari e coordinamento delle politiche di bilancio.

FDI (Foreign Direct Investment) – Investimenti diretti esteri effettuati da imprese o investitori di un Paese in attività produttive o società situate in un altro Paese. Sono un indicatore importante dell'attrattività e della fiducia verso un'economia.

M2 – Misura della quantità di moneta presente nell'economia che comprende contante, depositi immediatamente disponibili e altre forme di risparmio facilmente convertibili in denaro.

NAHB Index – Indicatore della fiducia dei costruttori immobiliari statunitensi. È utilizzato per valutare le condizioni e le prospettive del mercato residenziale USA.

OAT e Bonos – Titoli di Stato emessi rispettivamente da Francia e Spagna. Il loro rendimento rappresenta anche un indicatore della percezione del rischio associato al debito pubblico dei due Paesi.

Philly FED Index – Indicatore elaborato dalla Federal Reserve di Philadelphia che misura le condizioni dell'attività manifatturiera, includendo informazioni su ordini, occupazione, prezzi e investimenti.

PPI (Producer Price Index) – Indice dei prezzi alla produzione. Misura la variazione dei prezzi applicati dai produttori e può anticipare eventuali pressioni inflazionistiche che successivamente si trasferiscono sui consumatori.

Macro

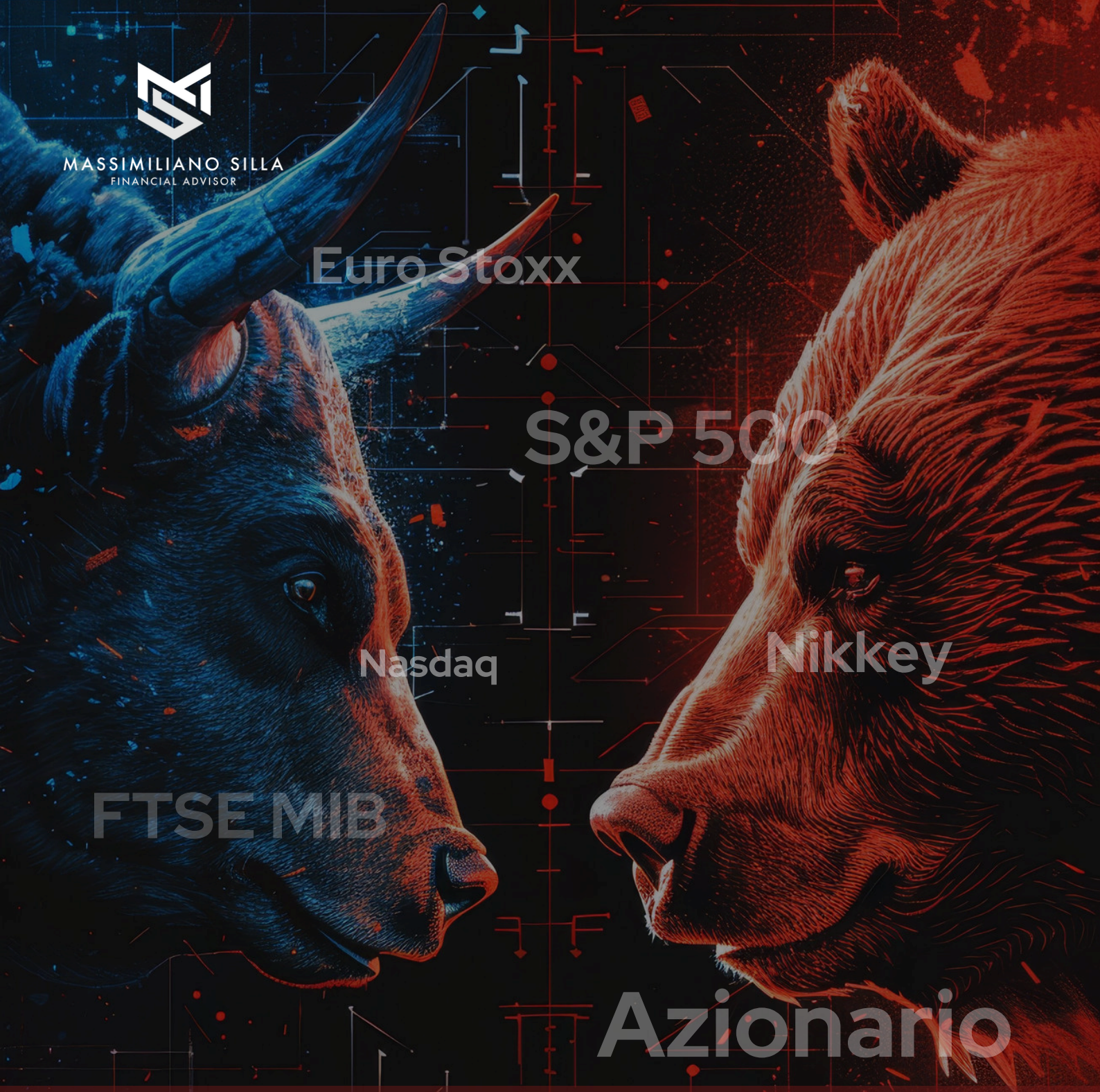
Glossario

Total Social Financing (TSF) – Indicatore utilizzato in Cina per misurare l'ammontare complessivo dei finanziamenti concessi all'economia reale, includendo credito bancario e altre forme di finanziamento.

WPI (Wholesale Price Index) – Indice dei prezzi all'ingrosso, utilizzato soprattutto in alcuni Paesi, tra cui l'India, per misurare l'andamento dei prezzi dei beni nelle fasi precedenti alla vendita al consumatore.

ZEW – Indice tedesco che misura le aspettative di analisti e investitori istituzionali sull'evoluzione dell'economia nei mesi successivi. È seguito come indicatore anticipatore del ciclo economico.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

Azionario

abstract



In sintesi

La settimana ha consolidato uno scenario di inflazione persistente e politica monetaria restrittiva. PPI e CPI, insieme al petrolio sopra i 100 dollari e al diesel su livelli record, hanno portato all'87% la probabilità di un rialzo FED, mentre BCE, BoJ e BoE si confrontano con pressioni analoghe. I rendimenti obbligazionari sono saliti e le azioni hanno perso terreno, nonostante il temporaneo sostegno di GPT-6 Astra e del tema AI. Sotto la superficie emerge però una rotazione dall'hardware verso software e cybersecurity, mentre il crescente ricorso a debito e capitale per finanziare il CapEx dell'AI alimenta pressioni sul credito e sui Treasury. Parallelamente, gli investitori stanno aumentando l'interesse per azioni e derivati cinesi come fonte di diversificazione, mentre rallentano buyback e flussi retail.

Cosa aspettarsi dal mercato?

La decisione del FOMC sarà il principale catalizzatore: un rialzo appare ormai largamente prezzato, ma petrolio, diesel e tensioni a Hormuz aumentano il rischio di uno shock inflazionistico persistente e di un successivo policy error. Rendimenti elevati, rifinanziamenti del Tesoro e crescente debito legato all'AI potrebbero continuare a penalizzare duration e settori sensibili ai tassi, favorendo energia, comparti difensivi e una maggiore diversificazione geografica. Lo scenario rialzista richiede invece stabilizzazione del petrolio, discesa di CPI/PPI e utili capaci di tornare al centro dell'attenzione. Da monitorare anche IYT e diesel per possibili segnali di stagflazione, la rotazione verso software/cybersecurity e la Cina. Un eventuale deterioramento potrebbe infine spingere la FED verso una rapida svolta accomodante, fino alle ipotesi di QE stealth o Operation Twist.

La scorsa settimana è iniziata con gli investitori ancora impegnati ad assimilare le implicazioni del rapporto sull'occupazione pubblicato venerdì ed è terminata con il mercato che prezzava come pressoché certo un rialzo della Fed, dopo un PPI elevato, un CPI persistente e un prezzo del petrolio superiore ai 100 dollari. Le obbligazioni hanno subito forti pressioni, con il Treasury decennale vicino al 5%, mentre le azioni hanno attraversato tre sedute caratterizzate da una significativa revisione delle aspettative. Il rally di sollievo di venerdì, alimentato dal calo del petrolio, ha tuttavia evidenziato come una temporanea riduzione delle pressioni energetiche possa essere sufficiente a modificare rapidamente la percezione del rischio inflazionistico.

Nel frattempo, è arrivata GPT-6 Astra, riaccendendo brevemente le aspettative sull'AI. Gli investitori nei fondi, tuttavia, hanno silenziosamente ridotto la propria esposizione. Viene quindi da chiedersi se la campagna di allarme condotta via tweet da alcuni esponenti critici dell'AI e l'appello di Sam Altman per una pausa nella ricerca in nome della salvaguardia dell'umanità abbiano sostanzialmente fallito nel loro intento. Se così fosse, si tratterebbe di un segnale poco rassicurante.

Hormuz e Bab el-Mandeb hanno nuovamente trasformato il greggio in un input critico per l'inflazione, con il petrolio sopra i 100 dollari e il diesel su livelli record a esercitare una pressione diretta su PPI e CPI. Il dollaro è rimasto sostanzialmente invariato, mentre l'oro ha mostrato un andamento irregolare in funzione dei tassi reali; il premio tariffario del rame si è indebolito, Bitcoin ha mantenuto la fascia media dei 70.000 dollari e i flussi dei fondi hanno segnalato una riduzione del rischio sulle azioni USA e un aumento dell'esposizione alle obbligazioni a breve scadenza. In questo contesto, l'attesa decisione del FOMC di mercoledì prossimo è divenuta ormai la principale variabile di mercato prima della fine del trimestre.

Il Labor Day può aver accorciato il calendario delle contrattazioni, ma il rapporto sull'occupazione di venerdì ha fatto sì che gli investitori tornassero alle proprie scrivanie martedì scorso, dopo il Labor Day, ancora condizionati dalle sue implicazioni macroeconomiche. Il rapporto ha trasformato il dibattito sulla Fed da «quanto a lungo può aspettare?» a «può davvero evitare di alzare i tassi senza perdere credibilità?».

Le probabilità di un rialzo a settembre sono balzate sopra il 60% subito dopo i dati sull'occupazione, rispetto a circa il 35% di inizio mese. Dopo il CPI, sono salite all'87%.

I payrolls hanno avviato il processo di revisione delle aspettative, mentre Hormuz e gli Houthi hanno ulteriormente rafforzato una narrativa che oggi incorpora due punti di strozzatura e, di conseguenza, una crisi potenzialmente più ampia. Parallelamente, la guerra tra Iran e gli altri attori coinvolti è passata dall'essere considerata una fonte di premio al rischio transitorio a uno scenario caratterizzato da pressioni più elevate e più persistenti. I monitor del traffico marittimo mostravano i transiti delle navi nello Stretto di Hormuz stagnanti, nonostante il continuo susseguirsi di headline prive di riscontro sui transiti della flotta ombra russa, rispetto alle circa 125 navi mercantili e a circa un quinto dei flussi globali di petrolio e GNL registrati prima che il conflitto esplodesse alla fine di febbraio.

La produzione di greggio saudita, stando ai dati IEA, è diminuita di 2,3 milioni di barili al giorno su base mensile, arrivando a 6 milioni di barili al giorno ad agosto, il livello più basso da oltre tre decenni, dopo gli attacchi alle infrastrutture energetiche di Ryad. Le immagini satellitari hanno inoltre mostrato fumo nelle vicinanze dell'oleodotto Est-Ovest utilizzato dai sauditi per aggirare Hormuz. La stessa ammissione di Trump, secondo il quale la guerra probabilmente proseguirà oltre le elezioni di metà mandato di novembre, non ha contribuito a ridurre le tensioni sui contratti front-month.

A ciò si aggiunge il ritorno della Cina sul fronte della domanda, mentre i futures sul greggio di Shanghai hanno registrato un forte rialzo. Il dato meno evidente ma potenzialmente più preoccupante rimane tuttavia quello relativo ai prodotti raffinati. «Lo stallo persistente nei negoziati tra Stati Uniti e Iran ritarda la prospettiva di una normalizzazione dei flussi fino al prossimo anno», ha dichiarato l'IEA in un rapporto, aggiungendo che la domanda di petrolio dovrebbe riprendersi nel 2027, compensando appena le perdite di quest'anno. L'aumento dei prezzi del petrolio risulta inoltre inferiore, in termini relativi, a quello registrato dai prodotti raffinati, segmento nel quale la tensione del mercato è ora più acuta, come evidenziato dalla stessa agenzia nel proprio report.

Sul fronte retail, particolarmente rilevante per Trump, il prezzo medio nazionale del diesel ha superato per la prima volta i 6 dollari al gallone giovedì scorso. Il carburante rappresenta fino al 30% dei costi alimentari negli Stati Uniti, ha dichiarato Kate Gordon, ex consigliera senior del Dipartimento dell'Energia e oggi amministratrice delegata di California Forward, un'associazione imprenditoriale senza scopo di lucro. Gordon ha inoltre osservato che, finora, agricoltori e aziende di autotrasporto hanno assorbito gran parte dell'aumento dei costi, ma che, con la guerra ancora in corso e senza una conclusione visibile, una quota crescente di tali incrementi verrà inevitabilmente trasferita ai consumatori.

Questo ha nuovamente reso il greggio la variabile dominante della settimana tra le diverse asset class: rialzista per l'energia, ribassista per la duration, favorevole al dollaro e negativo per le azioni sensibili ai tassi. Con il diesel in forte aumento e il traffico a Hormuz ridotto a livelli estremamente bassi, il canale di trasmissione inflazionistico verso il FOMC della prossima settimana appare particolarmente evidente.

