MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

21 - 27 SETTEMBRE

ANNO 2026



Indice

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

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

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

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

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

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

70 **DISCLAIMER**
informazioni legali e credits

71 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

La settimana sarà dominata dall'incontro del 24 settembre a Washington tra Donald Trump e Xi Jinping, con energia, terre rare, AI e ruolo internazionale del dollaro tra i temi centrali. Prima dell'appuntamento, l'agenda macro resterà intensa: Loan Prime Rate cinese dopo la ricapitalizzazione del settore finanziario, dati su fiducia e debito in Turchia, aste governative in Francia e Germania e numerosi interventi di esponenti FED. Seguiranno i PMI globali S&P, le decisioni sui tassi in Indonesia e Messico, i dati EIA su petrolio e distillati e numerosi indicatori europei, tra cui IFO tedesco, PPI spagnolo e fiducia francese. Venerdì chiuderanno la settimana PIL spagnolo, CPI brasiliano, ordinativi di beni durevoli USA e aspettative di inflazione a 5 anni dell'Università del Michigan.

Cosa aspettarsi dal mercato?

L'incontro Trump-Xi rappresenta il principale potenziale catalizzatore della settimana e potrebbe condizionare le aspettative su commercio, energia, materie prime strategiche, tecnologia e assetti monetari globali. Fino a giovedì è quindi plausibile attendersi un atteggiamento prudente degli investitori, con particolare sensibilità alle indicazioni provenienti dai mercati obbligazionari europei, dalla Turchia e dai dati energetici statunitensi. Da monitorare anche gli interventi di FED, BCE e Bank of England e i segnali provenienti da PMI, inflazione e fiducia. L'esito del vertice di Washington potrebbe determinare un cambio significativo nella percezione del rischio e fornire la direzione ai mercati nella parte finale della settimana, chiarendo se il nuovo scenario sarà interpretato come un pivot oppure come una forma di put a sostegno degli asset finanziari.

La settimana che sta iniziando appare concentrata attorno a un'unica data e a un appuntamento di particolare rilevanza: **giovedì 24 settembre**, quando Donald Trump accoglierà Xi Jinping a Washington per un incontro che potrebbe ridefinire alcuni dei principali equilibri globali. I temi sul tavolo spaziano dall'energia alle terre rare, dall'AI al ruolo del dollaro nell'attuale fase caratterizzata dalla crescente centralità dell'oro fisico in Cina. L'esito del confronto potrebbe quindi rappresentare un passaggio significativo per gli assetti economici e geopolitici internazionali, con inevitabili ripercussioni sui mercati. Resta da comprendere se si tratterà di un pivot o di un put: gran parte dell'attenzione degli investitori sarà concentrata proprio su questo interrogativo.

Procedendo con ordine, **lunedì 21 settembre** l'attenzione partirà dalla Cina, dove verrà pubblicato il Loan Prime Rate a 1 e 5 anni. Il dato assume particolare interesse poiché sarà il primo successivo alla mega-ricapitalizzazione del settore bancario e assicurativo. A seguire, in Turchia saranno diffusi i dati sulla fiducia delle imprese e sullo stock complessivo del debito governativo, dopo il collasso del mercato azionario e l'intervento repressivo del governo nei confronti del colossale schema Ponzi posto in essere da oltre un centinaio di fondi. Ankara merita particolare attenzione per il proprio ruolo di snodo geopolitico, finora rimasto relativamente ai margini dell'attenzione dei mercati. Nell'attuale fase di escalation lungo le direttrici sistemiche dell'energia globale, le pipeline che attraversano il territorio turco, incrociando flussi e interessi differenti, potrebbero assumere crescente rilevanza. In questo contesto, anche la questione curda potrebbe tornare al centro dell'attenzione.

In Europa sarà una giornata di aste per Francia e Germania, un ulteriore test interessante per due ragioni. La prima riguarda il superamento di quota 100 dello spread tra i titoli decennali dei due Paesi. La seconda è rappresentata dall'esito del secondo test elettorale regionale dopo il trionfo dell'AfD in Sassonia-Anhalt. In Meclemburgo-Pomerania, inoltre, il cancelliere Merz si gioca il governo. Negli Stati Uniti, l'attenzione sarà invece rivolta al National Activity Index della FED di Chicago.

Martedì 22 settembre la Turchia resterà in primo piano con la pubblicazione dell'indice di fiducia dei consumatori. La Spagna renderà nota la bilancia commerciale, mentre la Gran Bretagna andrà in asta con il GILT 2032 dopo il significativo Threadneedle Twist operato dalla Bank of England con

l'obiettivo di ridurre i rendimenti sul lungo termine (vedi capitolo OBBLIGAZIONARIO). Sarà inoltre pubblicato il report sul trend degli ordinativi industriali della Confindustria britannica, la CBI.

In Brasile verranno pubblicate le minute dell'ultima riunione della Banca centrale; in Messico saranno diffuse le vendite al dettaglio, mentre in Corea del Sud sarà la volta della fiducia dei consumatori, molti dei quali sono stati coinvolti, sul fronte retail, nel deleverage del KOSPI. Negli Stati Uniti è prevista una giornata ricca di interventi pubblici da parte di alcuni membri di rilievo della FED (Williams, Jefferson e Barkin), oltre alla pubblicazione del dato ADP sulle variazioni settimanali dell'occupazione e degli indici manifatturiero e dei servizi della FED di Richmond. Da non sottovalutare, inoltre, i dati sulla fornitura monetaria e sulle scorte petrolifere API.

Mercoledì 23 settembre sarà pubblicato il dato S&P Global relativo ai PMI manifatturiero, dei servizi e composito a livello mondiale. Sono inoltre attese la decisione sui tassi di interesse della Banca centrale indonesiana e la pubblicazione del tasso di inflazione in Sud Africa. In Germania sarà una giornata particolarmente significativa sul mercato obbligazionario, con l'emissione di Bund a 15, 20 e 30 anni.

Negli Stati Uniti verranno invece pubblicati i dati EIA relativi a petrolio e distillati, indicatori di particolare importanza alla luce del cosiddetto dieselgate 2.0 attualmente in corso. In questo caso, il tema non riguarda emissioni alterate, bensì il forte incremento dei costi sostenuti dai distributori, con possibili implicazioni anche in vista delle elezioni di midterm.

Giovedì 24 settembre sarà la giornata centrale della settimana, con il confronto tra Trump e Xi a Washington. Sul fronte macroeconomico saranno inoltre pubblicati i PMI flash manifatturiero e dei servizi in Giappone, il tasso di disoccupazione in Australia, la bilancia commerciale del Brasile e il dato sulle nuove immatricolazioni di veicoli nell'UE.

Anche l'Europa offrirà numerosi spunti: in Spagna sarà pubblicato il PPI, in Francia gli indicatori sulla fiducia di imprese e consumatori e, soprattutto, in Germania l'indice IFO.

L'Italia sarà invece impegnata con l'asta del BTP a 2 anni. Sul fronte delle Banche centrali sono previsti gli interventi di due esponenti di primo piano di BCE e FED, rispettivamente Lane e Williams, oltre a Bean della Bank of England, in contemporanea con la pubblicazione dell'indicatore Distributive Trades della CBI.

In Messico saranno pubblicati l'indice di inflazione di metà mese e il dato sull'attività economica, mentre la Banca centrale deciderà sui tassi di interesse. Sono inoltre attesi la fiducia dei consumatori in Brasile, le riserve valutarie estere in Turchia e il dato sull'attività economica in Argentina.

Particolarmente intensa sarà anche l'agenda nordamericana. In Canada verranno pubblicati il CFIB Business Barometer, le vendite al dettaglio e quelle del comparto manifatturiero, oltre all'asta del titolo a 2 anni. Negli Stati Uniti, in attesa dell'incontro tra i Presidenti, saranno diffusi i dati sulle vendite di nuove abitazioni, gli indici manifatturiero e composito della FED di Kansas City e il fixing dei tassi fissi sui mutui a 15 e 30 anni.

Venerdì 25 settembre saranno pubblicati gli indici GfK sulla fiducia dei consumatori britannici e tedeschi. L'Italia procederà con l'asta del BOT a 6 mesi, mentre dalla Spagna arriverà il dato sul PIL e dal Brasile il CPI di metà mese.

Negli Stati Uniti, il consueto appuntamento macroeconomico di fine settimana sarà incentrato sugli ordinativi di beni durevoli, con particolare attenzione ai sottogruppi che distinguono i dati includendo o escludendo gli ordini della Difesa. A questi si aggiungerà il consueto indice dell'Università del Michigan, con particolare attenzione alle aspettative di inflazione a 5 anni.

Nel complesso, l'agenda suggerisce un approccio prudente fino a giovedì, quando l'incontro tra Trump e Xi potrebbe rappresentare il principale catalizzatore della settimana e fornire indicazioni determinanti per il successivo orientamento dei mercati.

Macro

Away
ake

Vertice Trump-Xi: l'incontro del 24 settembre a Washington sarà il principale catalizzatore della settimana, con energia, terre rare, AI e ruolo del dollaro al centro del confronto.

Cina e politica monetaria: attenzione al Loan Prime Rate a 1 e 5 anni, primo dato dopo la rilevante ricapitalizzazione del settore bancario e assicurativo cinese.

Europa e mercato obbligazionario: aste governative in Francia, Germania e Italia sotto osservazione, insieme all'allargamento dello spread Francia-Germania e ai segnali provenienti dall'economia tedesca.

Turchia e rischi geopolitici: fiducia, debito pubblico e riserve valutarie saranno monitorati in un contesto caratterizzato da tensioni finanziarie e dalla crescente centralità energetica e geopolitica del Paese.

Banche centrali e dati macro: interventi di FED, BCE e Bank of England accompagneranno PMI globali, inflazione, occupazione, fiducia e decisioni sui tassi in diverse economie.

USA, energia e prospettive di mercato: dati EIA, beni durevoli, immobiliare e aspettative d'inflazione completeranno un'agenda nella quale il vertice Trump-Xi potrebbe determinare il successivo orientamento dei mercati.

Macro

Glossario

ADP – Indicatore sull'andamento dell'occupazione nel settore privato statunitense, utilizzato per valutare le dinamiche del mercato del lavoro.

API (American Petroleum Institute) – Organizzazione statunitense che pubblica, tra gli altri dati, stime settimanali sulle scorte di petrolio e prodotti petroliferi.

CBI (Confederation of British Industry) – Una delle principali organizzazioni rappresentative delle imprese britanniche, che pubblica indicatori sull'andamento dell'attività economica e commerciale.

Deleveraging – Processo di riduzione dell'indebitamento e della leva finanziaria, spesso realizzato attraverso la vendita di attività finanziarie.

EIA (Energy Information Administration) – Agenzia statunitense che raccoglie e pubblica dati ufficiali sul mercato energetico, comprese le scorte di petrolio e distillati.

Indice IFO – Indicatore della fiducia delle imprese tedesche, elaborato attraverso un'indagine sulle condizioni correnti e sulle aspettative economiche.

Loan Prime Rate (LPR) – Tasso di riferimento utilizzato dalle banche cinesi per la concessione dei prestiti alla clientela, pubblicato con scadenze principali a 1 e 5 anni.

PMI (Purchasing Managers' Index) – Indicatore basato sulle indagini presso i responsabili degli acquisti delle imprese, utilizzato per misurare l'andamento dei settori manifatturiero e dei servizi.

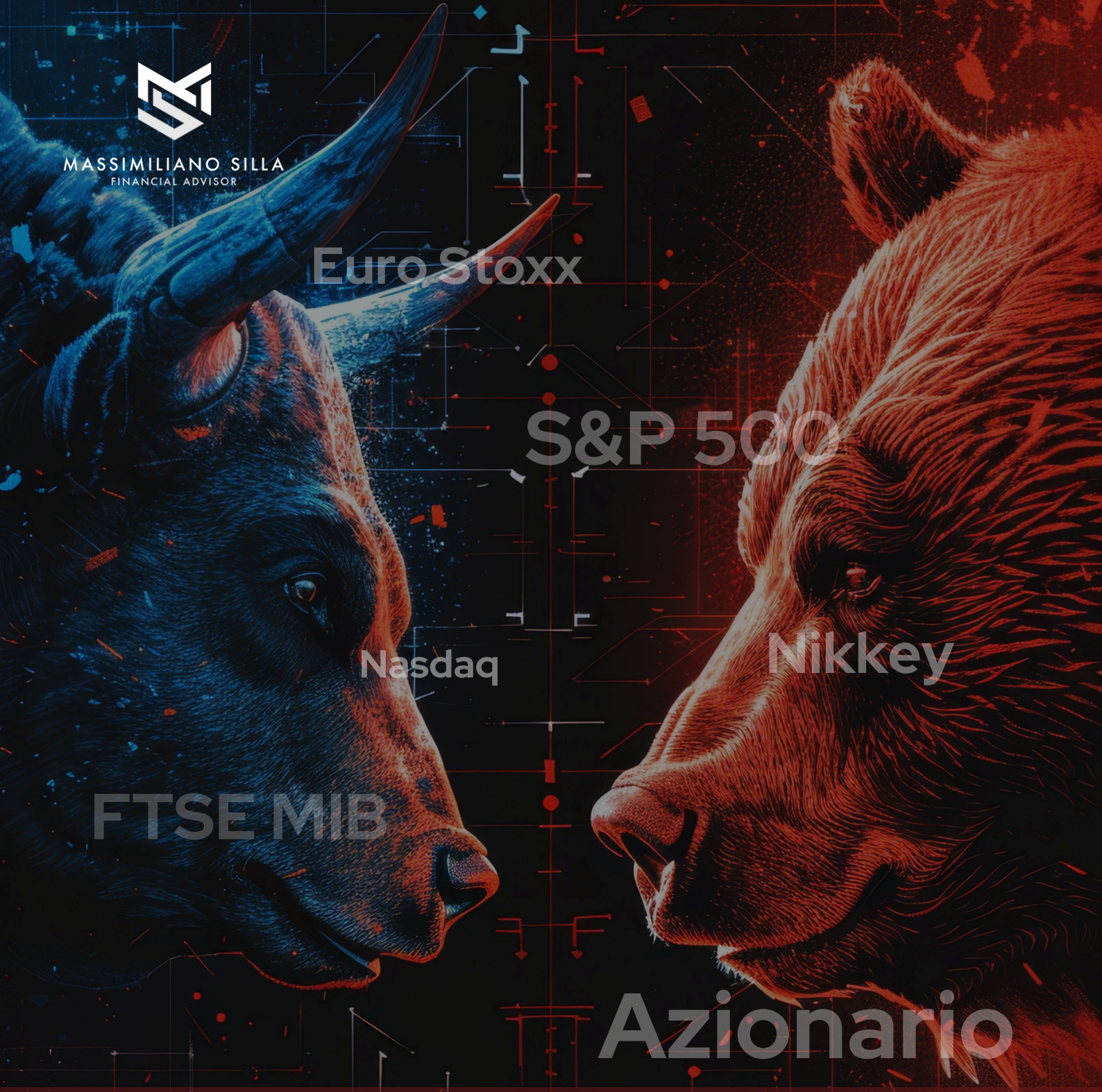
PPI (Producer Price Index) – Indice dei prezzi alla produzione, che misura l'evoluzione dei prezzi dei beni nelle prime fasi del processo produttivo.