Il PPI ha preparato il terreno e il CPI ha fornito un'indicazione più chiara: il rialzo della Fed è passato formalmente da ipotesi possibile a scelta difficilmente evitabile senza compromettere la credibilità della Banca centrale. Il PPI di giovedì ha progressivamente ridimensionato l'ipotesi di Waller di una pausa, mentre il CPI di venerdì l'ha ulteriormente indebolita. Il dato è risultato abbastanza vicino alle aspettative da innescare un rally di sollievo sulle azioni, ma sufficientemente elevato nelle sue componenti sottostanti da consolidare il messaggio di una politica monetaria restrittiva.

La risposta positiva del mercato azionario rifletteva l'assenza di una vera sorpresa negativa al rialzo, ma non rappresentava la prova che l'inflazione fosse scomparsa. È stata proprio quest'ultima considerazione a portare le aspettative per un rialzo della Fed a un livello prossimo alla certezza, pari appunto all'87%. I futures hanno inoltre assegnato una probabilità di circa il 97% ad almeno un ulteriore rialzo entro fine anno, con 51 punti base di rialzi ora prezzati per il 2026, in netta inversione rispetto ai 60 punti base di tagli prezzati a febbraio.

Se il messaggio della curva obbligazionaria (bear flattening) prezza una FED in grado di rallentare la crescita, ma non un allarme immediato assimilabile a una recessione imminente, il principale rischio di coda è rappresentato dalla possibilità che la perturbazione geopolitica dell'offerta trasformi un dato sull'inflazione già problematico in uno shock energetico persistente.

Lo scenario rialzista alternativo è altrettanto chiaro: stabilizzazione del petrolio, nuova discesa di CPI e PPI e ritorno degli utili solidi quale principale determinante del mercato. Fino ad allora, il mercato appare meno orientato verso uno scenario di soft landing e più verso uno scenario di no landing, in presenza di persistenti tensioni geopolitiche sul mercato energetico.

La rivalutazione, peraltro, non ha riguardato esclusivamente gli asset statunitensi. La BCE ha inaspettatamente aumentato il proprio tasso sui depositi di 25 punti base, portandolo al 2,50%, il suo secondo rialzo del 2026, e ha avvertito che l'inflazione potrebbe rimanere sopra il target fino al 2027. I rendimenti dei titoli di Stato tedeschi a dieci anni hanno raggiunto i livelli più elevati dal 2011, mentre i costi di finanziamento a lunga scadenza di Francia e Regno Unito si sono avvicinati ai massimi degli ultimi decenni. I mercati hanno quindi iniziato a prezzare ulteriori strette da parte della BCE, potenzialmente già a dicembre.

Nel frattempo, sempre questa settimana, ci si attende che la Banca del Giappone aumenti i tassi di 25 punti base, portandoli all'1,25%, il livello più alto da 31 anni. Questa prospettiva ha rafforzato lo yen e ha mantenuto sullo sfondo il rischio di smobilizzo del carry trade (vedi paragrafo ad hoc). La Banca d'Inghilterra dovrebbe invece mantenere il tasso al 3,75% la prossima settimana, ma il mercato si è spostato verso l'ipotesi di ulteriori strette mentre il petrolio minaccia una nuova ondata inflazionistica. In questo contesto di tensioni geopolitiche e macroeconomiche, le diverse asset class hanno trascorso quattro, o cinque in alcuni casi, sessioni a incorporare questi rischi nei prezzi.

Al netto del recupero di venerdì, le azioni hanno chiuso la settimana in perdita. Questo nonostante GPT-6 Astra abbia inizialmente fornito sostegno al tema AI, sebbene resti da valutare la direzione effettiva di tale impulso.

Prima di giovedì, l'S&P 500 era sceso per quattro sessioni consecutive, portandosi sotto la propria media mobile a 50 giorni. Venerdì ha registrato un rally di sollievo di circa l'1%, favorito dal ritracciamento del greggio e dal fatto che il CPI avesse evitato lo scenario più ribassista. Nonostante ciò, il Dow ha perso l'1,6% nella settimana, mentre S&P 500 e Nasdaq 100 sono scesi di circa lo 0,6%.

Le small caps e gli altri gruppi sensibili al finanziamento hanno sofferto maggiormente con l'aumento del costo del capitale. Energia e Tecnologia sono stati gli unici settori a chiudere la settimana in positivo, mentre i comparti sensibili ai tassi hanno registrato perdite particolarmente marcate. Astra è arrivata in un momento in cui le aspettative sull'AGI hanno temporaneamente prevalso sul flusso costante di allarmismo relativo all'AI. Già entro la chiusura di giovedì, tuttavia, questo effetto era stato sostanzialmente riassorbito. È inoltre interessante osservare come, nella scorsa settimana, l'ecosistema di Anthropic abbia sovraperformato quello di OpenAI.

Il lancio di GPT-6 di OpenAI ha riacceso i timori che i modelli frontier possano assorbire funzioni attualmente monetizzate dai fornitori di software tradizionali. Salesforce, Intuit e ServiceNow sono scese di circa il 4%-5% solo martedì, contribuendo a spingere sensibilmente al ribasso l'indice più ampio del settore software e servizi nella settimana.

Alla conferenza Communacopia + Technology di Goldman, tuttavia, il messaggio ricorrente è stato che nessuno sta rallentando. Jensen Huang di Nvidia ha difeso il finanziamento delle infrastrutture AI e ha identificato la cybersicurezza come la prossima grande applicazione dell'AI. La CFO di OpenAI, Sarah Friar, ha descritto l'opportunità pubblicitaria di ChatGPT come una combinazione/commistione fra Google e Meta. I banchieri di Goldman Sachs hanno definito l'AI un superciclo d'investimento, anziché semplicemente una bolla. L'annuncio del nuovo agente Muse di Meta ha fatto salire le sue azioni di oltre il 6%. I dirigenti aziendali hanno continuato a indicare la disponibilità di capacità di calcolo, energia e dati – e non la domanda finale – come i vincoli determinanti.

I check receivers hanno sovraperformato modestamente i check writers e il momentum ha registrato una forte inversione la scorsa settimana dopo le recenti difficoltà, segnando la migliore settimana da aprile. Oracle ha offerto una breve indicazione positiva e, al tempo stesso, un possibile anticipo di ciò che potrebbe derivare da una Fed non allineata al pensiero dominante e, soprattutto, da un Bessent che riuscisse a prevalere nella propria strategia sul drenaggio della domanda obbligazionaria. Risultati record grazie a ulteriori CapEx e debito hanno inizialmente spinto fortemente al rialzo il titolo, ma appena 24 ore dopo Oracle è crollata in territorio negativo, cancellando rapidamente il movimento precedente. È quindi possibile che i mercati del credito abbiano colto un segnale differente, soprattutto in presenza di costi dei token in calo?

In tal senso, questa newsletter propone un'ipotesi/chiave di lettura che rappresenta al tempo stesso uno spoiler in vista della FED, partendo da questo grafico **(IG_AI)**. Il punto centrale è la divergenza senza precedenti tra l'investment grade ex-AI e l'investment grade AI: un rapporto che solo un anno fa scambiava a 20 punti base più compresso e che oggi scambia a un record di 50bps più ampio, avvicinandosi progressivamente all'area di competenza dei titoli spazzatura. Potrebbe essere questo il cuore della bolla del debito, poiché starebbe contemporaneamente sottraendo domanda ai Treasuries, rappresentando quel fattore drenante che nessuno vuole ammettere? Se così fosse, potrebbe essere proprio questo l'obiettivo verso cui Scott Bessent sta indirizzando la propria strategia, apparentemente fallimentare, fondata su bluff e successivi rilanci?

In aggiunta, è utile sintetizzare il pensiero del responsabile dei servizi di execution EMEA di Goldman Sachs, Bobby Molavi, secondo il quale il rialzo non è terminato. Il motore degli utili legato all'AI continua a sostenere l'intero mercato – con il software che ha persino sottratto la leadership ai semiconduttori – mentre il finanziamento di questo boom, i 10.000 miliardi di dollari di rifinanziamenti del Tesoro e il petrolio a 100 dollari si stanno manifestando contemporaneamente. Bessent ha ricomprato oltre 5 miliardi di dollari e ha cercato di assumere un ruolo attivo nel mercato. L'azione dei prezzi suggerisce tuttavia che, almeno per il momento, il mercato stia scommettendo contro questa strategia (vedi OBBLIGAZIONARIO).

Sensibilità al gas naturale.

Energia, rinnovabili, FTSE 100 e titoli difensivi tendono a soffrire meno quando i prezzi del gas aumentano. I rendimenti rappresentano però un problema e la Fed è sempre più difficile da interpretare. La scorsa settimana i sussidi di disoccupazione sono aumentati, così come i payrolls, mentre l'ADP è rimasto pressoché piatto: un quadro che riflette maggiormente un mercato del lavoro che, almeno per ora, non assume e non licenzia.

Il motore degli utili guidato dall'AI – sostenuto per quattro sedute dal ritorno del software – è stato abbastanza potente da supportare gli indici nonostante l'intera gamma di preoccupazioni legate a petrolio, inflazione, tassi, politica e consumatori. In questo mercato sembrano quindi coesistere elementi favorevoli sia ai rialzisti sia ai ribassisti, ma il profilo dei rendimenti prospettici sta assumendo una connotazione negativa.

I rialzisti indicano gli utili societari, il CapEx e gli investimenti nell'AI, l'innovazione e la rivoluzione tecnologica, oltre a un'economia e a un consumatore resilienti e stabili. I ribassisti si concentrano invece sui rendimenti, sul deficit, sulla sostenibilità della stessa spesa per l'AI e sulla dinamica circolare dei ricavi, oltre che sul costo di un petrolio più caro, di un'inflazione più elevata e di conflitti più lunghi del previsto.

Per ora sembra che gli investitori siano disposti a mantenere un'esposizione lorda, forse inferiore rispetto a maggio/giugno, ma ancora decisamente lunga. A questo posizionamento stanno affiancando una certa duration e protezione dal rischio di rialzo dei tassi, ruotando contemporaneamente verso aree più difensive del mercato, all'interno di un movimento di ampliamento.

Quello che ieri era penalizzato può quindi diventare il vincitore di oggi? Da un lato, restiamo in un superciclo dei mercati dei capitali, con emissioni e M&A sempre presenti e su larga scala. Continuiamo inoltre a osservare dati estremamente rialzisti sul computing e sull'AI: si considerino le

dichiarazioni di ChatGPT sull'AGI e/o i numeri di Oracle, che dimostrano come la domanda di capacità di calcolo rimanga forte, questa capacità continui a essere scarsa e permanga un livello estremamente elevato di potere di determinazione dei prezzi.

Dall'altro lato, il pessimismo sulla medesima AI continua a svilupparsi su tre fronti: il primo riguarda gli open weight e l'open source; il secondo i data center e la loro politicizzazione in vista delle elezioni di metà mandato; il terzo il recente, sospetto e virale messaggio relativo alla minaccia per l'umanità e ai rischi connessi all'AI.

Spirali dei rendimenti.

La dimensione del CapEx per l'AI ha prodotto un passaggio dal finanziamento tramite liquidità alla combinazione di liquidità e debito, fino all'attuale utilizzo congiunto di liquidità, debito e capitale azionario. Normalmente, quando i rendimenti aumentano, il volume delle emissioni rallenta. Nel 2026 abbiamo osservato quasi il contrario: l'indebitamento legato all'AI è aumentato mentre anche i rendimenti sono saliti.

Il problema di questa dinamica è che un tema inizia a influenzare l'altro. Le pressioni sui rendimenti IG e HY, determinate da emissioni apparentemente interminabili legate al CapEx dell'AI, a un certo punto influenzano la curva in modo tale da produrre ripercussioni sulle altre curve. Nel frattempo, i Treasury scambiano sui massimi recenti, mentre ci avviciniamo a un periodo in cui 10.000 miliardi di dollari di debito devono essere rifinanziati, potenzialmente senza che alcuni dei tradizionali acquirenti di grandi dimensioni siano coinvolti nella stessa misura osservata storicamente (vedi Cina e Giappone).

Disallineamenti tra attività e passività.

L'aumento dei rendimenti può significare due cose: un'economia più forte oppure una minore fiducia nel debitore. In alcuni casi, plausibilmente, entrambe contemporaneamente.

Uno dei problemi di questa dinamica è che l'entità del deficit statunitense mantiene estremamente elevata la necessità di prendere a prestito o rifinanziare il debito, mentre aumenta anche il costo del servizio di quel debito, generando ulteriore pressione.

Questo ciclo è inoltre influenzato negativamente dal volume dell'indebitamento del settore privato e dalla presenza di altri ambiti nei quali gli investitori possono scegliere rendimenti corretti per il rischio sul capitale prestato. Il FT ha recentemente osservato che ogni bolla viene spiegata due volte: durante la sua costruzione l'enfasi è posta su ciò che gli investitori stanno acquistando; solo successivamente viene riconosciuto che il punto più importante riguarda il modo in cui tutto è stato finanziato.

Il software sta mangiando il mondo... di nuovo.

Software morto? Non esattamente. Non molto tempo dopo che il mercato aveva deciso che l'AI avrebbe assorbito progressivamente il software, stiamo assistendo a una significativa rivalutazione del software stesso rispetto all'AI. Il software enterprise e la cybersecurity hanno decisamente sottratto la leadership ai semiconduttori: nell'ultimo mese l'ETF software (IGV) è salito di circa il 6%, mentre l'ETF dei semiconduttori (SOXX) è sceso di circa il 2,2%.

Nel rally di metà settimana, Palantir è balzata di circa l'8%, ServiceNow di circa il 7% e CrowdStrike di circa il 6%, sulla scia di una domanda in forte espansione per l'AI agentica. Tutto questo rappresenta, in una certa misura, un pain trade. La rotazione dall'hardware IA verso il livello software e applicativo, caratterizzato da margini più elevati, costituisce al momento una delle scelte attive più nette sul mercato e non appare allineata con il posizionamento precedente alla rotazione.