Put – Nel linguaggio di mercato, espressione utilizzata per indicare l'aspettativa che autorità monetarie o politiche intervengano per limitare forti ribassi dei mercati finanziari.

Threadneedle Twist – Espressione utilizzata per descrivere una strategia della Bank of England volta a influenzare soprattutto i rendimenti delle obbligazioni a più lunga scadenza.

Yield / rendimento obbligazionario – Rendimento offerto da un'obbligazione in relazione al suo prezzo di mercato; generalmente prezzo e rendimento si muovono in direzioni opposte.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

abstract



In sintesi

Settembre resta caratterizzato da un quadro tecnico fragile: il sell-off è più ampio di quanto mostri l'S&P 500, la partecipazione retail è diminuita e la protezione tramite opzioni è diventata più costosa. Verso fine mese, domanda e offerta rimangono sfavorevoli per l'equity: CTA e strategie vol-target conservano esposizione vendibile, il ribilanciamento dei fondi pensione può favorire obbligazioni a scapito delle azioni e i buyback entrano nel blackout. Dopo l'OpEx, inoltre, il mercato potrebbe risultare più sensibile ai flussi. Il principale rischio macro resta l'energia: nuove restrizioni all'offerta di petrolio e diesel potrebbero alimentare inflazione, volatilità dei tassi e tensioni sulle condizioni finanziarie. In parallelo emergono due temi strutturali: la ripresa dei mall USA e la crescita del biotech cinese legato all'AI.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Nel breve periodo prevale la cautela: stagionalità, flussi sistematici, blackout dei buyback e ribilanciamenti di fine trimestre indicano ancora un possibile indebolimento dell'azionario. Una rottura dello S&P 500 sotto 7.600 rafforzerebbe lo scenario risk-off, mentre petrolio ed energia restano determinanti per tassi e azioni. Il quadro potrebbe però migliorare da ottobre: il posizionamento sull'AI è stato ridimensionato, il sentiment è fortemente deteriorato e il Panic Index e l'AAII mostrano un pessimismo elevato. Con il ritorno dei buyback, una stagionalità più favorevole e l'avvio della stagione degli utili, eventuali ulteriori ribassi potrebbero creare condizioni più favorevoli per ricostruire posizioni long core, inizialmente nel Technology e successivamente nel mercato più ampio.

Superato senza particolari conseguenze il secondo maggiore appuntamento di scadenza delle opzioni (venerdì 18 settembre), il punto centrale relativo all'OpEx è che tale evento dovrebbe, o potrebbe, favorire un aumento della volatilità, a sua volta strettamente collegata all'andamento del petrolio. Se quest'ultimo dovesse scendere, l'equity potrebbe beneficiare del movimento. Una rottura dello S&P 500 al di sotto di quota 7.600 riporterebbe invece il mercato in modalità risk-off.

In questo contesto, Scott Rubner, chief equity/derivatives strategist di Citadel Securities, avverte che la debolezza di settembre non può ancora essere considerata conclusa. Il quadro di domanda e offerta verso la fine del mese rimane sfavorevole e il contesto tecnico continua a essere contrario alle azioni, inducendo ad affrontare le prossime due settimane con una maggiore propensione verso strategie di hedging ribassista.

Il quadro, tuttavia, sta iniziando a cambiare.

Il posizionamento è stato ridotto, il sentiment si è deteriorato rapidamente e aumenta progressivamente la convinzione che un'ulteriore fase di debolezza verso la fine del mese possa rappresentare un'opportunità per ricostituire le posizioni long core. Seguirà a breve un piano operativo completo per il quarto trimestre. Per il momento, il messaggio rimane chiaro: cautela verso la fine di settembre, accompagnata da una visione progressivamente più costruttiva sulla fase successiva.

A. Il sell-off è più ampio di quanto appaia

Nel "September Setup" si sosteneva che i fattori favorevoli al mercato stessero progressivamente venendo meno e che sarebbe stato preferibile ridurre l'esposizione in vista della finestra di settembre, anziché inseguire ulteriormente il rialzo. Il mese si è effettivamente sviluppato in questa direzione. L'S&P 500 è in calo dell'1,8% da inizio mese e del 3,2% rispetto al massimo del 13 agosto, ma l'andamento dell'indice principale sottostima l'entità della debolezza sottostante.

Nove degli undici settori sono in calo da inizio mese. Soltanto Energy e Communication Services, che insieme rappresentano il 14% dell'indice, registrano un rialzo. Rispetto al massimo di agosto, Information Technology, Industrials e Consumer Discretionary spiegano integralmente il calo in punti dell'indice, mentre Energy e Communication Services hanno compensato circa 40 punti di tale flessione. Si è quindi verificato un drawdown significativo sotto la superficie del mercato, che tuttavia, aspetto importante, è rimasto caratterizzato da una rotazione settoriale piuttosto che da un movimento disordinato.

B. La concentrazione ha attenuato il calo dell'indice

L'elevata concentrazione dell'indice ha contribuito a contenere la flessione dell'S&P 500. Le 10 maggiori componenti rappresentano attualmente circa il 40% dell'indice e i titoli con i pesi maggiori hanno generalmente mostrato una maggiore tenuta rispetto al titolo medio. Questo ha consentito all'S&P 500 di registrare una correzione apparentemente contenuta, nonostante la debolezza si sia estesa a una quota significativamente più ampia del mercato.

C. Il mercato della volatilità presenta caratteristiche differenti

L'azione dei prezzi sotto la superficie è stata debole, senza tuttavia assumere caratteristiche disordinate. A differenza del sell-off di luglio, l'attuale fase di debolezza non è stata accompagnata dallo stesso livello di volatilità sui singoli titoli né da analoghe tensioni sul posizionamento. Il repricing più evidente si è invece verificato a livello dell'indice, dove gli investitori stanno iniziando a pagare maggiormente per la protezione.

Lo skew put/call normalizzato a 1 mese dell'SPX si colloca attualmente al 62° percentile rispetto all'ultimo anno, rispetto a circa il 5° percentile registrato all'inizio di settembre. L'NDX si trova analogamente al 70° percentile, mentre il RUT è salito all'83° percentile. Si tratta di un cambiamento significativo rispetto all'inizio del mese.

Quando è stato pubblicato il "September Setup", le coperture indicizzate ad ampio spettro risultavano tra le più economiche degli ultimi anni. Attualmente non è più così.

È importante sottolineare che questa domanda di protezione è rimasta concentrata a livello dell'indice. Lo skew settoriale ha registrato soltanto un modesto repricing rispetto ai minimi estremi, con Technology appena al 40° percentile, Industrials al 31°, Consumer Staples al 27% e Consumer Discretionary al 12%. Anche la volatilità assoluta dei settori rimane relativamente contenuta.

Gli investitori stanno quindi pagando di più per coprire il mercato nel suo complesso, senza che emerga una domanda di protezione di intensità analoga sui singoli segmenti sottostanti. Anche la correlazione implicita riflette questo cambiamento: quella a 1 mese è salita a circa il 14,5%, mentre quella a 3 mesi si colloca attorno al 13%; in entrambi i casi si tratta dei livelli più elevati dall'inizio di giugno.

Anche la domanda speculativa al rialzo si è ridotta. La quota delle componenti dell'S&P 500 con una IV delle call a 1 mese superiore a quella ATM è scesa dal 60% del picco di giugno al 45%, mentre la quota caratterizzata da skew completamente invertito (call prezzate più delle put) si è quasi dimezzata, passando dal 24% di metà agosto al 13%.

Lo spread VIXEQ/VIX restituisce un'indicazione analoga. Dopo avere raggiunto livelli record durante l'estate, il differenziale ha continuato a normalizzarsi parallelamente alla diminuzione dello stress sui singoli titoli. Questo non elimina il rischio di ribasso nel breve termine, ma suggerisce che il mercato stia entrando nell'attuale fase con un livello di leva incorporata sui singoli titoli significativamente inferiore rispetto a luglio.

D. La partecipazione retail è diminuita, come previsto

L'attività retail ha rallentato nel corso del mese, coerentemente con il consueto andamento stagionale.

Se il messaggio della curva obbligazionaria (bear flatteAll'inizio di settembre era stato evidenziato come questo sia storicamente il mese in cui l'accumulazione retail diminuisce e gli acquisti sui ribassi rallentano. Anche quest'anno il comportamento è stato coerente con questo schema: il valore nozionale lordo medio giornaliero è circa il 10% inferiore alla media a 1 anno, mentre il valore nozionale netto medio giornaliero investito in azioni cash è sceso al di sotto della media a 1 anno per la prima volta da aprile.

Il retail non ha capitolato sui titoli legati all'IA, ma ha ridotto la propria partecipazione. Il valore nozionale lordo medio giornaliero dei flussi sui semiconduttori sulla piattaforma retail è circa il 46% inferiore rispetto al picco di giugno, mentre il premio rialzista delle opzioni aperte è diminuito del 45%. In termini direzionali, il retail mantiene una propensione all'acquisto di semiconduttori superiore del 3%, secondo il Call/Put Direction Ratio. Si tratta quindi di una riduzione della partecipazione, non di una liquidazione delle posizioni.

2. Verso la fine del mese, l'offerta continua a prevalere sulla domanda

Per la parte restante di settembre, diverse importanti fonti di domanda stanno diminuendo o sono già state utilizzate, mentre aumentano le potenziali fonti di offerta.

A. I sistemi quantitativi conservano esposizione potenzialmente vendibile

Per quanto riguarda i sistemi quantitativi, permane una potenziale fonte di offerta. L'esposizione delle strategie vol-target rimane elevata, con la strategia vol-target al 10% di rischio modellata a circa l'86% di esposizione, il livello più alto da marzo.

I CTA mantengono posizioni long sulle azioni statunitensi, sebbene in misura inferiore rispetto al passato: lo z-score complessivo sulle azioni USA è sceso da +2,4 alla fine di agosto a +1,1 attualmente. Si tratta di una riduzione del posizionamento, non di uno smobilizzo completo, e ciò lascia ai CTA ulteriore spazio per vendere qualora si verificasse altra debolezza verso la fine del trimestre.

Parallelamente, il posizionamento sui Treasury USA rimane fortemente short lungo tutta la curva.

B. La fine del trimestre determina un ribilanciamento cross-assets

Il ribilanciamento di fine trimestre parte inoltre da una dinamica cross-assets sfavorevole. L'S&P 500 rimane in rialzo di circa l'1% nel terzo trimestre, mentre le obbligazioni registrano un calo del 2,2%. Questa divergenza aumenta la potenziale necessità, per i fondi pensione, di vendere azioni e acquistare reddito fisso verso la fine del trimestre.

I 100 principali piani pensionistici statunitensi risultano finanziati per circa il 112%, il livello di copertura più elevato dal 2001. Livelli di finanziamento così elevati continuano a incentivare i piani a ridurre il glide path e a immunizzare i portafogli, creando il potenziale per vendite meccaniche di azioni e acquisti di reddito fisso verso la fine del trimestre.

C. La scadenza del triple witching potrebbe rimuovere un ulteriore elemento di supporto

La scadenza trimestrale delle opzioni rappresenta un altro importante evento tecnico verso la fine del mese. Circa 7.000 miliardi di dollari di esposizione in opzioni azionarie statunitensi scadono questo venerdì (18 settembre, ndr), pari a circa il 25% dell'esposizione complessiva alle opzioni USA.

L'evento determina un potenziale reset del quadro tecnico del mercato. Quando queste posizioni scadono o vengono rinnovate, il posizionamento che ha contribuito ad attenuare i movimenti realizzati può modificarsi in misura significativa, rendendo potenzialmente il mercato più sensibile ai flussi sottostanti.

D. La domanda corporate si riduce

I programmi di buyback stanno entrando nel periodo di blackout. Attualmente il 10% del peso dell'S&P 500 si trova in un blackout pre-risultati.

Entro il 30 settembre la percentuale salirà al 61% e, per la maggior parte dell'indice, la finestra non si riaprirà fino al 1° novembre. Uno dei principali acquirenti strutturali del mercato riduce quindi la propria presenza proprio nella fase stagionalmente più debole del calendario.

3. Settembre non è ancora concluso

Il calendario sta entrando esattamente nella finestra evidenziata all'inizio del mese. Storicamente, la debolezza di settembre si è concentrata nella seconda metà del mese e il pattern è risultato ancora più pronunciato negli anni di elezioni di metà mandato. Rimane pertanto invariata la valutazione secondo cui il percorso verso la fine del mese presenti un orientamento ribassista.

Storicamente, negli anni di midterm, il percorso medio continua a indebolirsi da questo momento fino alla fine del trimestre. Dal 1930, la performance media è diminuita di circa l'1,1% tra questo momento e il 30 settembre, prima di recuperare nel corso di ottobre e accelerare in prossimità e oltre l'Election Day. Dal minimo del 30 settembre, l'anno medio di midterm ha guadagnato il 5,6% fino alla fine dell'anno.

4. Il quadro cambia dopo settembre

È dopo la conclusione del trimestre che il quadro diventa più interessante. I venti contrari tecnici di breve termine iniziano ad attenuarsi a ottobre e il punto di partenza del posizionamento appare progressivamente diverso rispetto a quello osservato all'inizio dell'estate.