Sotto la superficie, la cybersecurity rappresenta il sottotema più evidente. I risultati trimestrali hanno raggiunto livelli record: il secondo trimestre fiscale di CrowdStrike ha registrato 1,47 miliardi di dollari di ricavi e 333 milioni di dollari di ARR netto di nuova acquisizione. Si configura quindi un confronto tra modelli a maggiore e minore intensità di capitale: crescita dell'EPS forward a 12 mesi per i panieri Capital Light (GSSTCAPL) e Capital Intensive (GSSTCAPI).

Strategie di uscita.

Un tempo, quando un'azienda raggiungeva 100 milioni di dollari di ARR, la principale strada per l'exit strategy era rappresentata da una IPO. Oggi le IPO sembrano collocarsi spesso molto più in basso nella gerarchia delle opzioni di uscita disponibili ai fondatori. Vediamo aziende come Hugging Face o Wiz crescere e realizzare l'exit attraverso acquirenti strategici corporate a capitalizzazioni di mercato estremamente elevate.

Stiamo inoltre iniziando a osservare un'inversione nel rapporto pubblico/privato, con società private che formulano offerte per società pubbliche di grandi dimensioni: la recente attenzione di Stripe verso PayPal ne costituisce un buon esempio.

L'acquisto di Hugging Face e Poolside da parte di Nvidia rappresenta un ulteriore passo verso l'integrazione verticale tra prodotti e servizi. Costituisce inoltre un evidente voto pubblico a favore dell'open weight/open source, non a scapito delle tecnologie frontier ma insieme ad esse. Utilizzando le parole di Jensen: *«I modelli aperti rafforzano la sicurezza e la cybersecurity, accelerano l'innovazione e la diffusione e consentono la sovranità. Permettono a ogni sviluppatore, startup, università, industria e Paese di costruire con l'AI, personalizzarla e trarne beneficio».* Una valutazione particolarmente condivisibile.

Spot on, vol on.

Una delle caratteristiche del 2026 è stata la disgregazione delle correlazioni tradizionali. Normalmente, un petrolio più elevato avrebbe avuto un impatto sui mercati; rendimenti più elevati avrebbero esercitato pressioni analoghe; una volatilità maggiore sarebbe stata interpretata come un segnale di crescente avversione al rischio, spesso seguito da mercati più bassi.

Un'altra peculiarità è rappresentata dalla significativa dislocazione tra la volatilità dell'indice – quella dell'S&P rimane estremamente bassa rispetto alle serie storiche e da inizio anno – e altre misure di

volatilità, a livello di fattore, settore, tema e singolo titolo. In questo contesto, la stagionalità potrebbe assumere crescente rilevanza.

Stagionalità.

Con l'avanzare di settembre, i riacquisti di azioni proprie – orientati, ancora una volta, verso un altro anno record – si interrompono in vista dei periodi di blackout precedenti alla pubblicazione degli utili. Gli afflussi del retail, anch'essi dimostratisi consistenti e sostanziali, tendono a rallentare o interrompersi. Dopo un periodo festivo caratterizzato da relativa tregua, è inoltre probabile che le emissioni aumentino.

In altre parole, due dei tre pilastri del 2026 – riacquisti, acquisti retail e M&A – rallentano, mentre la componente compensativa, rappresentata dalle emissioni azionarie e dalla re-equitizzazione, entra a pieno regime.

Cambiamento climatico.

Stando a un recente studio di Verisk, in un anno tipico si prevede che le catastrofi naturali costino al mondo circa 450 miliardi di dollari. Di questi, circa il 50% non è assicurato, creando un deficit per governi, proprietari di abitazioni e imprese quando e se tali eventi si verificano.

Lo scorso anno è stato il sesto anno consecutivo in cui le perdite assicurate globali hanno superato i 100 miliardi di dollari, e questo senza che un singolo uragano abbia toccato terra, evento che normalmente fornisce un contributo importante. Nel corso del 2026 abbiamo osservato incendi boschivi, siccità, terremoti, fallimenti dei raccolti, inondazioni improvvise e cedimenti del terreno; gli incendi di Los Angeles del 2025 sono costati fino a 65 miliardi di dollari.

Ci avviciniamo ora alla stagione degli uragani in alcune aree, mentre si discute della possibilità di un Super El Niño, di estati più calde, di un aumento degli incendi e di conseguenze meno

immediatamente visibili, come gli sciami di meduse che influenzano la produzione di energia o la minore piovosità che incide sui bacini idrici e sulle rotte marittime. Ancora più rilevanti potrebbero essere gli impatti sulle fonti alimentari a livello globale.

In sintesi, questa è una fase del ciclo nella quale gli indici continuano a trasmettere un'apparente semplicità del quadro rialzista, mentre sotto la superficie diversi segmenti stanno già registrando perdite significative. Il computing è presumibilmente scarso, Oracle conserva il proprio potere di determinazione dei prezzi, Altman parla di AGI e software/cybersecurity è improvvisamente diventato il pain trade sul quale pochissimi investitori erano posizionati.

Il quadro apparentemente favorevole implica tuttavia anche che big tech e SPV siano sulla traiettoria per emettere circa 250 miliardi di dollari di obbligazioni, equivalenti a circa il 70% delle emissioni del Tesoro, mentre i prenditori legati all'AI continuano ad accedere al mercato nonostante il contemporaneo aumento dei rendimenti. Si tratta di una combinazione di fattori difficilmente compatibile con uno scenario privo di tensioni.

A ciò si aggiungono un mercato del lavoro caratterizzato da poche assunzioni e pochi licenziamenti, una Fed difficile da interpretare – sebbene il CPI abbia significativamente ridotto lo spazio di manovra di Warsh –, i riacquisti di settembre che si riducono, gli afflussi retail che rallentano, fino a trasformarsi in deflussi a seconda della fonte, e l'offerta che torna sul mercato.

Il 2026 ha finora superato ogni fonte di preoccupazione, ma alcuni di questi fattori stanno assumendo una consistenza crescente. È quindi possibile rimanere long sulla narrativa dell'AI, purché non si confonda un indice ancora vicino ai massimi con una prospettiva sottostante che potrebbe aver già iniziato a deteriorarsi.

Per questo, già oggi gli investitori che cercano di diversificare oltre i titoli legati all'intelligenza artificiale – ormai oggetto di investimenti massicci in Corea e Giappone – stanno puntando sempre più sui derivati azionari cinesi. Nelle ultime settimane, i desk di trading di istituti come Barclays e UBS

hanno registrato una crescente domanda da parte dei clienti per opzioni bullish e contratti swap legati agli indici cinesi CSI. Parallelamente, un numero crescente di strategist consiglia operazioni in derivati per posizionarsi in vista di possibili guadagni, in particolare nel segmento delle società a media e piccola capitalizzazione.

Stando a BNP Paribas SA e Bank of America, i fattori chiave per i titoli cinesi includono le riforme in corso sui mercati dei capitali – che favoriscono un graduale mercato rialzista –, i progressi tecnologici orientati all'autosufficienza e il miglioramento delle prospettive di utili nel settore hardware. In un recente rapporto, UBS ha indicato l'indice CSI 500 come un'alternativa di investimento legata all'intelligenza artificiale per chi cerca di diversificare la propria esposizione.

Tuttavia, nonostante il ritorno dell'ottimismo, i trader mantengono un atteggiamento prudente riguardo alle prospettive economiche del Paese e al sostegno governativo. L'indice CSI 1000, in ripresa dopo aver registrato a luglio la peggiore perdita mensile dal 2016, rimane comunque inferiore del 16% rispetto ai massimi di maggio. Nel frattempo, la volatilità implicita – l'indicatore che riflette i prezzi delle opzioni – è scesa nuovamente verso la media annuale, rendendo più interessanti le strategie tramite derivati.

«È un'operazione ideale in questo momento, dato che c'è una certa tensione sui mercati», ha affermato Lars Naeckter, responsabile della ricerca sui derivati azionari per l'area Asia-Pacifico presso Bank of America, che consiglia strategie di call spread sull'indice CSI 1000. Piuttosto che concentrarsi esclusivamente su azioni cash o futures, le opzioni appaiono sensate, soprattutto quando le condizioni di prezzo sono favorevoli. Prima o poi emergerà un catalizzatore; spesso è più conveniente posizionarsi in anticipo in modo tattico piuttosto che reagire successivamente.

Anche presso Barclays si osserva un crescente interesse dei clienti per i call spread sugli indici del mercato interno cinese, con molti investitori che si posizionano in previsione di una salita graduale anziché di un rally repentino. Secondo Kaanhari Singh, responsabile vendite di derivati azionari flow per l'area Asia-Pacifico della banca, risultano interessanti – rispetto ai trend storici recenti – anche le operazioni che puntano alla sovraperformance degli indici CSI 300 e CSI 500.

«Negli ultimi mesi abbiamo riscontrato un crescente interesse degli investitori per strategie che puntano al rialzo delle azioni cinesi di classe A», ha dichiarato Singh. In parte, ciò riflette la volontà di diversificare le fonti di rendimento azionario, in un contesto in cui emergono interrogativi sulle valutazioni e sulle aspettative di rendimento legate ad alcuni dei temi di investimento più affollati a livello globale.

Nel frattempo, il desk di sales and trading di UBS ha rilevato, il 30 agosto, che il maggiore flusso settimanale di derivati in Asia è derivato da scommesse rialziste sugli indici cinesi CSI. Sono stati registrati numerosi ordini di entità significativa per swap long concentrati sugli indici CSI 300 e CSI 500, accompagnati da strutture di opzioni orientate al rialzo.

Stando alle previsioni di BNP Paribas, la crescente rilevanza del settore tecnologico negli indici cinesi sta contribuendo ad attrarre investitori, in un contesto nel quale il governo promuove l'autosufficienza del comparto. Il settore tecnologico è diventato quello con il peso maggiore nell'indice CSI 300 e ha aumentato la propria incidenza anche negli indici CSI 500 e CSI 1000, che includono società a media e piccola capitalizzazione. Negli Stati Uniti iniziano inoltre a registrarsi operazioni su blocchi di opzioni call rialziste sul fondo KraneShares CSI China Internet, con posizionamenti orientati a un ritorno verso i livelli di prezzo registrati all'inizio dell'anno.

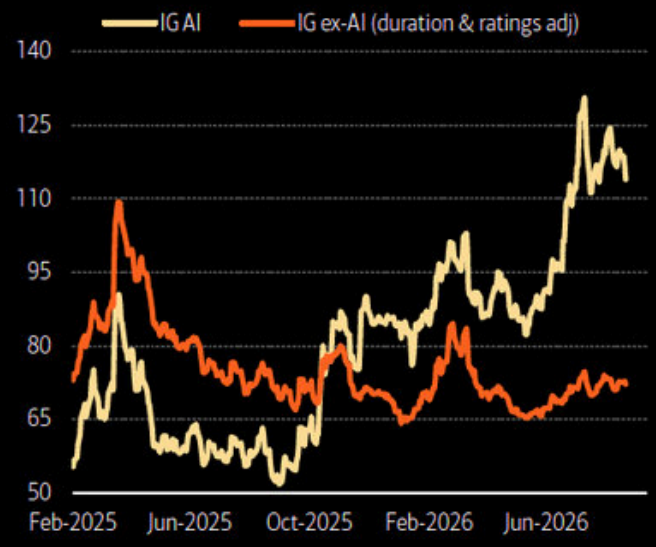
Stagflazione d'autunno?

Poiché il diesel rappresenta il «punto di pressione dell'economia reale», particolare attenzione dovrebbe essere rivolta ai titoli dei trasporti (IYT), che stanno ora avvicinandosi alla media mobile a 200 giorni @ 80. Qualora l'ETF dei trasporti dovesse scendere al di sotto di tale livello, ciò confermerebbe, secondo il guru di Bank of America Michael Hartnett, che il derisking macroeconomico estivo, finora rimasto relativamente ordinato, rischia di trasformarsi in un evento di stagflazione autunnale.

Hartnett sottolinea inoltre come, a fronte di un petrolio ancora significativamente al di sotto del picco

raggiunto durante la crisi ucraina, il diesel si trovi oggi su una valutazione record di 6 dollari al gallone.
Occorre quindi chiedersi se questi due grafici **(DIESEL** e **STAGFLATION)** possano rappresentare la chiave interpretativa reale di una FED destinata a diventare a breve più accomodante, fino all'eventualità di generare un QE stealth o di coordinarsi con il Tesoro attraverso buybacks ampliati per realizzare una vera Operation Twist.
E, se così fosse, resta un'ultima questione: il diesel potrebbe essere sufficiente a giustificare la sorpresa di tassi invariati mercoledì oppure costituirebbe il fattore destinato a imporre una rapida inversione di rotta, anche in via emergenziale, dopo l'eventuale policy error rappresentato da un rialzo dei tassi?

Exhibit 15: IG AI-related vs. ex-AI spread levels
Spreads on IG AI-related issues vs. comparable duration & ratings adj ex-AI



Source: BofA Global Research, ICE Data Indices, LLC

BofA GLOBAL RESEARCH

Exhibit 16: Spread premium on IG AI-related vs. ex-AI
Spread differential between IG AI-related issues vs. comparable duration & ratings adj ex-AI

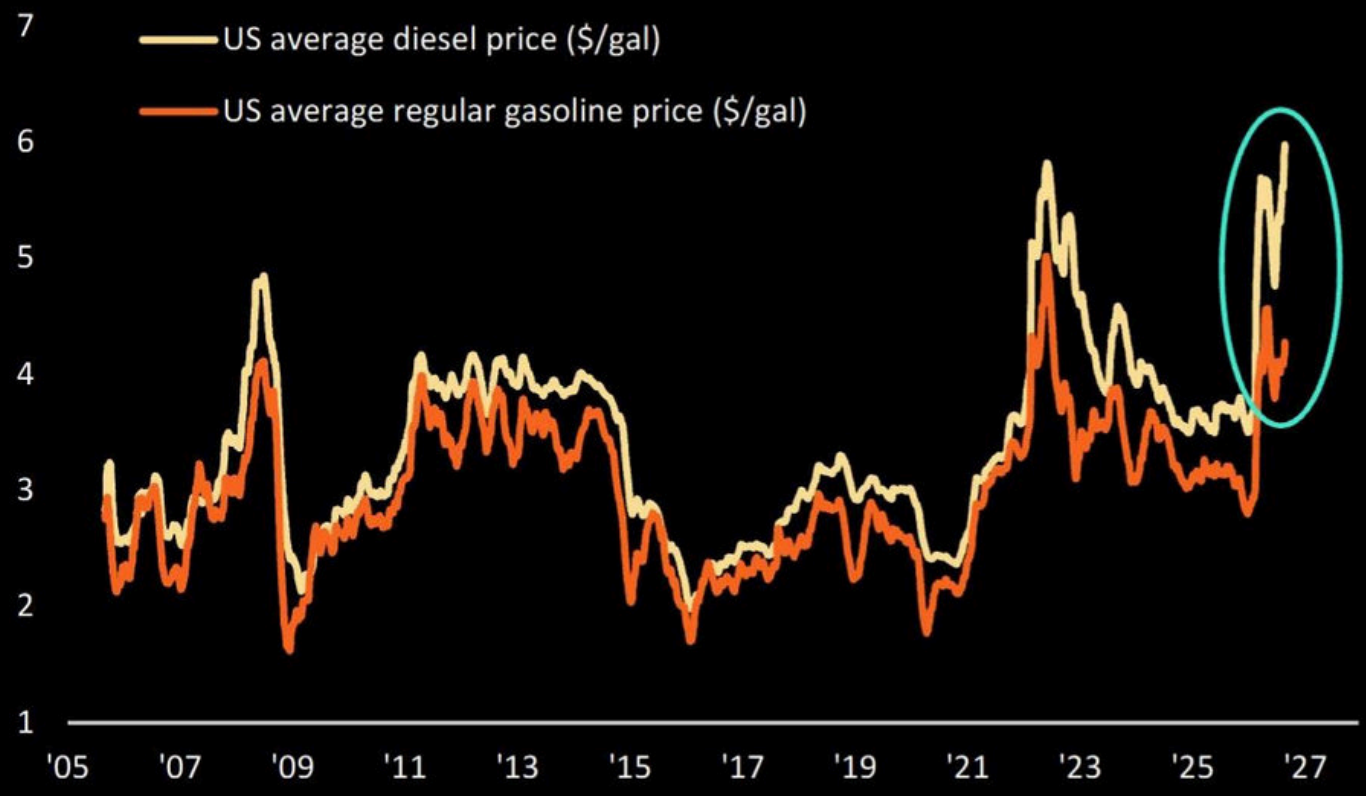


Source: BofA Global Research, ICE Data Indices, LLC

BofA GLOBAL RESEARCH

Immagine IG_AI - **Fonte** Bank of America

Chart 2: Diesel the key real-economy pressure point
US daily national average diesel and regular unleaded gasoline price ($/gal)



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, American Automobile Association

BofA GLOBAL RESEARCH

Immagine DIESEL - **Fonte** Bank of America

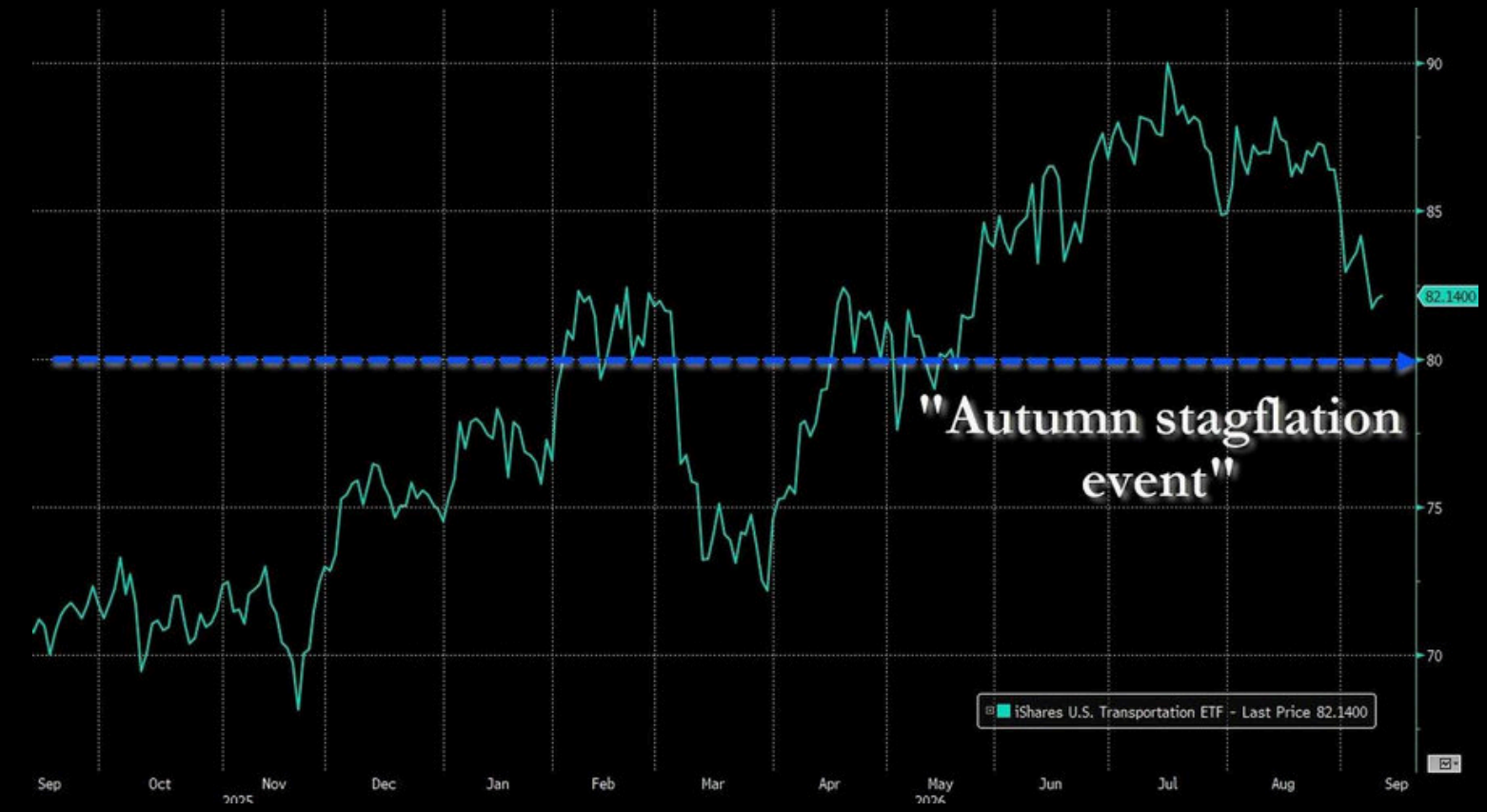


Immagine STAGFLATION - **Fonte** Zerohedge

equity

Take Away

FED, inflazione e policy error – PPI e CPI persistenti, petrolio sopra i 100 dollari e diesel record hanno portato all'87% la probabilità di un rialzo FED, aumentando il rischio di una successiva inversione della politica monetaria.

Petrolio, Hormuz e stagflazione – Le tensioni a Hormuz e Bab el-Mandeb, il calo della produzione saudita e il diesel a 6 dollari al gallone rafforzano i rischi su inflazione, consumi e crescita.

Banche centrali e rendimenti – FED, BCE, BoJ e BoE affrontano nuove pressioni inflazionistiche. Treasury decennale vicino al 5% e rendimenti globali in aumento segnalano aspettative di tassi più elevati e persistenti.

AI, CapEx e debito – Il boom dell'AI sostiene utili e investimenti, ma richiede crescente ricorso a debito e capitale. Le emissioni legate all'AI potrebbero inoltre sottrarre domanda ai Treasuries.

Software e cybersecurity – La leadership dell'AI si sta spostando dall'hardware verso software enterprise, AI agentica e cybersecurity, con IGV in sovraperformance rispetto a SOXX e risultati particolarmente solidi per CrowdStrike.

Cina e diversificazione – Cresce l'interesse per CSI 300, CSI 500 e CSI 1000 attraverso derivati, mentre tecnologia e autosufficienza sostengono il mercato cinese come alternativa per diversificare l'esposizione azionaria.

AI agentica – Sistemi di intelligenza artificiale capaci di svolgere autonomamente attività articolate, prendendo decisioni e utilizzando strumenti per raggiungere un obiettivo con un intervento umano limitato.

ARR (Annual Recurring Revenue) – Ricavi ricorrenti annualizzati generati da abbonamenti o contratti continuativi. È una metrica particolarmente utilizzata per valutare società software e tecnologiche.

Bear flattening – Movimento della curva dei rendimenti in cui i tassi a breve termine aumentano più di quelli a lungo termine, generalmente in risposta ad aspettative di una politica monetaria più restrittiva.

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

CapEx (Capital Expenditure) – Spese sostenute per investimenti di lungo periodo, come data center, infrastrutture, impianti e capacità di calcolo. Nel testo assume particolare rilevanza per gli enormi investimenti necessari allo sviluppo dell'AI.

Carry trade – Strategia che consiste nel finanziarsi in una valuta con tassi bassi per investire in attività o valute con rendimenti superiori. Un rialzo dei tassi giapponesi può provocarne lo smobilizzo.

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

Front-month – Contratto futures con la scadenza disponibile più vicina. È spesso utilizzato come riferimento per valutare le condizioni correnti del mercato delle materie prime.

Investment Grade (IG) / High Yield (HY) – L'Investment Grade identifica obbligazioni con qualità creditizia relativamente elevata; l'High Yield comprende titoli con rating inferiore e maggiore rischio di credito, compensato normalmente da rendimenti più alti.

No landing – Scenario nel quale l'economia continua a crescere nonostante tassi elevati, senza entrare in recessione ma anche senza rallentare abbastanza da riportare rapidamente l'inflazione verso il target.

Open weight / Open source – Nell'AI, modelli i cui parametri ("weights") o componenti tecnologiche sono resi accessibili, in misura diversa, consentendo a sviluppatori e organizzazioni di utilizzarli, modificarli o personalizzarli.

Operation Twist – Strategia di politica monetaria con cui una Banca centrale interviene sulla composizione delle proprie attività per influenzare soprattutto i rendimenti a lungo termine senza necessariamente aumentare la dimensione complessiva del bilancio.

Pain trade – Movimento di mercato contrario al posizionamento prevalente degli investitori, che può costringerli a modificare rapidamente le proprie esposizioni amplificando ulteriormente il movimento.

Policy error – Errore di politica monetaria, ad esempio un rialzo dei tassi eccessivo o tardivo che finisce per danneggiare significativamente economia e mercati.

QE stealth – Espressione informale utilizzata per indicare interventi che producono effetti simili al Quantitative Easing, aumentando indirettamente la liquidità o sostenendo il mercato obbligazionario senza essere formalmente presentati come un nuovo QE.

Re-equitizzazione – Processo attraverso il quale aumenta l'offerta di capitale azionario, ad esempio tramite nuove emissioni, aumenti di capitale o altre operazioni che riportano equity sul mercato.

SPV (Special Purpose Vehicle) – Società o veicolo costituito per uno scopo specifico, spesso utilizzato per finanziare, detenere o isolare determinati investimenti, attività o passività.

Volatilità implicita – Misura delle oscillazioni future attese dal mercato, ricavata dai prezzi delle opzioni anziché dai movimenti storici del sottostante.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

Il Tesoro USA ha riacquistato $5,2 miliardi di Treasury 10-20 anni sui $6 miliardi previsti, rifiutando offerte poco convenienti e contribuendo al rialzo del decennale fino al 4,94%. Se i buyback non riusciranno a stabilizzare la parte lunga della curva, Bessent potrebbe ricorrere a misure più incisive, dalla riduzione delle aste fino alla revisione delle emissioni a 20 e 30 anni. Sullo sfondo resta il deterioramento fiscale: deficit a $1,97 trilioni nei primi 11 mesi dell'anno fiscale 2026 e interessi a $1,267 trilioni, destinati ad aumentare ulteriormente in caso di rialzo FED. Parallelamente, il boom degli investimenti AI sta generando un'enorme domanda di capitale: gli hyperscalers aumentano CapEx ed emissioni di debito mentre il free cash flow si deteriora, creando una nuova fonte di pressione sull'offerta obbligazionaria.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Nel breve periodo il Q4 potrebbe offrire una fase di relativa stabilizzazione: l'offerta di debito AI dovrebbe rallentare e Goldman Sachs vede spazio per un rally tattico del credito AI nei prossimi 1-2 mesi. Il quadro strutturale resta però più complesso. Nel 2027 le emissioni senior di hyperscalers/chip potrebbero salire di circa il 40% a $340 miliardi, a cui si aggiungeranno data center e finanziamenti strutturati dei chip. La combinazione tra crescente fabbisogno del Tesoro USA e debito AI rischia quindi di aumentare la pressione sulla parte lunga della curva e sugli spread IG AI. In questo scenario crescerà anche la domanda di strumenti di copertura e trasferimento del rischio, con CDS, TRS e volumi sul credito destinati ad assumere un ruolo sempre più rilevante.

Ciò che conta, talvolta, non è immediatamente evidente. In condizioni di incertezza, gli operatori tendono spesso a privilegiare scenari, strumenti e interlocutori già conosciuti rispetto ad alternative meno prevedibili: è la logica del cosiddetto devil you know. Scott Bessent sembra muoversi secondo un approccio analogo, privilegiando strategie il cui profilo di rischio e le cui conseguenze siano, per quanto possibile, controllabili. Quando descrive il mercato obbligazionario come in very good shape, nonostante i rendimenti salgano lungo tutta la curva quasi immediatamente dopo le sue dichiarazioni, l'obiettivo non sembra essere quello di formulare una semplice valutazione sullo stato del mercato, quanto piuttosto di provocarne una reazione. Quanto accaduto prima dell'operazione di buyback ampliato di giovedì scorso (6 miliardi attesi di riacquisto) offre indicazioni significative in tal senso.