Gran parte dell'eccesso che si riteneva necessario eliminare dal trade sull'AI è ormai venuto meno. La volatilità dei semiconduttori ha completato il movimento di normalizzazione, gli AUM a leva sui semiconduttori sono circa la metà rispetto al picco di giugno, la partecipazione retail è diminuita sensibilmente e molti titoli dell'equipment e delle infrastrutture si trovano tra il 30% e il 55% al di sotto dei rispettivi massimi. Parallelamente, il sentiment di mercato è passato in tempi relativamente brevi dall'euforia alla paura.

Tre mesi fa, il rischio era rappresentato dall'eccessiva concentrazione degli investitori sul medesimo trade. Progressivamente, il rischio si sta spostando verso un'eccessiva uniformità delle aspettative e del sentiment. Questo aspetto è rilevante per l'indice. Technology e Communication Services rappresentano quasi la metà dell'S&P 500 ed è proprio nell'area Technology che posizionamento e leva si sono ridotti maggiormente. Qualora questo comparto tornasse a ricevere domanda, sarebbe sufficiente un incremento relativamente contenuto dei flussi per sostenere l'indice. Inoltre, qualora la leadership dell'IA tornasse ad ampliarsi durante la stagione degli utili, il rally potrebbe estendersi significativamente oltre i titoli che hanno guidato la prima fase del movimento.

Diversi elementi stanno iniziando a convergere.

La stagionalità cambia. Negli anni di midterm, il quarto trimestre ha registrato mediamente un +5,6% dal 30 settembre, rispetto al +2,9% osservato considerando tutti gli anni, con il percorso medio degli anni di midterm che ha iniziato a salire quasi immediatamente dopo la fine del trimestre **(GRAFICO SEASONALITY).**

I buyback tornano. Più della metà del peso dell'S&P 500 sarà nuovamente all'interno di una finestra aperta entro il 1° novembre e quasi tutto l'indice entro l'8 novembre, contestualmente alle nuove autorizzazioni ai buyback relative al terzo trimestre.

Il posizionamento è più "pulito". La leva si è ridotta più aggressivamente proprio nelle aree del mercato nelle quali il sentiment ha registrato il maggiore deterioramento. Anche la stagionalità retail migliora: settembre ha storicamente rappresentato il minimo stagionale per l'accumulazione retail.
Tornano inoltre gli utili. La stagione dei risultati del terzo trimestre inizierà a metà ottobre, dopo una stagione del secondo trimestre che ha prodotto una crescita dell'EPS di circa il 33% e il percorso di revisioni positive più marcato almeno dal 2000. In questo contesto, un'ulteriore fase di debolezza verso la fine del mese viene considerata un'opportunità per incrementare le posizioni long core.

Conclusione

La view tattica di Citadel rimane invariata: le azioni potrebbero avere ulteriore spazio al ribasso verso la fine del mese. I buyback stanno entrando nel blackout, 7.000 miliardi di dollari di esposizione in opzioni scadono venerdì, il posizionamento sistematico rimane una potenziale fonte di offerta, il ribilanciamento di fine trimestre è sfavorevole e il mercato sta entrando nella parte più debole del calendario degli anni di midterm.

Attualmente, il sentiment sull'IA è diventato nettamente negativo e il posizionamento è stato ridotto. Durante settembre, domanda/offerta e stagionalità continuano a indicare un possibile movimento al ribasso. Verso ottobre e il quarto trimestre, gli stessi reset verificatisi a settembre potrebbero invece iniziare a operare nella direzione opposta, inizialmente nel settore Technology e successivamente, potenzialmente, nel mercato più ampio, con l'avvio della stagione degli utili e l'avvicinarsi della fine dell'anno.

GOLDMAN: ATTENZIONE AL PANIC INDEX

Goldman richiama l'attenzione sul Panic Index. L'indicatore, che considera la volatilità implicita a 1 mese dell'S&P, la volatilità del VIX, lo skew put-call dell'S&P a 1 mese e la pendenza della struttura a termine dell'S&P (1 mese vs. 3 mesi), si trova a 5,7/10, corrispondente al 66° percentile su un periodo di osservazione di 1 anno e significativamente al di sopra della lettura inferiore a 1 registrata all'inizio del mese **(GRAFICI PANIC, PANIC1** e **PANIC2).**

I trader di Goldman stanno inoltre osservando l'AAII Sentiment Survey, nel quale questa settimana lo spread Bull-Bear ha raggiunto nuovi minimi del 2026, il livello più basso da maggio 2025 e uno dei valori più depressi dell'era post-ChatGPT.

Rich Privorotsky, responsabile dell'area, osserva che, sulla base della propria esperienza, quando gli investitori raggiungono livelli di pessimismo tali da ritenere di non poter assumere rischio, il mercato

tende infine a salire gradualmente, inducendoli progressivamente a ricostruire l'esposizione. A suo giudizio, questo processo potrebbe essere già in corso.

Il quadro, naturalmente, non è privo di rischi. L'energia rimane il principale fattore da monitorare. Secondo Privorotsky, le valutazioni sui tassi assumono un'importanza secondaria rispetto all'energia, dalla quale dipenderà in larga misura la successiva evoluzione. Non è possibile prevedere le decisioni dei leader coinvolti, ma è possibile valutarne gli incentivi: l'incentivo economico a ridurre l'escalation e raggiungere un accordo è molto elevato. Questo potrebbe rappresentare il momento di massima leva negoziale per entrambe le parti.

La Cina assume un ruolo importante perché tra le parti esiste un livello estremamente ridotto di fiducia e Pechino potrebbe potenzialmente svolgere una funzione di intermediazione qualora ricevesse contropartite sufficienti. L'incontro Trump/Xi della prossima settimana potrebbe pertanto rappresentare un passaggio rilevante per il mercato.

FUEL EXPORT BAN?

Un ulteriore scenario riguarda la possibilità che, immediatamente dopo il meeting, Donald Trump introduca un divieto, anche ampio, sulle esportazioni statunitensi di carburante. Il top strategist di Nomura, Charlie McElligott, non esclude questa eventualità. Secondo la sua analisi, un potenziale e imminente divieto di esportazione non assumerebbe necessariamente la forma di un blocco totale delle esportazioni, ma potrebbe contenere misure selettive finalizzate a modificare le leve disponibili e riallocare la capacità di raffinazione verso una maggiore produzione domestica di diesel.

La misura potrebbe inoltre essere collegata ai livelli delle scorte, modificando e aggiustando le percentuali destinate ai diversi acquirenti esteri anziché determinare un hard stop.

Ciononostante, dal punto di vista dei flussi energetici, un simile scenario rappresenterebbe uno sviluppo potenzialmente molto sfavorevole per il tasso di crescita globale.

Questo anche alla luce dei recenti shock sul lato dell'offerta: la chiusura del gasdotto Saudi East-West, la cancellazione dei carichi di settembre per alcuni raffinatori europei, il controllo degli Houthi sullo Stretto di Bab al-Mandeb, i danni alla raffineria saudita Yasred e gli attacchi dell'Ucraina alle raffinerie russe. Si tratta di ulteriori punti di strozzatura in grado di incidere sull'offerta globale di diesel e greggio.

Il fenomeno si verifica inoltre mentre la Cina sta ricostituendo le proprie scorte di emergenza di greggio, dopo avere svolto un ruolo stabilizzante durante la prima fase della crisi iraniana, quando aveva invece contribuito ad alleggerire le tensioni sul mercato attraverso la riduzione delle proprie scorte di emergenza.

Poiché l'energia rappresenta un elemento determinante per la macroeconomia globale attraverso il canale della rate vol, una stretta sul diesel potrebbe determinare un'intensificazione dello shock sui prezzi delle materie prime, analoga a quella osservata nel marzo di quest'anno. In tale scenario, i tassi potrebbero passare da un graduale e gestibile movimento al rialzo al rischio di un VaR event ad alta velocità, soprattutto considerando i massimi pluriennali della swaption Vol of Vol e il forte Payer Skew. Quest'ultimo è funzione dell'ampia posizione ribassista dei dealer sugli high strikes (convexity) e della forte domanda di range accruals legati al CMT **(GRAFICO SWAPTION)**.

In termini operativi, il mercato potrebbe quindi trovarsi in attesa di un catalizzatore in grado di determinare un brusco aumento della volatilità dei tassi. In questo scenario, anche il mercato azionario potrebbe subire conseguenze rilevanti.

Un brusco inasprimento delle condizioni finanziarie, conseguente a un ulteriore shock sull'energia globale, potrebbe successivamente determinare un ritorno delle preoccupazioni relative a uno shock sulla crescita globale, ovvero una prezzatura di recessione. In tale contesto, la dinamica Low Strike Receivers / Receiver Spreads / Curve Caps potrebbe tornare in bid, mentre il mercato sposterebbe l'attenzione sul ciclo dei tagli dei tassi in risposta a un impulso di hard stop proveniente da energia e tassi.

Si tratta di uno scenario ipotetico, ma resta il precedente di quanto accadde due mesi dopo che il petrolio aveva raggiunto un massimo record nel luglio 2008.

Un'escalation dei tassi verso l'alto, anche attraverso il potenziale effetto di convessità negativa delle swaption sopra descritto, potrebbe determinare perdite sui Treasury capaci di amplificare quelle azionarie per gli investitori ancora esposti a portafogli balanced/60-40, generando un meccanismo di feedback negativo. Da qui l'indicazione di acquistare volatilità/convexity di ottobre e mantenere hedge al ribasso sull'azionario in vista del rischio di un significativo movimento giornaliero successivo a eventi critici in Europa e Asia, con una potenziale sovraperformance relativa degli Stati Uniti grazie alla maggiore indipendenza energetica.

MALL, ALIVE AND KICKING

La tesi secondo cui i centri commerciali fossero destinati a un declino strutturale si è affermata nella copertura mediatica mainstream tra il 2016 e il 2017, persistendo fino al 2022. Tale interpretazione rifletteva le effettive difficoltà del settore: l'eccesso di spazi commerciali, la chiusura dei grandi magazzini e il cambiamento delle abitudini dei consumatori avevano determinato tassi di occupazione diffusamente bassi e una forte contrazione del valore degli immobili.

Nuovi dati suggeriscono tuttavia una significativa inversione della tendenza e indicano che questo segmento del mercato immobiliare commerciale (CRE) sta attraversando una fase di forte espansione. Un rapporto del Wall Street Journal segnala infatti una sovraperformance rispetto a tutti gli altri principali settori del comparto.

La società di ricerca Green Street ha pubblicato un nuovo rapporto secondo cui il valore dei centri commerciali negli Stati Uniti è aumentato del 13% nell'ultimo anno, collocandosi al primo posto tra i 10 settori monitorati e registrando una crescita superiore al doppio rispetto a quella complessiva dei prezzi del mercato immobiliare commerciale. Questa ripresa ha attirato investitori progressivamente meno soddisfatti delle performance degli immobili a uso ufficio e residenziale plurifamiliare.

A luglio, le azioni di Simon Property Group, il maggiore proprietario di centri commerciali negli USA, hanno superato il precedente picco raggiunto nel 2016. Quel massimo storico coincise proprio con l'inizio della diffusione, sui media mainstream, della tesi sulla morte dei centri commerciali. Quest'anno il titolo ha guadagnato quasi l'11%.

A sostegno della tesi, il WSJ ha citato Vincent Rouget, CEO di Unibail-Rodamco-Westfield (società immobiliare con sede a Parigi), secondo il quale le vendite degli affittuari e la crescita del reddito operativo netto negli Stati Uniti stanno superando la media del portafoglio globale dell'azienda, con incrementi dei canoni di locazione su livelli che non si osservavano dagli esordi della decade 2010.
Ronald Kamdem, responsabile della ricerca immobiliare presso Morgan Stanley, ha osservato che, considerando gli attuali fondamentali dei centri commerciali, la situazione appare probabilmente la migliore dal periodo post-Covid.

I segnali positivi non riguardano esclusivamente i centri commerciali di prestigio, i cosiddetti trophy malls. CBL Properties, società che durante la pandemia di Covid aveva fatto ricorso alla procedura fallimentare, segnala un aumento dell'affluenza e delle vendite. Le sue azioni sono salite del 48% quest'anno e, dopo avere ridotto per anni le dimensioni del proprio portafoglio, la società ha acquisito cinque immobili a partire dal luglio 2025.

Il West County Center di CBL, situato nei pressi di St. Louis, non era riuscito a rifinanziare il proprio debito nel 2022 e la struttura attraversava una fase di declino. Dal 2023, tuttavia, ha registrato un incremento del 13% nelle vendite degli esercizi commerciali presenti.

La situazione di eccesso di offerta si è probabilmente attenuata. Secondo Green Street, dal 2008 hanno chiuso circa 200 centri commerciali, lasciandone in attività circa 900 a livello nazionale. La resilienza della spesa dei consumatori ha garantito ai centri commerciali rimasti operativi una solidità che non si osservava da anni. Molti di essi hanno inoltre abbandonato il modello di business prevalentemente incentrato sui grandi magazzini, trasformandosi in poli integrati di shopping, ristorazione e intrattenimento.

Il fenomeno rappresenta quindi un elemento da monitorare anche rispetto alla concorrenza dell'e-commerce e, in particolare, di Amazon. Pur trattandosi per ora di un movimento relativamente contenuto, potrebbe configurarsi come un'opportunità da valutare nella fase attuale.

CHINA_BIOTECH

Le azioni delle aziende biotecnologiche cinesi stanno emergendo come un nuovo filone di investimento collegato all'intelligenza artificiale, sostenute dalle aspettative che questa tecnologia possa accelerare lo sviluppo dei farmaci e incrementare i rendimenti.

L'indice Hang Seng Biotech è salito di quasi il 22% nel trimestre, avviandosi a sovraperformare l'indice Hang Seng Tech con il margine più ampio mai registrato nei dati Bloomberg (disponibili dal 2015). Gli investitori stanno infatti considerando la possibilità che l'intelligenza artificiale riduca tempi e costi della ricerca e sviluppo farmaceutico e che, nel lungo periodo, i farmaci sviluppati attraverso l'IA possano generare ricavi da licenze e royalty, conferendo maggiore solidità al rally.

La scoperta di farmaci basata sull'IA (AIDD) sta registrando una rapida espansione in Cina e suscitando crescente interesse tra gli investitori, grazie ai vantaggi in termini di velocità e costi offerti dalla tecnologia, secondo quanto scritto questo mese dagli analisti di Citigroup Inc., tra cui John Yung. La bassa penetrazione del settore nel mercato globale della ricerca e sviluppo farmaceutico, stimato in 313 miliardi di dollari, suggerisce un significativo margine di crescita.

Le azioni di Insilico Medicine Cayman TopCo sono più che raddoppiate dal debutto a Hong Kong a fine dicembre, mentre quelle di HitGen Inc., quotata a Shanghai, hanno guadagnato quasi il 40% quest'anno, dopo un rialzo del 90% nel 2025. Entrambe le società dispongono attualmente di raccomandazioni di acquisto (buy) da parte di tutti gli analisti monitorati da Bloomberg.

A differenza di numerose aziende statunitensi che continuano a registrare perdite, diversi leader cinesi sono già redditizi. Secondo Citigroup, tali società dovrebbero registrare un'accelerazione degli

utili man mano che la forte domanda si tradurrà in un maggiore utilizzo delle risorse e in una leva operativa più elevata.

Il significativo incremento dei ricavi legati all'AI registrato nella prima metà dell'anno dai principali fornitori di servizi di laboratorio wet, ovvero quelli che testano i farmaci progettati dall'AI, e i progressi dei farmaci sperimentali presso aziende come Insilico hanno ulteriormente rafforzato il sentiment positivo nei confronti del settore.

Le principali aziende cinesi di AIDD sono inoltre scambiate a valutazioni significativamente inferiori rispetto alle rispettive omologhe statunitensi, nonostante una presenza più ampia lungo la catena del valore, secondo quanto osservato dagli analisti.

Parallelamente, i continui progressi nel raggiungimento dei traguardi clinici e le nuove partnership rappresentano ulteriori fattori di sostegno per gli operatori locali, secondo Linda Shu, responsabile della ricerca sul settore sanitario cinese presso HSBC Qianhai Securities.

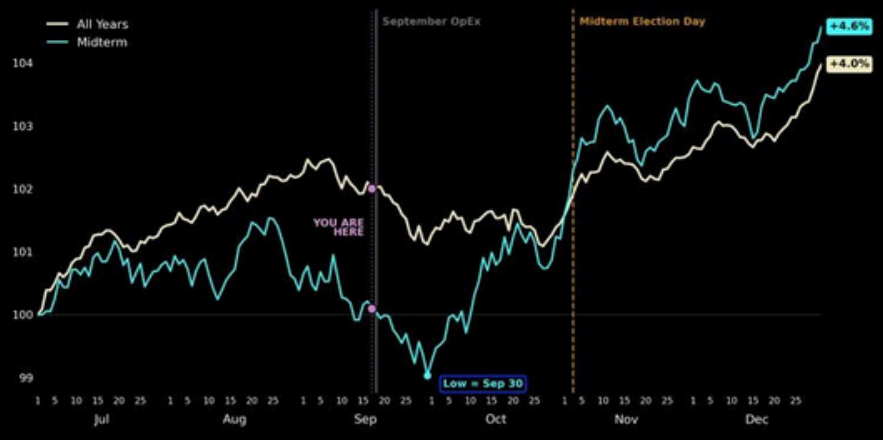
La concorrenza rimane tuttavia un elemento di attenzione. Le organizzazioni di ricerca a contratto (CRO), le aziende farmaceutiche e le piattaforme private potrebbero espandersi nel settore dell'AIDD, mentre tecnologie dirompenti potrebbero ridurre i vantaggi competitivi delle piattaforme esistenti. Anche dubbi più generali sulla sostenibilità degli investimenti nell'AI potrebbero esercitare pressioni sulle quotazioni azionarie.

La Cina dispone tuttavia di una combinazione significativa di talenti scientifici, un'ampia pipeline di farmaci innovativi e infrastrutture capillari per la produzione farmaceutica conto terzi, destinate alla sintesi e alla sperimentazione di molecole generate dall'intelligenza artificiale, secondo Victoria Mio, portfolio manager di Janus Henderson Group Plc.

Gli investitori si concentreranno in particolare sulla disponibilità e qualità dei dati proprietari, sui progressi della pipeline interna, sulle partnership con le aziende farmaceutiche, sugli aspetti economici delle licenze e sulla disponibilità di cassa.

S&P 500 2H Performance – Midterm Years

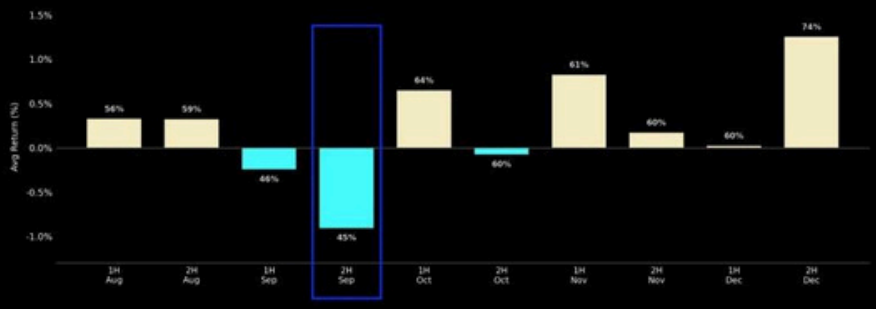
Average 1928-2025, Indexed to July 1



Source: Bloomberg as compiled by Citadel Securities, Global Market Intelligence, as of September 16, 2026. Figures are for illustrative purposes only. Pas performance figures do not guarantee future results.

S&P 500 Half-Month Seasonality – Into and Out of the September Window

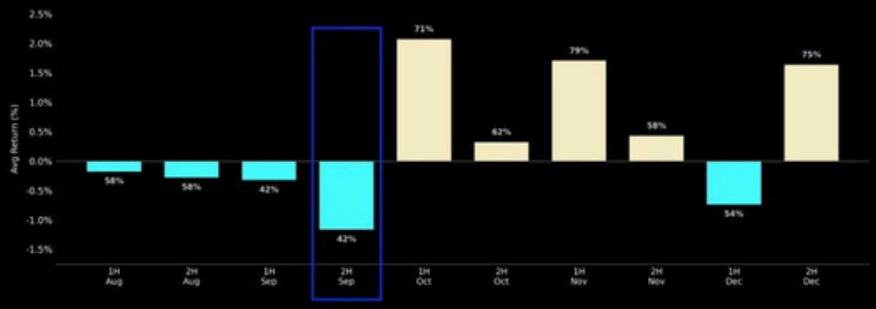
Average Return and Hit Rate, 1928-2025



Source: Bloomberg as compiled by Citadel Securities, Global Market Intelligence, as of August 30, 2026. Figures are for illustrative purposes only. Past performance figures do not guarantee future results.

S&P 500 Half-Month Seasonality – Midterm Years

Average Return and Hit Rate, Midterm Years from 1928-2025



Source: Bloomberg as compiled by Citadel Securities, Global Market Intelligence, as of August 30, 2026. Figures are for illustrative purposes only. Past performance figures do not guarantee future results.