Prima dell'asta, si confrontavano due interpretazioni su come avrebbe potuto svilupparsi l'operazione. Da un lato, vi erano coloro che, come gli strategist sui tassi di Bank of America, si aspettavano che il Tesoro acquistasse quasi l'intero ammontare massimo di $6 miliardi nell'operazione di riacquisto, per evitare il rischio di un'ulteriore svendita dei titoli a lunga scadenza.

Come ha scritto il guru dei tassi di BofA, Mark Cabana, nelle ultime operazioni i riacquisti nel segmento 10y-20y avevano ricevuto in media $18,7 miliardi di offerte, ovvero circa 9 volte in eccesso di sottoscrizione (rispetto al vecchio importo nominale massimo consentito di $2 miliardi), e il Tesoro aveva sempre acquistato il massimo. Un acquisto inferiore al massimo sarebbe stato senza precedenti per il segmento 10y-20y, hanno scritto.

Naturalmente, il Tesoro mantiene la possibilità teorica di acquistare anche un importo pari a 0, in particolare qualora le offerte risultino poco convenienti rispetto ai prezzi di mercato prevalenti alla chiusura dell'operazione. Inoltre, come osservano gli strategist di BofA, in passato si sono verificati episodi nei quali un rally del mercato durante un'operazione di riacquisto ha portato il Tesoro ad accettare un ammontare inferiore all'importo massimo.

Dall'altro lato, vi erano coloro che hanno interpretato l'operazione-pilota di giovedì scorso secondo una prospettiva di teoria dei giochi, sottolineando come un maggiore volume di obbligazioni riacquistate dal Tesoro avrebbe potuto essere interpretato come un segnale di difficoltà. Ciò avrebbe potenzialmente innescato un'ulteriore svendita, in un momento in cui i rendimenti si trovavano già sui massimi degli ultimi 3 anni.

Contrariamente alle aspettative di Cabana, il Tesoro ha riacquistato una quantità materialmente inferiore di titoli con scadenza tra 10 e 20 anni rispetto all'importo massimo precedentemente indicato, contribuendo a spingere ulteriormente al rialzo i rendimenti del debito pubblico statunitense. Giovedì il Tesoro ha acquistato soltanto $5,2 miliardi di debito, al di sotto dell'importo massimo di $6 miliardi annunciato il giorno precedente. Il Treasury ha ricevuto offerte per $10,5 miliardi di obbligazioni a 10-20 anni, accettandone poco meno della metà, ovvero $5,187 miliardi, al di sotto del massimo di $6 miliardi.

La ragione per cui non sono stati accettati tutti i $6 miliardi risiede nella qualità delle offerte ricevute. Circa un quarto delle offerte accettate erano lowball, ovvero proposte nelle quali chi offriva di vendere titoli al Tesoro richiedeva prezzi significativamente superiori – e quindi rendimenti significativamente inferiori – rispetto a quelli di mercato per cedere i propri Treasuries, assicurandosi così un profitto immediato (poiché avrebbe potuto successivamente riacquistare gli stessi titoli sull'open market). Se il 25% delle offerte accettate presentava queste caratteristiche, è ragionevole ritenere che i restanti $5,3 miliardi di offerte non accettate fossero ancora meno convenienti. Si può quindi presumere che una parte significativa delle proposte mirasse a sfruttare la necessità del Tesoro di contenere i rendimenti in quella specifica seduta.

Bessent ha tuttavia scelto di non assecondare questa dinamica, respingendo non soltanto circa la metà di tutte le proposte idonee, ma accettando quasi $1 miliardo in meno rispetto al massimo previsto. Come osservato in precedenza, sebbene il Tesoro non sia obbligato ad acquistare l'importo massimo, questa è stata soltanto la terza occasione in cui ha scelto di non farlo.

Dal 2024, quando il programma è stato reintrodotto, sono state effettuate 53 operazioni di questo tipo mirate al debito nominale a più lunga scadenza. Di conseguenza, la scuola di pensiero rappresentata da Cabana sembra avere, almeno per ora, maggiori elementi a proprio favore. Il rendimento dei Treasury decennali, salito ai massimi della seduta ed estendendo il rialzo precedente all'operazione, con un incremento di 10 punti base al 4,94%, sembra implicitamente confermarlo. Almeno per il momento.

La questione diventa quindi quali strumenti restino a disposizione di Bessent e se l'opzione più estrema rappresentata da QE/YCC possa gradualmente entrare nel dibattito.

Forse, ma non ancora. Sempre secondo Cabana, qualora il Tesoro non riuscisse a contenere la svendita sui tassi della parte lunga della curva – circostanza che sembra essersi verificata, almeno per ora – potrebbe prendere in considerazione misure di gestione del debito più incisive. Tra queste, una riduzione delle dimensioni delle aste sul tratto lungo della curva o persino la completa eliminazione del bond a 20 anni, qualora i riacquisti non risultassero sufficienti.

Gli strategist stimano che riduzioni delle cedole simili a quelle osservate nell'episodio del 2021-2022 potrebbero corrispondere a circa 20 punti base di ulteriore impatto sui tassi e che l'eliminazione delle emissioni a 20 e 30 anni potrebbe determinare fino a 53 punti base di ulteriore impatto sui tassi. BofA continua a raccomandare di comprare il ribasso sugli spread a 30 anni, alla luce di un Tesoro più interventista, pur sottolineando la necessità di prepararsi inizialmente a ulteriori pressioni.

Con il DOGE ormai smantellato de facto da più di un anno e i dazi bocciati dalla Corte Suprema, gli Stati Uniti sembrano inoltre aver sostanzialmente abbandonato la prospettiva di una normalizzazione della spesa o di un miglioramento strutturale della traiettoria del debito statunitense. Venerdì, sempre il Tesoro USA ha pubblicato gli ultimi dati mensili, relativi ad agosto, sul deficit di bilancio, confermando un quadro in progressivo deterioramento.

Le entrate totali degli Stati Uniti sono state pari a $360 miliardi, un modesto miglioramento rispetto ai $344 miliardi di un anno fa, con le imposte sul reddito delle persone fisiche pari a $179 miliardi, ovvero circa la metà del totale, e gran parte delle restanti entrate proveniente dalla Social Insurance e dalla Retirement, pari a $141 miliardi. Sul fronte della spesa, il quadro rimane meno favorevole: le uscite totali sono state pari a $527 miliardi, un modesto miglioramento rispetto ai $689.1 miliardi di un anno fa, ma gran parte di questa differenza è riconducibile all'impatto sul calendario dei dazi. Considerando entrate e spese nel loro contesto, le rispettive linee di tendenza stanno rapidamente divergendo: la spesa procede verso il superamento del massimo storico raggiunto durante il Covid, mentre le entrate governative rimangono confinate all'interno di un intervallo molto più ristretto.

La differenza tra le due componenti determina naturalmente il deficit di bilancio degli Stati Uniti. Ad agosto, questo è stato pari a $166.8 miliardi, in miglioramento rispetto all'elevato deficit di luglio di $432 miliardi, a sua volta influenzato da alcune discrepanze di calendario tra i due mesi. Il dato maggiormente rilevante è tuttavia quello relativo ai primi 11 mesi dell'anno fiscale 2026 (con un solo mese rimasto nell'anno fiscale): il deficit totale degli Stati Uniti ha raggiunto $1.97 trilioni, un livello identico a quello dell'anno precedente. Una volta completato l'anno fiscale, l'aspettativa è che quello in corso risulti il 3° anno peggiore per il deficit statunitense mai registrato, superato soltanto dagli anni di crisi del 2020 e del 2021.

Infine, passando a uno degli elementi centrali del quadro fiscale – ovvero la spesa per interessi – ad agosto gli Stati Uniti hanno sostenuto $98 miliardi di interessi lordi. Ciò significa che, con un solo mese rimasto nell'anno fiscale 2026, la spesa totale degli Stati Uniti per interessi ha raggiunto $1.267 trilioni, in aumento del 12% rispetto a un anno fa. Su base LTM, si colloca ora al record di $1.4 trilioni ed è destinata a superare la Social Security (che era pari a $1.66 trilioni LTM ma cresce molto più lentamente) entro la fine del 2028.

Poiché il 23% del debito statunitense negoziabile è attualmente costituito da T-Bills, che subirebbero un impatto immediato da qualsiasi rialzo della Fed, un eventuale aumento dei tassi da parte di Warsh determinerebbe un'ulteriore e più rapida crescita della spesa per interessi USA.

Questo segnala come la traiettoria del debito statunitense appaia sempre più difficile da modificare e come la questione centrale sia se la FED, attraverso un'ulteriore restrizione monetaria, possa accelerarne il deterioramento, rendendo ancora più oneroso il servizio del debito.

Il 2026 è stato inoltre un anno particolarmente rilevante per l'emissione di credito. Con le spese in conto capitale dei grandi hyperscalers che quest'anno dovrebbero avvicinarsi a 1.000 miliardi di dollari (e superare questa soglia nel 2027), e con la maggior parte degli hyperscalers ormai in territorio negativo per quanto riguarda il free cash flow, dato che tutto il loro FCF viene destinato alla costruzione di data center e al finanziamento dei produttori di memoria (in un momento in cui un'ondata di modelli cinesi open-weight garantisce che il ROIC del comparto AI non raggiungerà mai gli obiettivi richiesti dagli investitori), si è verificato un fortissimo aumento delle emissioni di debito destinate a finanziare gli impegni legati all'AI, sia dentro sia fuori bilancio. Queste ultime hanno raggiunto quota 3,1 trilioni, di cui 1,3 aggiuntisi soltanto negli ultimi 3 mesi.

Per coloro che non vogliono o non hanno il tempo di approfondire tutti i dettagli, ma desiderano comunque una risposta generale alla domanda su quanto debito stiano emettendo gli hyperscalers, può rappresentare un utile compendio Eye on the Market, l'ultimo rapporto di Michael Cembalest di JPMorgan. Secondo Cembalest, gli hyperscalers stanno emettendo una quantità di debito tale da poter potenzialmente determinare un problema di domanda e offerta sulla parte lunga della curva dei rendimenti: finora, nel 2026, le emissioni di debito dei cinque hyperscalers più NVIDIA ammontano a circa 320 miliardi di dollari (compresi gli SPV per i quali queste società sono obbligati a backstop sui contratti di locazione dei data center). Considerando soltanto la componente a lunga durata nel 2026, la stima è pari a 303 miliardi di dollari in equivalenti decennali. Si tratta del 68% delle nuove emissioni di Treasury a lunga durata di quest'anno. Nelle parole del presidente della FCC Carr, *"immagino che gli hyperscalers possano sempre essere informati che, se necessario, dovranno fare le cose nel modo facile o nel modo difficile".*

CAPEX AI – Una pausa, per ora

Con circa 300 miliardi di dollari di offerta già emessi da inizio anno, l'AI è stata senza dubbio il tema più importante nel mercato IG. Il resto dell'anno, tuttavia, dovrebbe essere relativamente tranquillo, considerando che è previsto un solo altro accordo senior di un hyperscaler, oltre ad alcune emissioni relative ai data center. Ciò rappresenterebbe il livello più basso di emissioni di debito senior da parte di hyperscalers/chip in qualsiasi periodo dall'inizio della fase di costruzione, con una riduzione prossima al 50%.

Si tratta, tuttavia, soltanto di una tregua temporanea. Alcune stime molto approssimative sulle emissioni senior di hyperscalers/chip nel 2027 indicano un possibile aumento di circa il 40%, fino a circa 340 miliardi di dollari (utilizzando le ipotesi riportate di seguito e sottolineando che non si tratta di una previsione ufficiale di Goldman Sachs, bensì di una traccia approssimativa basata sull'estrapolazione delle tendenze di quest'anno).

Inoltre, includendo le componenti delle emissioni AI più difficili da stimare, come i data center e altre emissioni correlate, non sembra ancora che il processo abbia raggiunto il quinto inning della fase di costruzione. Questa valutazione esclude inoltre il finanziamento strutturato dei chip, che potrebbe potenzialmente rappresentare la principale area di crescita nel finanziamento dell'AI (potenzialmente oltre 100 miliardi di dollari) ma che, come scrive nel suo report il managing director di Goldman Sachs, Jeffrey Papai, risulta troppo opaco nella struttura e nelle tempistiche per consentirgli di elaborare una stima.

Ancora una volta, si tratta di stime approssimative basate su diverse ipotesi, ma utili soprattutto a rappresentare la potenziale portata del fenomeno. Inoltre, le scadenze in arrivo nel debito senior di hyperscalers/chip nel 2027/28 sono limitate (circa 45 miliardi di dollari), quindi non vi sarà il ricambio annuale della domanda osservabile in altri settori caratterizzati da emissioni elevate, come le banche (circa 180 miliardi di dollari di scadenze, senza nemmeno includere le callable TLAC 2029).

Riassumendo quanto sopra, sempre Papai afferma che – sul piano tattico – apprezza il paniere AI di Goldman (GSUCIABK) in vista di un rally di sollievo di breve periodo nei prossimi 1-2 mesi, considerando che si trova a meno di 10 pb dai massimi assoluti degli spread e che l'offerta AI sta rallentando. Tuttavia, strutturalmente rimane sottopesato nel lungo periodo e ritiene che la forza successiva a questa fase debba essere sfruttata per vendere, poiché gli spread IG AI sembrano destinati a tornare a sottoperformare con l'avvicinarsi del 2027 e della prossima ondata di offerta.