Immagine SEASONALITY - **Fonte** Bloomberg/Citadel Securities

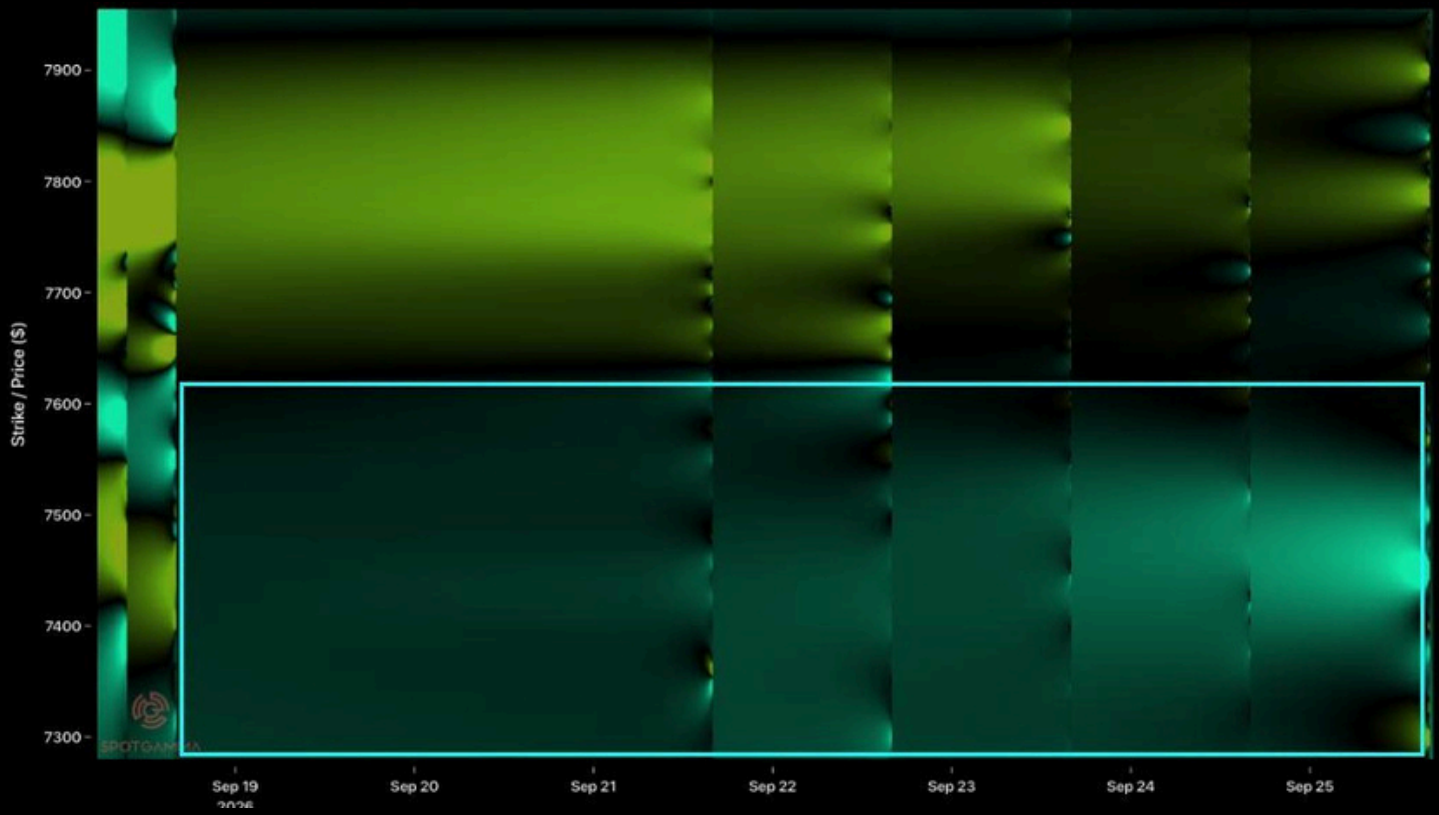


Immagine PANIC - **Fonte** SpotGamma

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

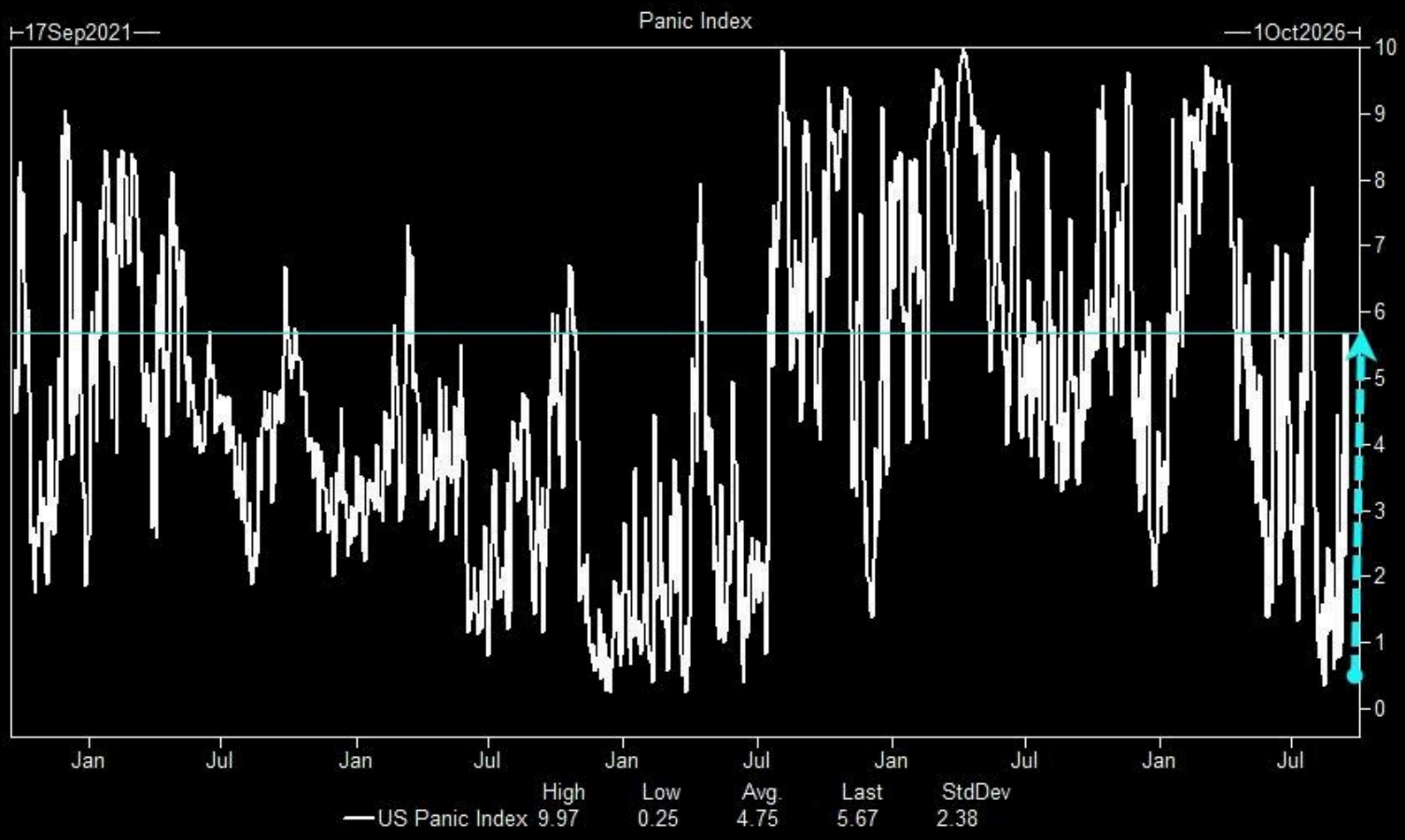


Immagine PANIC 1 - **Fonte** Goldman Sachs

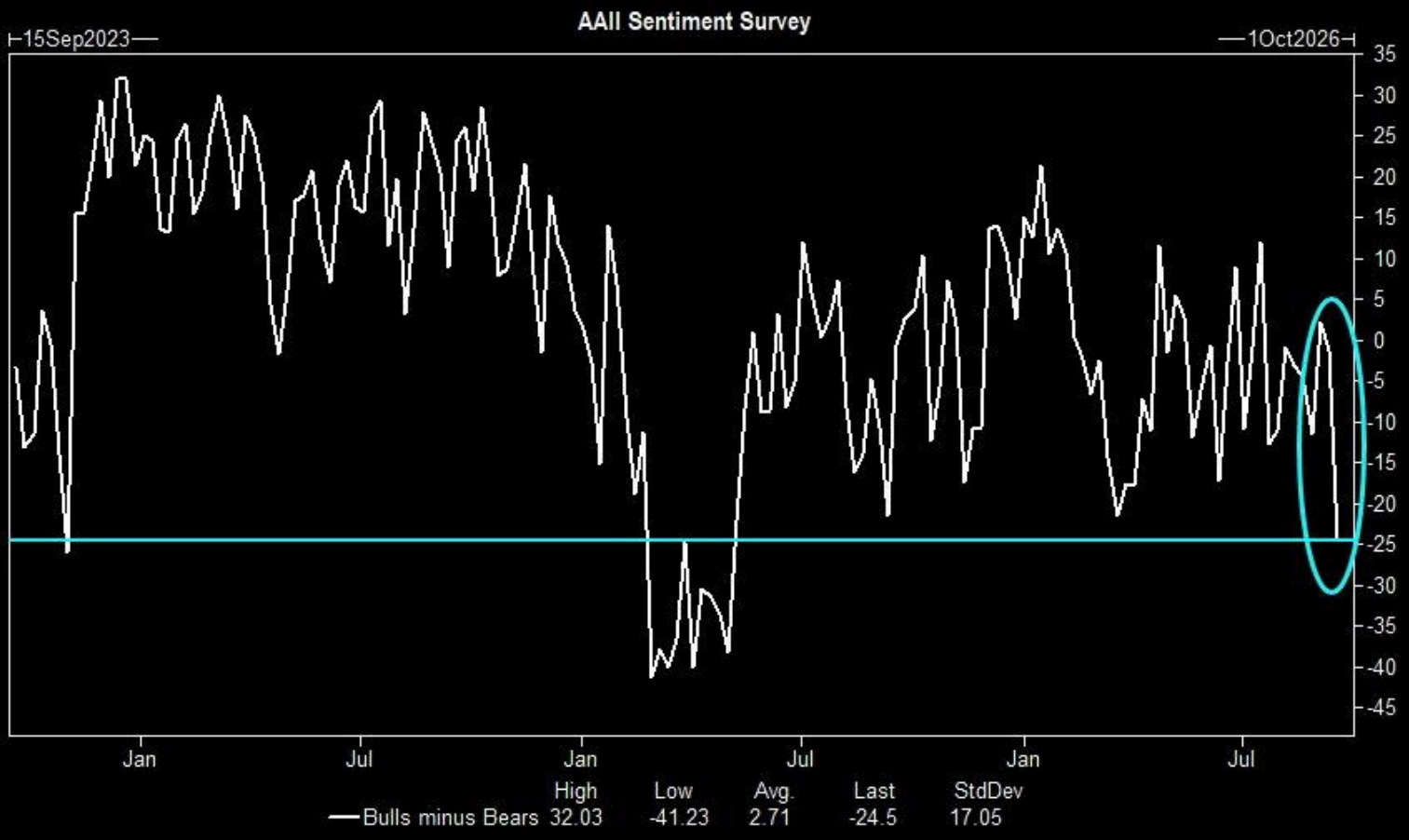


Immagine PANIC 2 - **Fonte** Goldman Sachs



Immagine SWAPTION - **Fonte** Goldman Sachs

equity

Take Away

Debolezza dell'azionario a settembre: il sell-off è più ampio di quanto mostri l'S&P 500, con nove settori su undici in calo e una crescente domanda di protezione tramite opzioni.

Pressioni tecniche di fine trimestre: CTA, strategie vol-target, ribilanciamenti dei fondi pensione, scadenze delle opzioni e blackout dei buyback mantengono sfavorevole il rapporto tra domanda e offerta.

Sentiment e posizionamento in normalizzazione: partecipazione retail, leva e speculazione sull'AI sono diminuite sensibilmente, mentre Panic Index e AAII evidenziano un marcato deterioramento del sentiment.

Prospettive più favorevoli da ottobre: stagionalità, ritorno dei buyback e stagione degli utili potrebbero sostenere una ricostruzione delle posizioni long core, soprattutto nel Technology.

Energia come principale rischio macro: eventuali restrizioni all'export USA e nuovi shock sull'offerta di petrolio e diesel potrebbero aumentare inflazione, volatilità dei tassi e pressioni sull'equity.

Nuovi temi d'investimento: negli USA migliora il quadro dei centri commerciali, mentre in Cina il biotech legato all'AI beneficia delle prospettive dell'AIDD, pur mantenendo rischi competitivi e tecnologici.

AIDD (AI-Driven Drug Discovery) – Utilizzo dell'intelligenza artificiale nella scoperta e nello sviluppo di nuovi farmaci, con l'obiettivo di ridurre tempi e costi della ricerca.

Blackout dei buyback – Periodo, generalmente precedente alla pubblicazione dei risultati societari, durante il quale le aziende limitano o sospendono i programmi di riacquisto delle proprie azioni.

CTA (Commodity Trading Advisor) – Strategie quantitative e sistematiche che assumono posizioni sui mercati in funzione di trend e segnali di prezzo. Possono amplificare i movimenti quando modificano rapidamente l'esposizione.

Glide path – Percorso programmato con cui un fondo pensione modifica nel tempo la propria asset allocation, generalmente riducendo il rischio quando aumenta il livello di copertura delle passività.

OpEx (Options Expiration) – Scadenza delle opzioni. Può modificare i flussi di copertura degli operatori e quindi influenzare volatilità e dinamiche di mercato.

Payer Skew – Nel mercato delle swaption, maggiore costo relativo della protezione contro un forte rialzo dei tassi rispetto alla protezione contro una loro discesa.

Rate Vol – Volatilità dei tassi d'interesse, cioè l'ampiezza delle variazioni attese dal mercato sui tassi.

Range Accrual – Prodotto strutturato il cui rendimento dipende dal numero di giorni in cui un determinato tasso o parametro rimane all'interno di un intervallo prestabilito.

Skew put/call – Differenza tra la volatilità implicita incorporata nelle put e nelle call. Misura quanto il mercato è disposto a pagare per proteggersi dai ribassi rispetto all'esposizione ai rialzi.

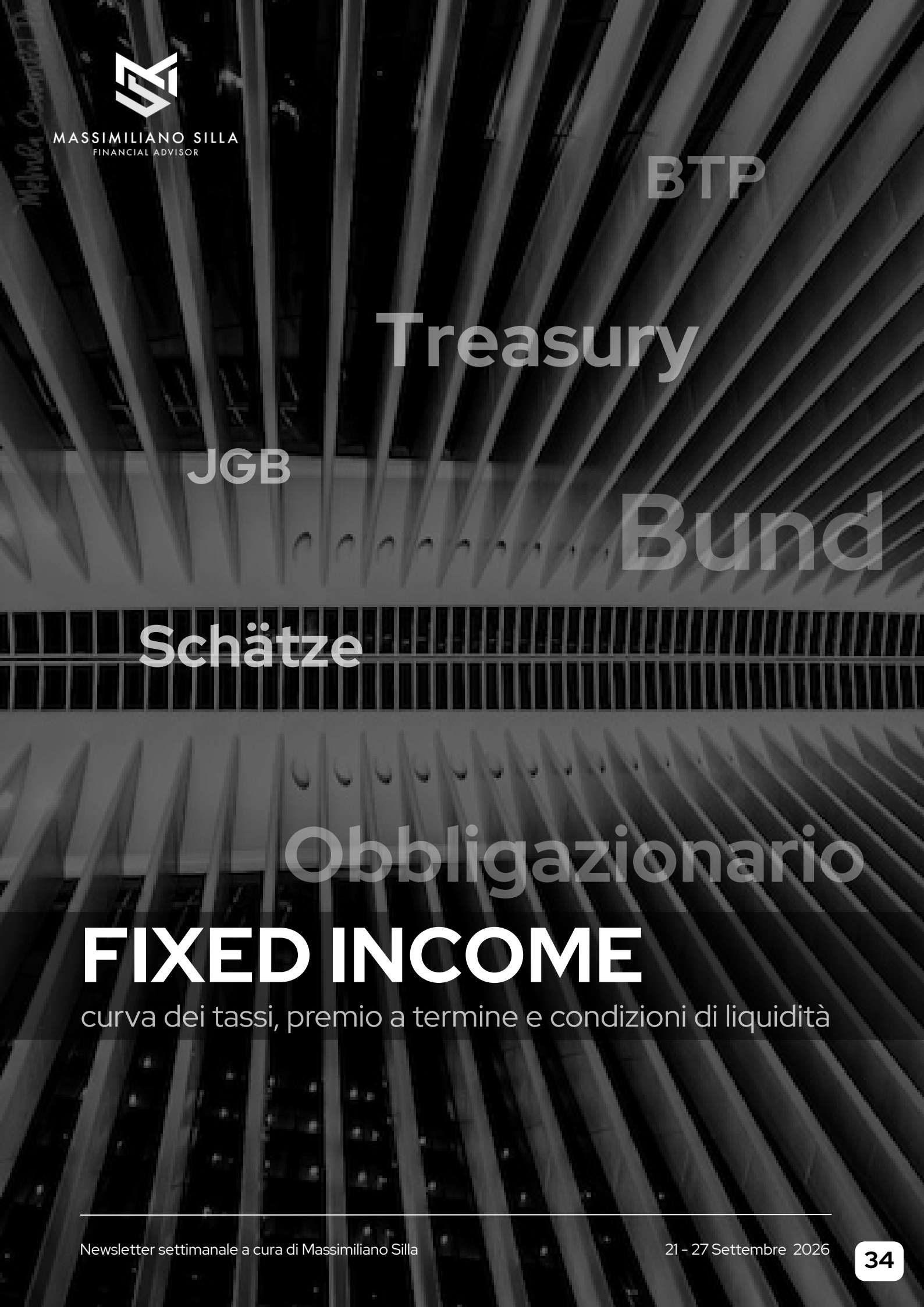
Swaption – Opzione che attribuisce il diritto di entrare in un interest rate swap a determinate condizioni; viene utilizzata per assumere o coprire esposizioni ai movimenti dei tassi.

Triple Witching – Scadenza simultanea di diverse categorie di derivati azionari, che può determinare volumi elevati e variazioni nei flussi di copertura.

VaR Event (Value at Risk Event) – Movimento di mercato sufficientemente rapido e ampio da superare determinate soglie di rischio, inducendo gli operatori a ridurre le esposizioni e potenzialmente amplificando la volatilità.

Vol of Vol – Volatilità della volatilità: misura quanto rapidamente può variare la volatilità implicita stessa.

Vol-target – Strategie sistematiche che aumentano o riducono l'esposizione agli asset rischiosi per mantenere un livello prefissato di volatilità del portafoglio.



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

Il progressivo ridimensionamento del basis trade rappresenta un rischio crescente per il mercato dei Treasury. Gli hedge fund, divenuti una fonte strutturale di domanda e liquidità, stanno riducendo l'esposizione a causa di spread più compressi, maggiori costi di finanziamento e concorrenza delle banche. Rendimenti verso il 5,25%-5,50% e un aumento della volatilità potrebbero accelerare il processo, mettendo sotto pressione liquidità e dealer. In parallelo, Tesoro USA e Bank of England stanno adottando strategie diverse ma con un obiettivo comune: contenere la pressione sulle scadenze lunghe. I buyback americani e la revisione del QT britannico segnalano una crescente attenzione alla sostenibilità del mercato del debito, mentre il CapEx legato all'AI continua a sostenere crescita nominale ed EPS.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Nel breve termine, l'attenzione dovrebbe concentrarsi soprattutto su tassi, petrolio e volatilità obbligazionaria. Un'ulteriore salita dei rendimenti potrebbe ridurre l'efficacia dei Treasury come copertura, aumentare margini e haircut e accelerare l'uscita degli hedge fund dal basis trade, rendendo necessari nuovi interventi del Tesoro o della FED. Sul fronte britannico, la sospensione delle vendite dei GILTS più lunghi e il crescente ricorso alla Short Term Repo indicano la volontà della BOE di limitare le tensioni sulla duration. Nel 2027, inoltre, l'elevata emissione di debito degli hyperscaler per finanziare il CapEx AI potrebbe competere con le nuove emissioni di Treasury. L'azionario resta sostenuto dagli EPS, ma il principale elemento di vulnerabilità si concentra sempre più sul mercato del debito sovrano.

La progressiva perdita di attrattività del basis trade rappresenta un importante fattore di rischio per il mercato dei Treasury. Gli hedge fund costituiscono infatti una componente significativa della liquidità del mercato e un loro ulteriore ridimensionamento nel basis trade, in un contesto di minore redditività e maggiore volatilità dei rendimenti, potrebbe avere conseguenze rilevanti. In questo quadro, è difficile ritenere che i buyback rappresenteranno l'ultima misura adottata per preservare il regolare funzionamento del mercato obbligazionario.

Prima ancora dei rischi associati all'AI, oggi al centro dell'attenzione, il Tesoro deve quindi affrontare una questione prioritaria e rilevante, sebbene al momento non ancora esiziale: un'ulteriore salita dei rendimenti, tuttora intorno al 5% dopo l'aumento del tasso ufficiale di mercoledì scorso. Un simile scenario scoraggerebbe ulteriormente la domanda degli hedge fund collegata al basis trade e agli swap spread sui Treasury.

Come promemoria, il basis trade nasce dalla domanda strutturale degli asset manager di coprire la duration attraverso futures sui bond. Questa dinamica crea un'opportunità di arbitraggio per i fondi, che vendono allo scoperto i futures e coprono la posizione utilizzando Treasury finanziati tramite repo.

Attraverso questo meccanismo, e nell'ambito di una relazione di reciproco beneficio, gli hedge fund sono diventati una componente significativa, strutturale e sistemica, della domanda nel mercato dei Treasury. Se solo pochi anni fa detenevano circa il 4% del debito pubblico negoziabile, oggi la loro quota è prossima al 9% del totale, pari a $2.7 trilioni di Treasury alla fine del 2025. Gli hedge fund hanno incrementato le proprie partecipazioni a un ritmo persino superiore a quello con cui il Tesoro ha aumentato le nuove emissioni sul mercato.

È pertanto ragionevole ritenere che, in assenza della domanda proveniente dagli hedge fund, i rendimenti sarebbero sensibilmente più elevati. Tra il 2022 e il 2025 i fondi sono stati i secondi maggiori acquirenti di Treasury, dietro alle istituzioni finanziarie non bancarie ma davanti a investitori

stranieri, famiglie, aziende, banche e Federal Reserve, le cui partecipazioni sono diminuite nell'ambito del QT. Sebbene i fondi detengano molti meno Treasury rispetto agli investitori stranieri e alle istituzioni finanziarie, la loro importanza per il corretto funzionamento del mercato non deve essere sottovalutata: rappresentano una fonte di domanda marginale sensibile ai prezzi e un importante fornitore di liquidità.

Questa rilevanza costituisce, tuttavia, anche una vulnerabilità critica. Il fenomeno è emerso con particolare evidenza nel 2020, quando i fondi si ritirarono in massa dal basis trade, generando una grave carenza di liquidità nelle contrattazioni dei Treasury e costringendo la Fed ad ampliare il proprio bilancio di $3 trilioni, in misura senza precedenti. Resta quindi da valutare se proprio questo possa rappresentare l'obiettivo reale e terminale della strategia, apparentemente poco lineare, di Bessent.

Gli hedge fund accumulano inoltre Treasury nell'ambito dell'arbitraggio tra titoli on-the-run e off-the-run, di operazioni long-only, operazioni sulla curva e altre strategie. È tuttavia il basis trade a generare i maggiori rischi di destabilizzazione qualora venga meno. Esso rappresenta anche il principale singolo motore della domanda di Treasury da parte degli hedge fund, per circa $830 miliardi, equivalenti al 3.5% degli UST in circolazione a settembre 2025, un ammontare considerevolmente superiore ai $430 miliardi registrati alla vigilia della crisi del 2020.

Anche un progressivo e ordinato smantellamento del trade rappresenta comunque un problema per il Tesoro. Ed è precisamente quanto sembra essere in corso. I fondi hanno ridotto la loro posizione netta corta sui futures, segnalando un ridimensionamento dell'esposizione al basis trade. La domanda degli asset manager per futures long è invece diminuita soltanto marginalmente, indicando che i dealer sono di fatto intervenuti aumentando la propria esposizione al trade.

A seguito dei cambiamenti normativi, le banche hanno incrementato la propria partecipazione al trade, contribuendo alla compressione degli spread e rendendo l'operazione progressivamente

meno interessante per gli hedge fund. Le banche beneficiano infatti di un costo di finanziamento inferiore e possono continuare a realizzare un profitto anche in condizioni nelle quali i fondi non riescono più a farlo. Per questi ultimi, il basis trade è stato pertanto descritto come sostanzialmente esaurito, non offrendo più un'opportunità sufficientemente interessante rispetto al repo.

Questa evoluzione determina due vulnerabilità fondamentali per il mercato dei Treasury:

1. in una futura crisi, i dealer potrebbero essere ancora meno in grado di intermediare le contrattazioni e impedire una contrazione della liquidità, poiché si troverebbero posizionati nella stessa direzione dei fondi;
2. i dealer non dispongono di una capacità di bilancio sufficiente per assumere autonomamente l'intero onere del basis trade.

Per questa ragione, il momento attuale rappresenta un potenziale punto di tensione. I rendimenti si stanno avvicinando a una soglia, collocabile intorno al 5.25%-5.50%, oltre la quale la correlazione tra azioni e obbligazioni tende storicamente a diventare decisamente positiva. In tale scenario, i Treasury possono amplificare le perdite di portafoglio, riducendo la propria efficacia come strumento di copertura e determinando un aumento della volatilità obbligazionaria. Questa dinamica potrebbe inoltre accelerare il progressivo abbandono del basis trade da parte degli hedge fund, trasformando un ridimensionamento graduale in un movimento molto più rapido e lasciando il mercato in un equilibrio precario, proprio mentre una componente importante della domanda marginale di Treasury si riduce.

Una maggiore volatilità obbligazionaria è particolarmente negativa per il basis trade. Il fattore scatenante iniziale della crisi del 2020 fu infatti un aumento dei margini sui futures, che tendono naturalmente a crescere all'aumentare della volatilità. Dallo scorso anno i margini sono rimasti elevati anche durante la diminuzione della volatilità obbligazionaria, evidenziando una significativa rigidità verso il basso. È quindi ragionevole attendersi che tornerebbero rapidamente a salire qualora la volatilità aumentasse.

Una componente essenziale del basis trade è inoltre rappresentata dal costo del finanziamento, che per i fondi è effettivamente aumentato, riducendone ulteriormente la redditività. Un incremento della volatilità obbligazionaria eserciterebbe un'ulteriore pressione, soprattutto perché anche gli haircut sul collaterale potrebbero aumentare con il crescere dell'incertezza sulle valutazioni. La compensazione centralizzata dei Treasury (leggi buybacks ampliati), prevista nei prossimi mesi, potrebbe inoltre non rivelarsi la soluzione definitiva attesa dal mercato.

È improbabile che la domanda di Treasury derivante dallo swap-spread trade possa compensare questa dinamica, trattandosi di una fonte di domanda inferiore rispetto al basis trade, pari a circa $300 miliardi a settembre dello scorso anno. Tale ammontare potrebbe peraltro essere già diminuito, qualora l'aumento degli swap spread avesse indotto i fondi a contenere le perdite o a realizzare i profitti accumulati sul trade.

Considerata dal punto di vista della volatilità e della liquidità del mercato obbligazionario, l'operazione di buyback potenziata dal Tesoro appare coerente. Valutata rispetto ai propri obiettivi, finora ha infatti prodotto risultati positivi, con il term premium sul debito a lungo termine diminuito dall'annuncio.

Quanto più, tuttavia, i rendimenti si avvicinano al punto di inflessione che rende più probabile un cambio di regime nella volatilità obbligazionaria, tanto maggiore diventa la possibilità che il Tesoro – e forse la FED – debbano adottare ulteriori misure per contenere una crisi del mercato del finanziamento. Resta quindi la domanda se sia proprio questo l'esito perseguito da Scott Bessent: in termini più semplici, creare le condizioni affinché la FED sia costretta a tornare a intervenire, secondo una dinamica analoga a quella osservata nel settembre 2019.

Una prospettiva alternativa è quella espressa da Mark Wilson, partner in Goldman Sachs, secondo il quale il CapEx dell'IA rimane al centro della dinamica della crescita nominale e degli utili per azione, mentre i commenti delle aziende nel Q2 su questa componente di spesa sono stati piuttosto inequivocabili.

Nel breve termine, tuttavia, Wilson ritiene che il mercato debba concentrarsi sui tassi – e quindi sul petrolio – più che sul prossimo titolo relativo all'AI.

La FED ha appena effettuato un rialzo dei tassi con impostazione "da falco" e Goldman ha ora incorporato nelle proprie previsioni un ulteriore rialzo di 25 pb per ottobre, respingendo l'idea che le elezioni di novembre rappresentino un veto a una seconda mossa e sostenendo, al contrario, che avrebbero costituito un vincolo maggiore rispetto a un rialzo iniziale.

La conclusione di Wilson merita quindi attenzione: a suo giudizio, questo potrebbe essere il momento meno appropriato per aumentare ulteriormente il timore nei confronti del rialzo dei tassi. In sostanza, Wilson mette in relazione tre elementi che il consenso continua a considerare separatamente: inflazione persistente, tassi più elevati e una crescita nominale ancora particolarmente robusta.

Il mercato obbligazionario ha già subito una correzione di portata storica. I rialzi risultano prezzati su livelli superiori rispetto al percorso effettivamente incorporato nelle previsioni di Goldman. Nella distribuzione degli scenari considerata dalla banca, la sorpresa sull'inflazione presenta ora una maggiore inclinazione verso il ribasso, a meno che il petrolio non registri finalmente il movimento che la guerra con l'Iran avrebbe dovuto determinare mesi fa.

Le azioni rimangono invece sostenute dalla dinamica degli EPS, che ha più che compensato l'andamento dell'indice. Il principale elemento di vulnerabilità è quindi il bilancio sovrano, più che le singole componenti dell'S&P, poiché è il primo a dover sostenere strutturalmente il costo della cedola. La configurazione del rischio appare quindi inversa rispetto a quella tradizionale: il timore è concentrato nell'area in cui il movimento si è già in larga parte verificato, mentre il rischio meno incorporato nei prezzi potrebbe trovarsi altrove.

Se il CapEx sull'AI dovesse effettivamente dimostrarsi redditizio, un mercato che in una settimana positiva appariva relativamente ampio potrebbe tornare a concentrarsi su un numero limitato di vincitori, mentre tutti gli altri continuerebbero a finanziare la duration.

THREADNEEDLE TWIST

Questa è stata la settimana delle Banche centrali: FED, Bank of England e Bank of Japan. Il bilancio è di due rialzi e un rinvio con tassi invariati. Ad aumentare i tassi sono state Washington e Tokyo, la prima per ragioni strategiche e la seconda per una necessità che può essere definita anche politica. Londra è invece rimasta ferma.

Tra le tre decisioni, tuttavia, quella della Old Lady in riva al Tamigi potrebbe contenere il segnale più rilevante. Le altre due Banche centrali hanno adottato decisioni che possono essere interpretate come prevalentemente tattiche; Londra ha invece trasmesso un'indicazione più strutturale, che rischia di essere sottovalutata mentre l'attenzione rimane concentrata sulla strategia statunitense e sulla possibilità di un nuovo incidente finanziario controllato.

Sarebbe inoltre riduttivo interpretare la decisione della Bank of England esclusivamente attraverso la reazione immediata del GILT a 30 anni, il cui rendimento record è diminuito di 12 punti base. L'elemento centrale è infatti ciò che sottende questa dinamica dei rendimenti: la decisione di interrompere le vendite dei Gilts sulle scadenze più lunghe.

Di fatto, £120 miliardi di obbligazioni con scadenza nel 2049 o successiva rimarranno nel bilancio della Banca centrale, mentre £222 miliardi di Gilts con scadenza più breve verranno semplicemente portati a scadenza.

Rimarranno pertanto soltanto circa £146 miliardi da vendere gradualmente nei prossimi anni. In altri termini, la Old Lady di Threadneedle Street sta riducendo sensibilmente la pressione sul mercato derivante dall'offerta di titoli a lunga duration. Se il problema del debito non può essere eliminato, la strategia diventa quindi quella di gestirne internamente una parte maggiore, attenuando l'impatto su yields e spread.

In una lettera al Cancelliere dello Scacchiere, John Healey, il governatore della BOE, Andrew Bailey, ha affermato che l'accordo preserva l'indipendenza della politica monetaria e massimizzerà il rapporto qualità-prezzo, minimizzando i costi e i rischi nell'intero ciclo di vita del programma. La questione diventa allora comprendere quale programma e quale impostazione originaria abbiano richiesto una revisione così significativa, in quella che può essere interpretata come una risposta a crescenti tensioni finanziarie, comunicata secondo il tradizionale understatement britannico.

Il riferimento è al QT, ossia alla riduzione del bilancio della Banca centrale successiva agli ingenti acquisti effettuati durante il QE pandemico. Tutte le aste di QT previste saranno sospese fino ad aprile, mentre verranno definiti i termini delle vendite al DMO.

Il nuovo approccio è rilevante anche perché arriva in un contesto di crescenti critiche al programma, che dall'inizio dello smantellamento nel 2022 avrebbe accumulato perdite a carico dei contribuenti per £110 miliardi. Questo elemento contribuisce a spiegare perché la modifica del QT possa essere letta come una misura dettata da esigenze sempre più pressanti.

Esiste inoltre un evidente parallelismo tra Regno Unito e Stati Uniti. La special relationship USA-UK sembra essersi indirettamente rafforzata intorno a un obiettivo comune: rinviare e attenuare le conseguenze del problema del debito. Scott Bessent sembra perseguire un risultato analogo attraverso strumenti differenti.

Il Tesoro statunitense ha infatti aumentato drasticamente i riacquisti di Treasury USA a più lunga scadenza, facendo contemporaneamente maggiore affidamento sulle emissioni di Bills a breve termine. I meccanismi sono differenti, ma l'obiettivo è sostanzialmente lo stesso: ridurre la pressione sui rendimenti delle obbligazioni a più lunga scadenza.

Il messaggio comune, sebbene per il momento soltanto implicito, sembra quindi richiamare un approccio assimilabile a un "whatever it takes" rispetto alla possibilità di una nuova crisi del debito sovrano, questa volta potenzialmente esiziale.