In altri termini, il Q4 potrebbe rappresentare una fase temporaneamente più favorevole, prima di un nuovo deterioramento delle condizioni. Un indicatore di questa evoluzione potrebbe essere rappresentato dalla forte crescita del trasferimento del rischio attraverso i prodotti di credito, un tema destinato ad assumere notevole rilevanza nel 2027, quando i trader di credit default swaps saranno, secondo Goldman Sachs, tra i professionisti più richiesti a Wall Street.

Goldman osserva che, aneddoticamente, nelle ultime due settimane sono pervenute numerose richieste sulla possibilità di negoziare CDS da parte di RM che avevano trattato questo prodotto l'ultima volta prima della GFC. Dopo quasi 15 anni di cali continui, il mercato è sulla buona strada per registrare un aumento di circa il 15% nel 2025 e nel 2026. Il fenomeno è trainato principalmente dal comparto AI, dove il finanziamento dell'AI ha riportato in primo piano un'opportunità significativa e scalabile.

Questa tendenza dovrebbe accelerare man mano che il mercato si orienterà verso finanziamenti strutturati per chip e data center, che generalmente presentano durata breve e probabilmente richiederanno un maggiore ricorso all'hedging rispetto alle emissioni senior, che possono invece essere realizzate attraverso emissioni opportunistiche. Oltre ai CDS, i TRS su panieri continuano a crescere a ritmo sostenuto e i volumi di negoziazione delle obbligazioni cash stanno raggiungendo nuovi record, con aumenti dei volumi anno su anno del 10-15% sia nell'IG sia nell'HY.

È inoltre interessante osservare che, dal 2024, quando la rivoluzione PT/ETF ha realmente preso piede – favorendo maggiore scalabilità, efficienza e spread bid/offer più contenuti – i volumi di negoziazione sono aumentati materialmente più velocemente rispetto alla crescita dei nozionali obbligazionari in essere. Si tratta di una dinamica differente rispetto al periodo precedente al 2024, quando dimensione del mercato e volumi di negoziazione crescevano sostanzialmente di pari passo. I volumi di negoziazione sono cresciuti maggiormente negli ultimi 3 anni rispetto all'intero periodo 2015-23.

fixed income

Away
ake

Buyback del Tesoro USA e rendimenti – Il Tesoro ha riacquistato $5,2 miliardi di Treasury 10-20 anni rispetto ai $6 miliardi previsti, rifiutando offerte poco convenienti. La reazione ha spinto il rendimento del decennale fino al 4,94%, evidenziando le difficoltà nel contenere la pressione sulla parte lunga della curva.

Strategia di Bessent e gestione del debito – Se i buyback non saranno sufficienti, il Tesoro potrebbe adottare interventi più incisivi, riducendo le dimensioni delle aste sul tratto lungo o arrivando a eliminare le emissioni a 20 anni. BofA stima un potenziale impatto sui tassi fino a 53 pb in caso di eliminazione delle emissioni a 20 e 30 anni.

Deficit USA e crescita della spesa per interessi – Il deficit ha raggiunto $1,97 trilioni nei primi 11 mesi dell'anno fiscale 2026, mentre la spesa per interessi è salita a $1,267 trilioni (+12% annuo). Un eventuale rialzo FED aumenterebbe ulteriormente il costo del debito, anche considerando che il 23% del debito negoziabile è costituito da T-Bills.

CapEx AI e indebitamento degli hyperscalers – Gli investimenti dei grandi hyperscalers dovrebbero avvicinarsi a $1.000 miliardi nel 2026 e superarli nel 2027, mentre il free cash flow di molti operatori diventa negativo. Le emissioni dei cinque hyperscalers più NVIDIA hanno già raggiunto circa $320 miliardi nel 2026.

Nuova ondata di emissioni AI nel 2027 – Dopo una possibile pausa nel Q4, le emissioni senior di hyperscalers/chip potrebbero aumentare di circa il 40% nel 2027, fino a $340 miliardi. Data center e finanziamenti strutturati dei chip potrebbero ampliare ulteriormente l'offerta e aumentare la pressione sugli spread IG AI.

Crescita di CDS e trasferimento del rischio – L'espansione del finanziamento AI sta rilanciando il mercato dei credit default swaps. Goldman Sachs prevede un'accelerazione della domanda di hedging, mentre crescono anche TRS e negoziazioni di obbligazioni cash, con volumi IG e HY in aumento del 10-15% su base annua.

Backstop – Impegno con cui una società garantisce finanziariamente un'obbligazione o un contratto qualora il soggetto direttamente coinvolto non sia in grado di farvi fronte. Nel testo riguarda gli impegni degli hyperscalers verso alcuni SPV legati ai data center.

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

Callable TLAC – Titoli emessi principalmente dalle grandi banche nell'ambito dei requisiti Total Loss-Absorbing Capacity, che possono prevedere la possibilità di rimborso anticipato da parte dell'emittente.

CDS (Credit Default Swap) – Contratto derivato utilizzato per trasferire il rischio di credito. L'acquirente paga un premio per ottenere protezione contro l'insolvenza o altri eventi creditizi relativi a un determinato emittente.

Equivalente decennale – Metodo che converte emissioni obbligazionarie con scadenze differenti in un'esposizione comparabile a quella di un titolo a 10 anni, permettendo di misurarne più correttamente l'impatto complessivo sul mercato.

FCF (Free Cash Flow) – Flusso di cassa che rimane a un'impresa dopo aver sostenuto le spese operative e gli investimenti necessari. Indica quanta liquidità l'azienda genera effettivamente e può destinare, ad esempio, a debito, dividendi o acquisizioni.

Finanziamento strutturato – Forma di finanziamento costruita attraverso strutture contrattuali e finanziarie più complesse rispetto a un'obbligazione tradizionale. Nel comparto AI può essere utilizzata per finanziare chip, infrastrutture e data center.

GFC (Global Financial Crisis) – Sigla utilizzata per indicare la crisi finanziaria globale del 2007-2009, culminata nel 2008 con il fallimento di Lehman Brothers e una grave crisi del sistema finanziario internazionale.

Hedging – Utilizzo di strumenti finanziari per ridurre o compensare un determinato rischio, ad esempio quello derivante da variazioni dei tassi d'interesse, degli spread o dalla solvibilità di un emittente.

Hyperscalers – Grandi società tecnologiche che gestiscono infrastrutture informatiche e cloud su scala

estremamente elevata, sostenendo ingenti investimenti in data center, capacità di calcolo e infrastrutture AI.

I**G / HY (Investment Grade / High Yield) –** IG identifica obbligazioni con rating creditizio relativamente elevato e minore rischio di insolvenza; HY indica invece titoli con rating inferiore, maggiore rischio e generalmente rendimenti più elevati.

Lowball – Nel contesto del buyback, offerta particolarmente sfavorevole per il Tesoro, nella quale il venditore richiede un prezzo elevato rispetto alle condizioni prevalenti sul mercato.

Open-weight – Modello di intelligenza artificiale i cui parametri addestrati (weights) sono resi disponibili, consentendo a terzi di utilizzarlo o modificarlo con maggiore libertà rispetto ai modelli completamente proprietari.

PT/ETF (Portfolio Trading/ETF) – Evoluzione della negoziazione del credito basata sullo scambio simultaneo di panieri di obbligazioni (portfolio trading) e sulla crescente diffusione degli ETF obbligazionari, che ha aumentato liquidità e scalabilità del mercato.

QE (Quantitative Easing) – Politica monetaria attraverso cui una Banca centrale acquista titoli, generalmente obbligazioni governative, per immettere liquidità nel sistema e favorire condizioni finanziarie più accomodanti.

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

SPV (Special Purpose Vehicle) – Società o veicolo giuridicamente separato creato per uno specifico progetto o operazione finanziaria. Nel settore AI viene utilizzato anche per finanziare infrastrutture e data center.

TRS (Total Return Swap) – Contratto derivato attraverso cui una parte trasferisce a un'altra il rendimento complessivo di un'attività o di un paniere di attività, senza trasferirne direttamente la proprietà.

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 rapporto tra nichel e rame è vicino a un'inversione storica: il premio del nichel è sceso a 1,17 volte, contro una media di 2,85 dal 1987. L'espansione dell'offerta indonesiana ha depresso il nichel, mentre il rame risente di tenori minerari in calo, scarsità di nuovi giacimenti e domanda crescente legata a elettrificazione, data center ed energia pulita. Parallelamente, il carbone termico di Newcastle si avvicina a $150/t, sostenuto da prezzi elevati del gas, domanda elettrica, AI e rischi sull'offerta in Cina, Indonesia e Russia. L'IEA prevede ora una crescita dell'1,2% della domanda globale di carbone nel 2026, a 8,94 miliardi di tonnellate, in contrasto con le precedenti attese di declino.

Cosa aspettarsi dal mercato?

I rame mantiene prospettive strutturalmente rialziste: l'Era dell'Elettricità richiederà quantità crescenti di metallo, mentre l'offerta appare poco elastica. Il nichel presenta invece un quadro più incerto, sia per l'abbondante capacità indonesiana sia per l'avanzata delle batterie al fosfato rispetto a quelle ad alto contenuto di nichel. Sul carbone, le tensioni potrebbero proseguire nei prossimi 3-6 mesi, sostenute dall'inverno, dal gas costoso e dai vincoli produttivi e logistici, ma UBS prevede un riequilibrio già da marzo. Sul minerale di ferro, l'aumento dell'offerta di Simandou e la debolezza della produzione siderurgica cinese rappresentano rischi ribassisti; il posizionamento resta neutral su Vale, BHP, RIO e FMG e sell su KIO.

Nei mercati delle materie prime esistono relazioni di prezzo che, per la loro persistenza storica, tendono a essere considerate strutturali. L'oro, ad esempio, ha mantenuto per oltre 2.000 anni un valore pari a circa 15 volte quello dell'argento, dall'epoca del re lidio Creso fino al Gold standard del XIX secolo. Analogamente, variazioni significative nel rapporto tra i prezzi del rame e del petrolio vengono spesso interpretate dai trader come indicatori di cambiamenti profondi nell'economia mondiale.

Una relazione altrettanto consolidata riguarda nichel e rame. Il nichel viene utilizzato principalmente nella produzione di acciaio inossidabile destinato a posate ed elettrodomestici, mentre il rame è essenziale per i cablaggi delle auto elettriche, dei data center, dei tostapane e delle lavatrici. Da quando il nichel ha iniziato a essere estratto su larga scala, a metà del XIX secolo, il suo prezzo è rimasto costantemente superiore a quello del rame. Questa relazione storica sembra tuttavia prossima a interrompersi, evidenziando quanto la transizione energetica sia esposta all'incertezza relativa alla disponibilità di rame.

I prezzi del nichel sono sotto pressione perché, a fronte del forte incremento della domanda registrato negli ultimi anni, i produttori minerari sono riusciti a rendere disponibili ingenti nuove risorse. Dinamiche analoghe si erano già verificate nei decenni precedenti con il minerale di ferro e l'alluminio. Il rame, elemento indispensabile nel processo di elettrificazione globale, sta invece mostrando una capacità dell'offerta significativamente inferiore di adeguarsi alla crescita della domanda, contribuendo all'aumento delle quotazioni fino al prezzo record raggiunto il mese scorso.

Da quando ha iniziato a essere scambiato sul London Metal Exchange nel 1987, il nichel ha registrato in media un prezzo pari a circa 2,85 volte quello del rame. Nelle ultime settimane, questo rapporto è sceso fino a 1,17 volte, il premio più ridotto mai registrato. Considerando i prezzi alla bocca della miniera, il rapporto potrebbe essersi già invertito: un tipico produttore di rame può attualmente ricevere per una tonnellata di metallo un importo superiore a quello riconosciuto a un produttore indonesiano di nichel.

Per comprendere le ragioni di questa dinamica è necessario considerare le modalità con cui i due metalli vengono effettivamente prodotti. Il principale flusso di nichel di nuova estrazione a livello mondiale non è rappresentato dall'elemento altamente raffinato scambiato sull'LME, bensì dalla ghisa di nichel (o NPI), un prodotto di qualità inferiore particolarmente adatto alle esigenze dei produttori di acciaio. Attualmente, i minatori indonesiani che dominano questo mercato ricevono circa $14.500 a tonnellata per il metallo contenuto nel loro NPI.

Anche i produttori di rame vendono concentrati anziché metallo raffinato. Le fonderie riconoscono loro il prezzo LME al netto dei costi di lavorazione e di altri aggiustamenti. Recentemente, tuttavia, le spese di trattamento e raffinazione sono diventate fortemente negative, principalmente perché le fonderie ottengono ricavi dall'estrazione e dalla successiva vendita dei metalli in tracce e degli altri sottoprodotti presenti nel concentrato. Ne deriva un prezzo riconosciuto ai produttori di rame di circa $15.112 a tonnellata, vale a dire circa $612 a tonnellata in più rispetto a quello ottenuto dai produttori di nichel.

Le ragioni di questo cambiamento sono riconducibili, in parte, alla geologia e alla metallurgia. Tradizionalmente, gran parte del nichel e del rame proveniva da aree nelle quali l'antica attività vulcanica aveva contribuito alla formazione di giacimenti di minerali solforati caratterizzati da elevate concentrazioni di metalli di base. Queste caratteristiche geologiche sono presenti soltanto in un numero limitato di aree del pianeta. Le innovazioni sviluppate negli ultimi decenni nei processi di lavorazione hanno però consentito di sfruttare le vaste risorse costituite dalle cosiddette lateriti di nichel in Indonesia, dove milioni di anni di calore e precipitazioni hanno concentrato i giacimenti più vicino alla superficie. Le lateriti tendono a presentare costi di estrazione contenuti, una delle ragioni per cui l'alluminio e il minerale di ferro, derivati in ultima analisi da contesti geologici analoghi, sono da tempo tra i metalli di base più economici.