La ragione della sua potenziale gravità è duplice. Da un lato, non si tratta dei BTp italiani del 2011, bensì dei titoli che costituiscono il sottostante di circa $40 trilioni di debito della prima economia mondiale e, soprattutto, una componente fondamentale del collaterale utilizzato in centinaia di trilioni di dollari di negoziazioni quotidiane a livello globale. Dall'altro lato, esiste una motivazione meno sistemica e strutturale, ma molto più immediata, collegata alle esigenze di liquidità, con il precedente di Northern Rock che rimane un riferimento significativo.

Questa seconda motivazione emerge chiaramente dalla tabella **(GRAFICO STR)**. Mentre la Bank of England adottava questa decisione, la sua facility di Short Term Repo erogava ulteriori £125,390 miliardi a 7 giorni a banche e assicurazioni britanniche.

La finalità appare chiara: fornire liquidità per acquistare GILTS a lungo termine e contribuire a comprimere i rendimenti. Si tratta di un'operazione in corso ormai da mesi e su ammontari progressivamente crescenti, al netto degli effetti di window dressing legati al calendario.

In sostanza, mentre la Bank of England riduce l'offerta di titoli sul mercato, ha contemporaneamente immesso ogni settimana decine di miliardi di sterline attraverso la propria facility, contribuendo a evitare nuove tensioni sistemiche dopo la crisi dei fondi pensione del 2022. Un'eventuale nuova crisi potrebbe infatti richiedere interventi di salvataggio di dimensioni ancora superiori.

Questo aiuta a comprendere perché la decisione possa essere interpretata come una misura di carattere emergenziale e perché, a giudizio di chi scrive, quanto deciso giovedì scorso a Londra abbia un peso maggiore rispetto a quanto comunicato il giorno successivo da Tokyo.

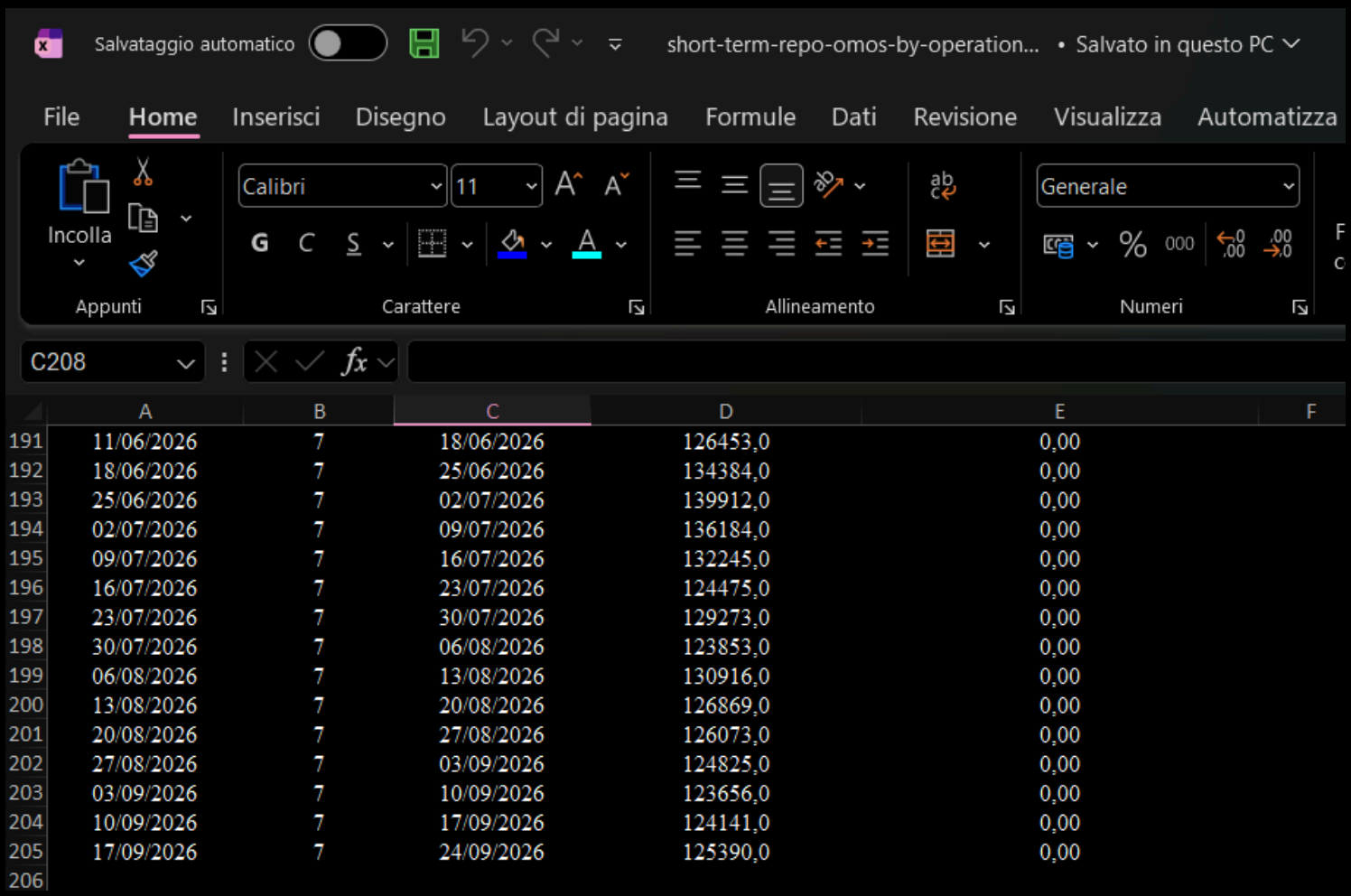
Tornando per un momento agli Stati Uniti, è inoltre utile considerare quanto pubblicato da Goldman Sachs nella notte tra le due decisioni: *"We now expect $420 billion of hyperscaler gross debt issuance in 2027 - reflecting upward revisions in CapEx forecasts - more than a 60% increase vs. our full-year 2026 estimate of $250 billion."*

In altri termini, un controvalore equivalente a circa la metà delle necessità di nuovo finanziamento attraverso emissioni di Treasuries a lunga durata previste per il 2027 potrebbe arrivare contemporaneamente sul mercato sotto forma di obbligazioni destinate a finanziare il CapEx dei data center.

Il mercato potrebbe quindi trovarsi a dover assorbire, nello stesso momento, ingenti emissioni sovrane e un significativo incremento dell'indebitamento corporate destinato all'infrastruttura AI. La questione centrale diventa pertanto quale dei due segmenti – il finanziamento dell'AI o quello del Tesoro statunitense – dovrà sostenere il maggiore aggiustamento in termini di costo del capitale e rendimenti.

In questo contesto, il carry trade può assumere un'importanza secondaria rispetto al rischio di tensioni sui margini e sulla liquidità del mercato britannico. Non è inoltre irrilevante che il neo-insediato primo ministro abbia immediatamente adottato una narrativa nella quale la guerra viene considerata un'ipotesi potenziale e non più un semplice tail risk, invitando i cittadini a costituire scorte di cibo in scatola e acqua.

Con i rendimenti dei GILTS sui livelli attuali e con l'ammontare strutturale della STR utilizzata ogni giovedì per contribuire a contenerne un'ulteriore crescita, resta quindi da verificare se la scelta della Old Lady si rivelerà adeguata rispetto alla portata delle tensioni che sta cercando di gestire.



	A	B	C	D	E	F
191	11/06/2026	7	18/06/2026	126453,0	0,00	
192	18/06/2026	7	25/06/2026	134384,0	0,00	
193	25/06/2026	7	02/07/2026	139912,0	0,00	
194	02/07/2026	7	09/07/2026	136184,0	0,00	
195	09/07/2026	7	16/07/2026	132245,0	0,00	
196	16/07/2026	7	23/07/2026	124475,0	0,00	
197	23/07/2026	7	30/07/2026	129273,0	0,00	
198	30/07/2026	7	06/08/2026	123853,0	0,00	
199	06/08/2026	7	13/08/2026	130916,0	0,00	
200	13/08/2026	7	20/08/2026	126869,0	0,00	
201	20/08/2026	7	27/08/2026	126073,0	0,00	
202	27/08/2026	7	03/09/2026	124825,0	0,00	
203	03/09/2026	7	10/09/2026	123656,0	0,00	
204	10/09/2026	7	17/09/2026	124141,0	0,00	
205	17/09/2026	7	24/09/2026	125390,0	0,00	
206						

Immagine STR - **Fonte** Bank of England

fixed income

Take Away

Basis trade e Treasury: il progressivo disimpegno degli hedge fund dal basis trade rischia di ridurre una fonte strutturale di domanda e liquidità per il mercato dei Treasury.

Rendimenti e volatilità obbligazionaria: rendimenti verso il 5,25%-5,50% potrebbero aumentare la correlazione azioni-obbligazioni, ridurre il ruolo di copertura dei Treasury e accelerare l'uscita dal basis trade.

Dealer e rischi di liquidità: le banche stanno aumentando l'esposizione al trade, ma non dispongono di capacità di bilancio sufficiente per sostituire integralmente gli hedge fund in caso di tensioni.

Strategia del Tesoro e FED: buyback ampliati e maggiore ricorso ai Bills mirano a contenere la pressione sulla parte lunga della curva, ma potrebbero rendersi necessari ulteriori interventi della FED.

Bank of England e revisione del QT: la BOE interrompe le vendite dei GILTS più lunghi e utilizza la Short Term Repo per sostenere la liquidità, riducendo la pressione sui rendimenti a lunga scadenza.

AI, CapEx e competizione per il capitale: la forte crescita delle emissioni degli hyperscaler per finanziare data center e AI potrebbe competere con le emissioni sovrane, mentre gli EPS continuano a sostenere l'azionario.

Basis trade: Strategia di arbitraggio che sfrutta la differenza di prezzo tra Treasury e relativi futures. Tipicamente prevede l'acquisto di Treasury finanziati tramite repo e la vendita allo scoperto dei futures.

Buyback: Riacquisto da parte del Tesoro di titoli di Stato già in circolazione, utilizzato anche per migliorare la liquidità del mercato e la gestione del debito.

Collateral: Attività finanziaria fornita come garanzia in un'operazione di finanziamento. I Treasury sono tra i principali collateral utilizzati nel sistema finanziario globale.

Duration: Misura della sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi d'interesse. Maggiore è la duration, maggiore tende a essere l'impatto di una variazione dei tassi.

Haircut: Riduzione applicata al valore di mercato di un'attività utilizzata come garanzia. Un haircut più elevato richiede quindi più collateral per ottenere lo stesso finanziamento.

Hyperscaler: Grande società tecnologica che gestisce infrastrutture informatiche e data center su vastissima scala, sostenendo generalmente elevati investimenti in CapEx.

On-the-run / Off-the-run: I Treasury on-the-run sono i titoli di più recente emissione per una determinata scadenza; gli off-the-run sono emissioni precedenti, generalmente meno liquide.

Quantitative Tightening (QT): Processo attraverso cui una Banca centrale riduce le dimensioni del proprio bilancio, lasciando scadere o vendendo i titoli precedentemente acquistati.

Repo: Operazione di finanziamento a breve termine nella quale un soggetto cede temporaneamente titoli, generalmente di elevata qualità, impegnandosi a riacquistarli successivamente.

Short Term Repo (STR): Facility della Bank of England che fornisce liquidità a breve termine alle istituzioni finanziarie attraverso operazioni repo garantite da collateral.

Swap-spread trade: Strategia che cerca di sfruttare le differenze tra i rendimenti dei Treasury e i tassi degli interest rate swap.

Term premium: Extra-rendimento richiesto dagli investitori per detenere obbligazioni a lunga scadenza anziché investire ripetutamente in titoli a breve termine.

Window dressing: Operazioni effettuate in prossimità di una data di rendicontazione per modificare temporaneamente la rappresentazione di bilancio, della liquidità o delle posizioni finanziarie.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

abstract



In sintesi

Il conflitto in Iran ha reso sempre più difficile definire uno scenario di base per il petrolio. JPMorgan stima un fair value del Brent a $90, contro quotazioni intorno a $106, che incorporano il rischio di ulteriori interruzioni dell'offerta. Finora il mercato ha assorbito lo shock soprattutto attraverso la distruzione della domanda, scesa di circa 4,4 mbd, preservando maggiormente le scorte: i prelievi sono stati 555 milioni di barili, circa un terzo delle attese. Parallelamente, cresce la competizione sulle materie prime critiche. La Cina utilizza il proprio predominio su ittrio, terre rare, gallio, germanio e tungsteno come leva strategica, mentre gli Stati Uniti possono contrapporre il proprio peso nel sistema energetico globale.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Le scorte globali restano sufficienti ad assorbire, almeno temporaneamente, un prolungamento delle interruzioni, limitando la necessità di un forte rialzo del greggio. Se i flussi dal Medio Oriente rimanessero agli attuali livelli, JPMorgan stima tuttavia prezzi per il 4Q26 e dicembre 2026 superiori rispettivamente di circa $7 e $8 alle previsioni correnti. Oltre la soglia di stress delle scorte di 7,65 miliardi di barili, il sistema diventerebbe più fragile e potrebbe richiedere ulteriore distruzione della domanda o interventi governativi. Sul fronte dei minerali critici, il confronto USA-Cina potrebbe tradursi in maggiori restrizioni all'export, vulnerabilità delle catene produttive e pressioni sui costi, con l'Unione Europea particolarmente esposta alle conseguenze della competizione sulle risorse.

Per gran parte degli ultimi sei mesi, il team materie prime di JPMorgan ha cercato, con risultati non sempre univoci, di prevedere l'evoluzione della guerra in Iran e di valutarne le conseguenze sul complesso delle materie prime.

Questo approccio sembra ora essere cambiato. Nell'ultima edizione di Oil Markets Weekly, Natasha Kaneva, responsabile delle materie prime di JPMorgan, ha riconosciuto che, per la prima volta dall'inizio del conflitto in Iran, il team non dispone di uno scenario di base sufficientemente affidabile: l'esito finale della crisi non risulta, allo stato attuale, modellizzabile con un adeguato grado di attendibilità.