Nel rame non si è verificata una trasformazione comparabile. I tenori dei minerali sono diminuiti per decenni e, attualmente, i gruppi minerari sembrano privilegiare l'acquisizione di giacimenti esistenti rispetto alla scoperta e allo sviluppo di nuove risorse.

Questa dinamica ha favorito l'attività dei banchieri delle M&A, ma non determina un incremento della quantità di metallo disponibile.

L'attuale inversione dei prezzi presenta comunque alcuni elementi anomali. Le commissioni di trattamento negative del rame segnalano un mercato nel quale le fonderie hanno un'elevata necessità di assicurarsi concentrati, anche accettando condizioni particolarmente favorevoli ai produttori minerari. I trasformatori cinesi compensano commissioni di trattamento estremamente ridotte attraverso il recupero di oro, argento e altri sottoprodotti. I prezzi record dei metalli preziosi stanno probabilmente incentivando l'accettazione di condizioni eccezionalmente favorevoli per i minatori.

Questa dinamica potrebbe attualmente contribuire anche alla determinazione del rapporto di prezzo tra rame e nichel. L'acido solforico rappresenta un ulteriore sottoprodotto della lavorazione del rame e i suoi prezzi sono aumentati significativamente dopo che la guerra in Iran ha interrotto le forniture di zolfo provenienti dagli esportatori di petrolio del Golfo. Numerosi produttori indonesiani di nichel utilizzano grandi quantità di acido per estrarre il metallo. Di conseguenza, la domanda di zolfo legata alla lavorazione del nichel sta indirettamente sostenendo i margini delle fonderie di rame.

Nei mercati delle materie prime, squilibri di questo tipo possono essere attenuati da variazioni compensative dei consumi. Nell'ultimo decennio, la domanda di nichel è cresciuta molto più rapidamente rispetto a quella di rame, inizialmente grazie all'acciaio inossidabile e successivamente alle batterie per veicoli elettrici ad alto contenuto di nichel. Qualora questa tendenza proseguisse, le recenti aggiunte di capacità produttiva potrebbero essere interamente assorbite, determinando una nuova pressione al rialzo sui prezzi.

Le prospettive della domanda di rame appaiono tuttavia maggiormente rialziste. Secondo la valutazione dell'IEA, il mondo sta entrando nell'Era dell'Elettricità, caratterizzata da un ruolo crescente dell'energia pulita, dei condizionatori d'aria e dei data center, che trasferiscono una quota sempre maggiore dell'attività economica verso generatori, cavi e batterie.

Il rame è destinato a beneficiare di questa trasformazione in quasi tutte le sue fasi, mentre le prospettive del nichel risultano più contrastanti.

Un esempio significativo riguarda le batterie agli ioni di litio ad alta intensità di nichel, che hanno sostenuto l'ultima fase di espansione dell'offerta indonesiana e che sembrano ora accumulare un ritardo significativo rispetto alle celle cinesi tecnologicamente più avanzate, basate invece sul fosfato. Questa evoluzione potrebbe rendere l'anomala inversione dei prezzi osservata nel 2026 un fenomeno più persistente.

Esistono precedenti storici di trasformazioni analoghe nei rapporti di valore tra materie prime. Nel XIX secolo, l'alluminio era estremamente difficile da produrre e aveva un costo superiore a quello dell'oro. L'imperatore francese Napoleone III utilizzava stoviglie di alluminio per gli ospiti come espressione di prestigio. Le successive innovazioni nei processi di estrazione e lavorazione ne hanno radicalmente ridotto il costo, trasformandolo in una materia prima di largo consumo, oggi utilizzata per le lattine delle bevande e per la pellicola alimentare. L'avvento dell'Era elettrica potrebbe determinare per il nichel una trasformazione comparabile.

CARBONE

I futures sul carbone termico di Newcastle si stanno avvicinando al livello di breakout di $150 a tonnellata, mentre lo shock energetico globale, particolarmente intenso nel segmento dei combustibili industriali, sta inducendo le utilities a incrementare l'attenzione verso il carbone in vista dell'inverno dell'emisfero settentrionale. Parallelamente, i trend di elettrificazione e l'espansione delle attività connesse all'AI stanno determinando un ulteriore aumento della domanda di elettricità.

L'analista di UBS specializzato nei metalli e nel settore minerario, Myles Allsop, ha scritto in una nota questa settimana che i prezzi del carbone termico sono interessati dalla convergenza simultanea di diversi fattori potenzialmente in grado di sostenere ulteriori rialzi nei prossimi mesi:

1. una domanda sostenuta da un'estate calda, con conseguente aumento della domanda di raffrescamento, dal prezzo elevato del gas a causa del conflitto in Medio Oriente e, potenzialmente, da un inverno freddo nell'emisfero settentrionale dovuto al super El Niño (condizioni al picco a dicembre);
2. un'offerta esposta a rischi derivanti dai controlli sulla sicurezza in Cina, dalla politica del governo indonesiano, dalle carenze di diesel in Russia e da potenziali interruzioni riconducibili alle condizioni meteorologiche, ad esempio siccità e carenze d'acqua.

La maggior parte di questi fattori avrebbe tuttavia natura prevalentemente temporanea e l'analista ritiene che il mercato dovrebbe tornare in equilibrio già a partire da marzo.

Cina: le importazioni di carbone via mare sono salite a 24Mt a luglio-26, circa 3Mt in più rispetto alla media del 1H. L'incidente nello Shanxi a maggio ha determinato l'avvio di un ciclo di ispezioni sulla sicurezza nell'intera industria del carbone, con la produzione di carbone grezzo scesa a luglio-26 al livello più basso degli ultimi 58 mesi. Parallelamente, sono aumentate le importazioni di carbone indonesiano e australiano a basso CV e i prezzi del carbone domestico hanno registrato una ripresa. Esiste pertanto il potenziale affinché il mercato rimanga perturbato per i prossimi 3-6 mesi (LINK).
India: le importazioni sono rimaste contenute a causa dell'indebolimento della domanda di elettricità determinato dai monsoni e di una politica favorevole al carbone domestico. Tuttavia, i bassi livelli delle scorte presso gli impianti e il rifornimento industriale post-monsonico dovrebbero sostenere, a partire da settembre, una ripresa della domanda di carbone sudafricano e USA.

Indonesia: le esportazioni di carbone termico sono stimate a 38Mt a luglio-26, in diminuzione rispetto alle circa 40Mt di giugno. La contrazione è riconducibile sia a vincoli sul lato dell'offerta — quote di produzione più restrittive nell'ambito del quadro RKAB e applicazione più rigorosa del DMO del 25% (LINK) — sia a criticità logistiche, con i bassi livelli dell'acqua lungo il fiume Barito, nel Kalimantan centrale, che stanno ostacolando il trasporto su chiatte. Questi colli di bottiglia dovrebbero tuttavia attenuarsi con l'inizio della stagione delle piogge a settembre.

In Giappone, la generazione termoelettrica è aumentata a seguito dell'ondata di caldo e di un fermo nucleare (Tonati #3), mentre Taiwan ha mantenuto una disponibilità adeguata di GNL, nonostante la riattivazione di due unità da 600MW precedentemente ritirate. In Corea del Sud, le cinque utilities statali vengono fuse in un'unica entità, con gli acquisti di carbone destinati a orientarsi maggiormente verso contratti di più lungo termine rispetto al mercato spot.

Europa: l'aumento dei prezzi del gas sta sostenendo la domanda di generazione elettrica da carbone, mentre i bassi livelli dell'acqua sul Reno hanno limitato le spedizioni di carbone e determinato un incremento delle scorte ARA. In Russia, le spedizioni ferroviarie di carbone sono aumentate del 12% a/a nel cumulato da inizio anno a luglio, con quelle dirette verso est in crescita del 20%, mentre la produzione complessiva risulta leggermente inferiore a/a. Persistono inoltre difficoltà legate alla disponibilità e al costo del diesel. I prezzi si sono rafforzati anche a seguito delle interruzioni delle forniture relative ai flussi attraverso il Mar Nero.

Segnali chiave

1. Le scorte portuali di minerale di ferro in Cina sono in calo w/w a circa 150Mt (Fig26). Va tuttavia considerato che oltre il 60% di queste è destinato al blending e alle scorte degli impianti e non risulta quindi disponibile per acquisti spot. Le scorte di minerale di ferro presso gli impianti siderurgici sono invece aumentate w/w e si collocano al di sopra dei normali trend stagionali.
2. Le spedizioni di minerale di ferro provenienti dai mercati tradizionali sono aumentate del 2% finora nel 2026. L'incremento della produzione del progetto Simandou in Guinea rappresenta un significativo rischio di breve termine per l'offerta di minerale di ferro: le spedizioni di Simandou sono aumentate ad agosto fino a un ritmo annualizzato di circa 35Mtpa, dopo un luglio più debole.
3. I tassi di utilizzo degli altiforni risultano sostanzialmente stabili da inizio anno sulla base dei dati MySteel, mentre la produzione di acciaio in Cina è diminuita di circa il 3% nel periodo gennaio-luglio sulla base dei dati NBS e CISA.

4. Le esportazioni di acciaio dalla Cina nel periodo gennaio-luglio sono diminuite di circa il 4% da inizio anno.
5. Il posizionamento netto short sul Dalian si è moderatamente ricostituito dopo il crollo registrato a fine luglio.

Tema d'investimento: rating neutral su Vale, BHP, RIO e FMG e sell su KIO.

Separatamente, l'Agenzia Internazionale dell'Energia ha dichiarato questa settimana di attendersi ora un aumento della domanda di carbone dell'1,2%, fino a 8,94 miliardi di tonnellate nel 2026. Alla fine dello scorso anno, l'IEA prevedeva invece un modesto calo nell'anno in corso, seguito da ulteriori diminuzioni fino al 2030.

L'IEA ha individuato un processo di sostituzione del gas con il carbone in Cina, Corea del Sud, Giappone ed Europa, evidenziando come uno shock dell'offerta proveniente dal Golfo stia modificando le modalità di generazione elettrica ben oltre la regione direttamente interessata. Il fenomeno risulta particolarmente rilevante in Europa, dove i prezzi del gas naturale hanno superato gli 80 euro per megawattora.

Considerando che lo shock energetico è stato particolarmente intenso nel diesel, l'attuale fase di tensione in vista dell'inverno potrebbe evidenziare quanto rapidamente il carbone sia in grado di recuperare quote nel mix energetico quando i combustibili industriali concorrenti diventano scarsi o presentano costi elevati.

commodities

Take Away

Inversione storica tra rame e nichel – Il rapporto di prezzo nichel/rame è sceso a 1,17 volte, minimo storico rispetto alla media di 2,85 dal 1987. Alla bocca della miniera, il rame potrebbe già valere più del nichel, segnalando un cambiamento significativo negli equilibri tra i due metalli.

Rame favorito dall'Era dell'Elettricità – Elettrificazione, energia pulita, condizionamento e data center stanno aumentando strutturalmente la domanda di rame. Al tempo stesso, tenori minerari in diminuzione, scarsità di nuovi giacimenti e limitata capacità dell'offerta di adeguarsi sostengono prospettive rialziste.

Nichel penalizzato dall'espansione dell'offerta – Le innovazioni nella lavorazione delle lateriti hanno consentito all'Indonesia di rendere disponibili ingenti nuove risorse di nichel. Inoltre, l'avanzata delle batterie cinesi al fosfato rispetto a quelle ad alto contenuto di nichel potrebbe rendere più persistente la pressione sui prezzi.

Carbone sostenuto dallo shock energetico – I futures sul carbone termico di Newcastle si avvicinano a $150/t, sostenuti da prezzi elevati del gas, crescente domanda elettrica legata anche all'AI, condizioni climatiche e rischi sull'offerta. UBS ritiene tuttavia che molti di questi fattori siano temporanei e prevede un riequilibrio da marzo.

Cina e Asia determinanti per il mercato del carbone – Controlli sulla sicurezza hanno ridotto la produzione cinese, mentre l'Indonesia affronta quote produttive più restrittive e problemi logistici. India, Giappone, Taiwan e Corea del Sud mostrano dinamiche differenti, ma nel complesso la sicurezza degli approvvigionamenti resta centrale.

Minerale di ferro e ritorno globale del carbone – L'aumento delle spedizioni di Simandou rappresenta un rischio per l'offerta di minerale di ferro, mentre produzione ed esportazioni di acciaio cinesi risultano in calo. Parallelamente, l'IEA prevede una crescita dell'1,2% della domanda mondiale di carbone nel 2026, a 8,94 miliardi di tonnellate, favorita anche dal passaggio dal gas al carbone in diverse economie.

ARA (Amsterdam-Rotterdam-Antwerp) – Principale area logistica europea per il commercio e lo stoccaggio di carbone e altre materie prime energetiche. Le scorte ARA sono un indicatore delle condizioni di domanda e offerta nel mercato europeo.

Blending – Miscelazione di minerali con caratteristiche e qualità differenti per ottenere un prodotto conforme alle specifiche richieste dagli impianti siderurgici.

CV (Calorific Value) – Potere calorifico del carbone, cioè la quantità di energia prodotta dalla sua combustione. Un carbone a basso CV genera meno energia per unità di peso.

DMO (Domestic Market Obligation) – Obbligo imposto dal governo indonesiano ai produttori di destinare una quota della produzione di carbone al mercato interno. Nel testo è indicata una quota del 25%.

Ghisa di nichel (NPI – Nickel Pig Iron) – Prodotto a contenuto relativamente basso di nichel, ottenuto principalmente da minerali lateritici e utilizzato soprattutto nella produzione di acciaio inossidabile.

Lateriti di nichel – Giacimenti minerari superficiali formatisi attraverso lunghi processi di alterazione delle rocce in climi caldi e umidi. Rappresentano una delle principali fonti della forte espansione della produzione indonesiana di nichel.

LME (London Metal Exchange) – Uno dei principali mercati mondiali per la negoziazione di metalli industriali, tra cui rame, nichel e alluminio. I suoi prezzi costituiscono un riferimento internazionale.

Mt / Mtpa – Million tonnes e Million tonnes per annum: rispettivamente milioni di tonnellate e milioni di tonnellate annue. Sono unità frequentemente utilizzate per produzione, scorte e commercio di materie prime.

Posizionamento netto short – Situazione in cui prevalgono le posizioni che puntano su una diminuzione del prezzo di un'attività rispetto a quelle che puntano su un suo aumento.

RKAB – Piano governativo indonesiano che disciplina e autorizza i livelli di produzione delle società minerarie. Quote più restrittive possono limitare l'offerta di carbone o altri minerali.

Super El Niño – Fase particolarmente intensa del fenomeno climatico El Niño, capace di modificare temperature e precipitazioni su scala globale e, di conseguenza, domanda energetica e disponibilità di alcune materie prime.

Tenore del minerale – Percentuale del metallo utile contenuta nel minerale estratto. Un tenore più basso richiede di estrarre e lavorare maggiori quantità di materiale per ottenere la stessa quantità di metallo.

Treatment Charges (TC) – Commissioni di trattamento applicate dalle fonderie ai produttori minerari per trasformare i concentrati in metallo raffinato. TC molto basse o negative possono segnalare una forte scarsità di concentrato rispetto alla capacità disponibile delle fonderie.



FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

abstract



In sintesi

Dopo due anni di divergenza tra USD/JPY e differenziali dei tassi, lo yen potrebbe essere entrato in una fase di rafforzamento strutturale. La BoJ appare orientata verso una normalizzazione più rapida, sostenuta da salari e inflazione dei servizi, mentre i capitali giapponesi iniziano a rientrare grazie a rendimenti domestici più interessanti. TS Lombard prevede rialzi trimestrali da gennaio 2027, con un tasso terminale al 2% entro il Q4 2027. Anche il GPIF potrebbe aumentare l'esposizione ai JGB, rafforzando i flussi di rimpatrio. L'intervento valutario avrebbe quindi rappresentato il catalizzatore iniziale, ma il principale sostegno allo JPY potrebbe provenire dalla progressiva inversione dei deflussi di capitale.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Una discesa stabile di USD/JPY sotto 150 potrebbe accelerare il movimento, considerando che TS Lombard stima un fair value tra 130 e 140 e che il posizionamento speculativo rimane short sullo yen. L'aumento della volatilità dello JPY riduce inoltre l'attrattività del carry trade e potrebbe determinare la chiusura forzata delle posizioni a leva. Il rimpatrio dei capitali giapponesi, soprattutto attraverso una maggiore allocazione del GPIF ai JGB, potrebbe contemporaneamente ridurre la domanda di debito estero, esercitando pressione al rialzo sui rendimenti USA ed europei. Un deleveraging disordinato del carry trade potrebbe infine estendersi agli asset rischiosi globali, favorendo un aumento del VIX e della volatilità azionaria.

Per due anni, il cambio USD/JPY ha ampiamente ignorato la significativa contrazione dei differenziali dei tassi. Questa dinamica potrebbe tuttavia essere prossima a interrompersi. Un inasprimento più rapido della politica monetaria da parte della BoJ, una maggiore tolleranza politica nei confronti di uno yen più forte e l'inversione dei deflussi di capitali giapponesi stanno infatti convergendo. L'intervento potrebbe aver avviato il movimento, ma TS Lombard ritiene che sia il rimpatrio dei capitali a poterlo sostenere nel tempo. Una discesa al di sotto di 150 potrebbe quindi rappresentare soltanto la fase iniziale del processo. I suoi modelli di fair value indicano infatti un intervallo compreso tra 130 e 140.

La significativa divergenza osservata negli ultimi due anni sembra ora avviarsi verso una progressiva ricomposizione. Lo spread tra i rendimenti decennali USA e Giappone si è fortemente ridotto, mentre USD/JPY è rimasto in prossimità dei massimi. Lo yen sta finalmente iniziando a riallinearsi alla dinamica dei tassi. Qualora questa convergenza proseguisse, la pressione continuerebbe quindi a essere orientata verso un USD/JPY più basso.

Il carry trade entra ora in una fase più complessa a causa dell'aumento della volatilità. Questa strategia rimane efficace finché la volatilità non supera il rendimento aggiuntivo che è in grado di generare. Con l'aumento della volatilità dello JPY, il rendimento corretto per il rischio derivante dal mantenimento di posizioni short sullo yen peggiora rapidamente, inducendo gli investitori a ridurre le posizioni a leva. L'intervento ha rappresentato il catalizzatore iniziale, mentre la volatilità potrebbe trasformare questo movimento in un più ampio processo di smobilizzo delle posizioni.

Parallelamente, la BoJ sta progressivamente recuperando il ritardo accumulato nella normalizzazione della politica monetaria. Le condizioni finanziarie giapponesi rimangono infatti insolitamente accomodanti. I tassi reali sono ancora negativi su gran parte della curva, mentre l'andamento dell'inflazione e la crescita del credito suggeriscono che la politica monetaria sia ancora significativamente indietro rispetto all'evoluzione dell'economia. TS Lombard prevede rialzi trimestrali a partire da gennaio 2027 e stima che il tasso terminale possa raggiungere il 2% entro il Q4 2027.

Anche la dinamica salariale rappresenta ormai un elemento centrale dello scenario. L'inflazione giapponese non è più riconducibile esclusivamente all'aumento dei costi importati. La crescita dei salari e l'inflazione dei servizi stanno ora aumentando contemporaneamente, fornendo alla BoJ maggiore fiducia sulla possibilità che l'inflazione interna possa mantenersi anche in presenza di una politica monetaria più restrittiva. Secondo TS Lombard, ciò rende significativamente più credibile sia una normalizzazione duratura della politica monetaria sia un rafforzamento dello yen.

Un altro elemento determinante riguarda i flussi di capitale. L'ampio surplus delle partite correnti del Giappone è stato finora più che compensato dai deflussi di portafoglio e dalle operazioni di carry trade. Per gran parte degli ultimi due anni, gli investitori giapponesi hanno continuato ad acquistare attività estere nonostante i rendimenti domestici fossero diventati progressivamente più interessanti. Questo comportamento sta tuttavia iniziando a invertirsi. I capitali stanno tornando verso il Giappone, rendendo il rimpatrio, più che l'intervento valutario, il potenziale motore strutturale della forza dello JPY.

Particolare attenzione deve essere riservata al GPIF (il mega-fondo pensione nipponico). Il fondo mantiene normalmente le obbligazioni domestiche in prossimità del peso benchmark del 25%. Tale allocazione era già salita al 27% alla fine di marzo e il GPIF è autorizzato a portarsi fino a 6ppt sopra il benchmark. Un ulteriore incremento dell'esposizione ai JGB rappresenterebbe quindi un importante flusso di rimpatrio. Il più grande fondo pensione del mondo potrebbe essere soltanto nelle fasi iniziali di una modifica significativa della propria allocazione.

Un'eventuale rotazione del GPIF verso i JGB avrebbe conseguenze rilevanti anche al di fuori del Giappone. Gli investitori giapponesi sono stati storicamente importanti acquirenti di debito estero; una maggiore sensibilità ai prezzi o un rimpatrio attivo dei capitali ridurrebbero un'importante fonte di domanda proprio mentre l'emissione globale di titoli di Stato sta accelerando. Il rafforzamento dello yen potrebbe pertanto contribuire a esercitare ulteriore pressione al rialzo sui rendimenti statunitensi ed europei.

Anche il posizionamento di mercato lascia spazio a un'ulteriore rivalutazione dello yen. Il mercato non appare ancora posizionato per un suo pieno apprezzamento e il posizionamento speculativo rimane short. Ciò potrebbe amplificare il movimento qualora USD/JPY scendesse decisamente al di sotto di 150. La prima fase è stata determinata dall'intervento; quella successiva potrebbe essere caratterizzata dalla chiusura forzata delle posizioni.

Il livello di 150, inoltre, non coincide con il fair value stimato da TS Lombard. La società prevede una discesa di USD/JPY al di sotto di questa soglia, mentre i suoi modelli basati sui prezzi relativi e sui tassi indicano un fair value compreso tra 130 e 140. Questo rappresenta il principale rischio per le posizioni short sullo yen: quota 150 potrebbe apparire tecnicamente come un supporto significativo, ma dal punto di vista fondamentale potrebbe rappresentare soltanto il livello iniziale di una nuova fase di mercato.

Il rafforzamento dello JPY potrebbe inoltre avere implicazioni dirette sulla volatilità globale e sul VIX. Uno yen più forte non rappresenterebbe necessariamente soltanto la conseguenza di un contesto globale di risk-off, ma potrebbe esserne anche una causa. Una discesa disordinata di USD/JPY potrebbe infatti determinare un deleveraging del carry trade su diverse categorie di asset rischiosi globali, trasformando l'apprezzamento dello yen in un più ampio aumento della volatilità. Con il VIX recentemente tornato su livelli più contenuti, una posizione long sulla volatilità azionaria potrebbe rappresentare una copertura interessante rispetto a questo rischio di coda. Un'accelerazione significativa del rafforzamento dello yen potrebbe quindi tradursi in un aumento della volatilità sui mercati globali.

In sintesi, in vista del board della Bank of Japan, TS Lombard ritiene che siano in corso cambiamenti significativi nei fattori strutturali che hanno sostenuto la debolezza dello yen negli ultimi anni e che il processo di rafforzamento della valuta giapponese possa essere soltanto nelle sue fasi iniziali.

Riallineamento dello yen ai differenziali dei tassi – Dopo due anni di divergenza, USD/JPY potrebbe iniziare a riflettere la forte contrazione dello spread dei rendimenti decennali USA–Giappone. Una rottura sotto 150 potrebbe aprire una fase di ulteriore rafforzamento dello yen, con TS Lombard che individua un fair value tra 130 e 140.

Normalizzazione della politica monetaria della BoJ – Le condizioni finanziarie giapponesi restano accomodanti, con tassi reali negativi su gran parte della curva. TS Lombard prevede rialzi trimestrali da gennaio 2027 e un tasso terminale al 2% entro il Q4 2027, sostenuti dalla crescita dei salari e dall'inflazione dei servizi.

Rimpatrio dei capitali come motore strutturale dello JPY – Dopo anni di consistenti investimenti in attività estere, i capitali giapponesi stanno iniziando a rientrare grazie a rendimenti domestici più interessanti. Secondo TS Lombard, il rimpatrio potrebbe diventare più importante dell'intervento valutario nel sostenere lo yen.

GPIF e possibile rotazione verso i JGB – Il GPIF ha già portato l'allocazione alle obbligazioni domestiche al 27%, rispetto al benchmark del 25%, e può salire fino a 6ppt sopra tale livello. Un'ulteriore rotazione verso i JGB rappresenterebbe un importante flusso di rimpatrio dei capitali.

Carry trade, posizionamento short e rischio di deleveraging – L'aumento della volatilità dello JPY riduce il rendimento corretto per il rischio delle posizioni short sullo yen. Con il posizionamento speculativo ancora short, una discesa decisa di USD/JPY sotto 150 potrebbe determinare chiusure forzate delle posizioni a leva e accelerare l'apprezzamento dello yen.

Implicazioni globali su rendimenti e volatilità – Il rimpatrio dei capitali giapponesi potrebbe ridurre una fonte storicamente importante di domanda per il debito estero, aumentando la pressione sui rendimenti USA ed europei. Parallelamente, un deleveraging del carry trade potrebbe estendersi agli asset rischiosi globali, favorendo un aumento del VIX e della volatilità azionaria.

Carry trade – Strategia che consiste nel finanziarsi in una valuta con tassi d'interesse bassi, come storicamente lo yen, per investire in attività o valute con rendimenti più elevati. È particolarmente sensibile alle variazioni dei tassi di cambio e della volatilità.

Deleveraging – Riduzione dell'indebitamento o delle posizioni finanziarie costruite attraverso la leva. Se avviene rapidamente e contemporaneamente tra molti investitori, può amplificare i movimenti dei mercati.

Fair value – Valore teorico ritenuto coerente con i fondamentali economici e finanziari. Nel caso di USD/JPY, TS Lombard stima un fair value compreso tra 130 e 140 sulla base dei prezzi relativi e dei differenziali dei tassi.

GPIF (Government Pension Investment Fund) – Fondo pensione pubblico giapponese e uno dei maggiori investitori istituzionali al mondo. Le variazioni nella sua allocazione tra attività domestiche ed estere possono generare flussi di capitale molto rilevanti.

JGB (Japanese Government Bonds) – Titoli di Stato emessi dal governo giapponese. Un aumento degli investimenti nei JGB da parte degli investitori nipponici può comportare un rimpatrio di capitali precedentemente investiti all'estero.

Posizione short – Posizione finanziaria costruita per beneficiare della diminuzione del valore di un'attività. Essere short sullo yen significa, in questo contesto, essere posizionati per beneficiare di un indebolimento della valuta giapponese.

Rimpatrio dei capitali – Rientro nel Paese di capitali precedentemente investiti all'estero. Nel caso giapponese, la vendita di attività estere e il reinvestimento in asset domestici possono aumentare la domanda di yen e sostenerne il valore.

Spread dei rendimenti – Differenza tra i rendimenti di due titoli o mercati obbligazionari. Nel testo indica soprattutto il differenziale tra i rendimenti dei titoli decennali statunitensi e giapponesi, importante per l'andamento di USD/JPY.

Tasso terminale – Livello massimo al quale si prevede possa arrivare il tasso ufficiale di una Banca centrale durante un ciclo di rialzi. TS Lombard stima per la BoJ un tasso terminale del 2% entro il Q4 2027.

VIX – Indice che misura la volatilità implicita attesa sul mercato azionario statunitense, calcolata attraverso le opzioni sull'S&P 500. Un suo aumento è generalmente associato a una maggiore percezione del rischio e dell'incertezza sui mercati.



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