Kaneva ammette che, all'inizio della guerra, le ipotesi erano differenti. Si presumeva infatti l'esistenza di alcune soglie economiche che l'amministrazione statunitense non sarebbe stata disposta a oltrepassare: petrolio a $100 al barile, benzina prossima a $5 al gallone, inflazione headline al 4% o rendimento del Treasury decennale superiore al 5%. Tali vincoli consentivano di delineare implicitamente una tempistica e inducevano ad attendersi, entro giugno, una qualche forma di accordo finalizzata alla riapertura dello Stretto.

Sei mesi più tardi, tuttavia, molte di quelle soglie sono state superate e la strategia di uscita dal conflitto appare meno definita, anziché più chiara. Il petrolio quota oltre $100 e il rendimento del Treasury decennale supera il 5%; la benzina, a $4,37 al gallone, rimane su livelli record in termini destagionalizzati, nonostante la stagione di picco degli spostamenti automobilistici sia ormai terminata. Ancora più rilevante è la situazione del diesel, che ha raggiunto il massimo storico di $6,31 al gallone proprio all'ingresso dell'inverno – periodo caratterizzato dal picco stagionale della domanda – mentre le scorte si trovano sui minimi.

Il quadro delineato da JPMorgan evidenzia quindi un livello di incertezza particolarmente elevato dall'inizio della guerra in Iran.

Secondo la banca, il mercato si trova in una condizione di allerta. Sulla base delle attuali condizioni di domanda e offerta, JPMorgan stima per settembre un fair value di $90 al barile, mentre il Brent viene scambiato a $106. Applicando la regola empirica secondo cui ogni 1 mbd di interruzione dell'offerta determina un incremento di circa $4 del prezzo, il premio di $16 implica che il mercato stia incorporando il rischio di ulteriori perdite per 4 mbd, oltre ai 10 mbd già interrotti, piuttosto che una riduzione dell'offerta già confermata e strutturalmente duratura.

I rischi potenzialmente incorporabili nei prezzi restano numerosi. Nell'ultima settimana il conflitto ha infatti generato nuovi punti di pressione nell'intera regione. Le avanzate degli Houthi lungo la costa yemenita del Mar Rosso e verso Bab el-Mandeb hanno esposto a nuovi rischi un'altra rotta marittima strategica, mentre un attacco al gasdotto East-West dell'Arabia Saudita ha temporaneamente interrotto una delle principali rotte alternative per le esportazioni di greggio.

La volatilità, inoltre, non è circoscritta al Golfo. Nonostante la dichiarazione del presidente Trump relativa a una tregua energetica, sabato droni ucraini hanno colpito la raffineria di Slavyansk in Russia e, domenica, in un'operazione caratterizzata da una portata significativamente maggiore, la raffineria Taneco in Tatarstan, situata a oltre 1.200 km dal confine tra Ucraina e Russia. Lunedì è stata poi colpita la raffineria di Syzran, nella regione russa di Samara. Parallelamente, la Russia ha condotto attacchi contro la capitale ucraina e altre città.

In assenza di segnali chiari da parte degli Stati Uniti o dell'Iran circa una disponibilità alla de-escalation – e in mancanza di una svolta diplomatica il 24 settembre, quando il presidente Trump e il presidente Xi dovrebbero incontrarsi a Washington – diventa progressivamente più difficile sostenere l'ipotesi che l'interruzione dell'offerta sia soltanto temporanea. La questione centrale diventa quindi comprendere cosa accadrebbe qualora tale interruzione assumesse carattere più persistente. La risposta dipende meno dalla durata del conflitto in sé e maggiormente dalle modalità attraverso cui il mercato fisico del petrolio continuerà a ricercare il proprio equilibrio.

Con il protrarsi del conflitto, occorre infatti considerare la natura fisica dei mercati delle materie prime. Domanda e offerta devono raggiungere un equilibrio pressoché in tempo reale. Quando l'offerta supera la domanda, l'eccedenza confluisce nelle scorte, segnalando un mercato caratterizzato da eccesso di offerta e generando pressioni al ribasso sui prezzi. Quando, al contrario, la domanda supera l'offerta, il deficit viene compensato attraverso un utilizzo delle scorte. I prelievi segnalano quindi un mercato in deficit e tendono a esercitare pressioni al rialzo sui prezzi.

Le scorte rappresentano, in altri termini, il principale meccanismo di riequilibrio tra domanda e offerta. È anche per questa ragione che le variazioni delle scorte commerciali OCSE assumono il peso maggiore nel modello di JPMorgan per la determinazione del prezzo del petrolio.

Questa logica era alla base della tesi "Illusion of Plenty" formulata ad aprile. Considerata l'entità dell'interruzione dell'offerta, JPMorgan prevedeva una rapida riduzione delle scorte e sottolineava come, nonostante il dato headline apparisse considerevole, il volume effettivamente disponibile per i prelievi fosse sensibilmente inferiore. Al ritmo allora previsto – circa 1,6 miliardi di barili – la riduzione avrebbe portato le scorte disponibili dagli 8,4 miliardi di barili presenti all'inizio del conflitto verso livelli operativi minimi entro settembre. Con la progressiva diminuzione delle scorte, la banca prevedeva un aumento dei prezzi verso $100 al barile e una loro permanenza su tali livelli anche dopo la riapertura dello Stretto.

L'evoluzione effettiva del mercato è stata tuttavia differente. Di fronte all'incertezza sulla durata del conflitto, governi e consumatori hanno scelto prevalentemente di preservare le scorte, mantenendo disponibili i barili di riserva in previsione di eventuali condizioni future più critiche. Le scorte sono diminuite rapidamente fino a maggio, per poi stabilizzarsi a giugno e luglio e riprendere a scendere, a ritmi più contenuti, in agosto e finora a settembre.

Complessivamente, i prelievi di greggio e prodotti raffinati sono stati pari a 555 milioni di barili, ossia soltanto circa un terzo di quanto previsto da JPMorgan (Figura 1).

Ciò significa che anche la quota relativamente limitata di scorte effettivamente disponibile per i prelievi è stata in larga misura preservata.

Anche la provenienza dei barili rilasciati fornisce indicazioni significative sulla distribuzione dell'aggiustamento. Dei 555 milioni di barili complessivamente immessi sul mercato, gli Stati Uniti hanno contribuito per 219 mb (escludendo i liquidi di gas naturale), seguiti dalla Cina con 147 mb, dall'Europa con 77 mb e dal Giappone con 69 mb. La Corea del Sud si è invece mossa nella direzione opposta, incrementando le proprie scorte di 12 mb, probabilmente come forma di protezione rispetto a un contesto dell'offerta eccezionalmente incerto. Anche diversi altri Paesi sono riusciti ad aumentare, seppure in misura modesta, le proprie disponibilità.

I responsabili delle politiche economiche hanno quindi trasferito una quota significativamente maggiore dell'aggiustamento sulla domanda. Da marzo, la domanda risulta inferiore di circa 4,4 mbd rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, un aggiustamento pari a circa una volta e mezza quello derivante dai prelievi dalle scorte, quantificato in 2,9 mbd.

La distinzione è essenziale ai fini della formazione dei prezzi. La riduzione delle scorte tende infatti a sostenere le quotazioni, mentre la contrazione della domanda tende a esercitare un effetto depressivo. Facendo affidamento in misura molto maggiore sulla distruzione della domanda e significativamente meno sui prelievi dalle scorte, il mercato è riuscito ad assorbire un'interruzione eccezionale dell'offerta senza determinare un incremento sostenuto dei prezzi del greggio. Dall'inizio del conflitto, il Brent ha registrato una quotazione media di appena $94 al barile.

Questo suggerisce inoltre che i timori relativi a un prossimo esaurimento delle scorte come meccanismo di riequilibrio siano, almeno per il momento, prematuri. La capacità residua risulta tuttavia distribuita in modo disomogeneo. Le scorte commerciali statunitensi si trovano già in prossimità della parte inferiore del loro intervallo recente, mentre la SPR può mettere a disposizione soltanto ulteriori 30 mb. Il prossimo ciclo di prelievi dovrebbe quindi provenire principalmente dai Paesi che hanno preservato maggiormente le proprie riserve durante i primi sei mesi del conflitto.

Giappone e Corea del Sud, entrambi caratterizzati da un aumento delle scorte negli ultimi mesi, potrebbero rilasciare rispettivamente circa 15 mb e 20 mb. L'Europa potrebbe contribuire con ulteriori 50 mb tra greggio e prodotti raffinati senza determinare particolari tensioni. Insieme agli Stati Uniti, ciò implica circa 120 milioni di barili di potenziale offerta proveniente da fonti OCSE.

La Cina rimane il principale fattore di oscillazione. Mantenendo un ritmo di prelievo considerato sostenibile di circa 1 mbd, potrebbe immettere sul mercato ulteriori 120 mb entro la fine dell'anno, ai quali potrebbero aggiungersi circa 10 mb provenienti da altri Paesi non OCSE. Complessivamente, tali prelievi sarebbero sufficienti a portare le scorte globali verso la soglia di stress individuata da JPMorgan a 7,65 miliardi di barili. Oltre tale livello, tuttavia, il sistema diventerebbe significativamente più fragile e l'aggiustamento della domanda dovrebbe probabilmente intensificarsi, potenzialmente anche attraverso interventi governativi più espliciti.

Per il momento, esiste dunque ancora una quantità significativa di scorte in grado di assorbire gli effetti di un'interruzione prolungata prima che vengano raggiunti livelli di stress operativo. Questo limita la necessità di un ulteriore e significativo aumento dei prezzi del greggio. Qualora, tuttavia, i flussi provenienti dal Medio Oriente dovessero rimanere sugli attuali livelli, il modello di JPMorgan implicherebbe prezzi per il 4Q26 e per dicembre 2026 superiori rispettivamente di circa $7 e $8 rispetto alle attuali previsioni.

In sintesi, il sistema dispone ancora, almeno per il momento, di riserve sufficienti a contenere le pressioni sui prezzi.

ITTRIO

La Cina sta utilizzando la propria posizione di principale fornitore mondiale di ittrio – metallo argenteo impiegato nei rivestimenti ceramici resistenti al calore destinati ai motori a reazione e alle pale delle turbine per la produzione di energia, oltre che nei settori dell'elettronica e dell'ottica –

come strumento di pressione nei confronti dell'amministrazione Trump. Le interruzioni delle spedizioni evidenziano un'ulteriore dipendenza strategica dalle materie prime, che attribuisce a Pechino una leva nei confronti di Washington nel contesto della crescente competizione internazionale per l'accesso alle risorse.

Secondo Reuters, Pechino ha introdotto controlli sulle esportazioni di ittrio e di altre sei terre rare all'inizio del 2025. Le consegne verso gli Stati Uniti si sono interrotte per diversi mesi lo scorso anno e, successivamente, sono riprese soltanto in maniera sporadica, determinando carenze nei comparti aerospaziale, energetico e dei semiconduttori.

Lo scorso ottobre, il presidente Trump aveva definito "incredibile" il proprio incontro con il presidente cinese Xi Jinping, ma il flusso di ittrio si era nuovamente interrotto poco dopo. A febbraio, la carenza aveva determinato arresti della produzione lungo l'intera catena di approvvigionamento statunitense dei rivestimenti. Alla vigilia del secondo incontro tra i due presidenti, i flussi rimangono ancora limitati.

Secondo Andy Home, columnist di Reuters, a marzo la Cina ha esportato verso gli Stati Uniti 60 tonnellate metriche di ossido di ittrio, apparentemente a seguito di un intervento della Casa Bianca a favore di una grande azienda. Ulteriori 29 tonnellate sono arrivate a luglio, dopo un'altra interruzione delle spedizioni. La natura irregolare di questi flussi evidenzia la disponibilità di Pechino a utilizzare le forniture di materiali critici come strumento di pressione nei confronti degli Stati Uniti.

Oltre all'ittrio, Pechino ha limitato anche le forniture di gallio, germanio, terbio e disprosio, secondo una dinamica che presenta analogie con quanto avvenuto durante la disputa diplomatica con il Giappone nel 2010 relativa alle isole contese nel Mar Cinese Orientale.

Anche il tungsteno, analizzato nella precedente newsletter, rappresenta un'altra materia prima critica per la quale Pechino ha limitato le esportazioni verso l'Occidente. Martina McIsaac, dirigente di MSC Industrial, ha dichiarato la scorsa settimana alla Jefferies Industrials Conference che la nuova

contrazione dell'offerta si è trasmessa lungo le catene di approvvigionamento dell'azienda, determinando un aumento dei prezzi degli utensili e delle forniture utilizzati da fabbriche e officine meccaniche in tutto il Nord America.

Christian Keller, responsabile globale della ricerca economica di Barclays, ha recentemente sottolineato come la posizione quasi monopolistica della Cina le attribuisca una significativa leva geopolitica. L'Occidente dovrà quindi affrontare un periodo prolungato di vulnerabilità sul fronte dell'offerta, poiché saranno necessari anni per sviluppare capacità alternative di estrazione e raffinazione.

La posizione di Keller suggerisce che la Cina potrebbe mantenere il proprio predominio su queste materie prime critiche almeno fino al 2030, preservando così la capacità di utilizzare le esportazioni come leva geopolitica. In questo contesto, Pechino svolge un ruolo centrale grazie al proprio controllo sulla catena globale di approvvigionamento e sulla capacità di raffinazione dei minerali critici, tra cui grafite, gallio e terre rare.

La Cina, tuttavia, non rappresenta l'unico caso. Anche altri Paesi utilizzano controlli sulle esportazioni di minerali nei quali detengono posizioni dominanti con l'obiettivo di ottenere una leva strategica. È il caso, ad esempio, dell'Indonesia per il nichel e la bauxite. Si profila quindi il rischio di una crescente contrapposizione internazionale fondata su restrizioni e divieti alle esportazioni.

In questa prospettiva, la determinazione dell'amministrazione Trump nel riorganizzare i flussi energetici globali era stata interpretata già a marzo da Zoltan Pozsar, della società di consulenza Ex Uno Plures. Secondo Pozsar, l'obiettivo non sarebbe quello di negare l'accesso all'energia alla Cina, bensì creare condizioni di maggiore equilibrio tra i due Paesi: a un utilizzo cinese delle terre rare come strumento di pressione corrisponderebbe, da parte statunitense, la possibilità di utilizzare l'energia come leva strategica.

Pechino difficilmente rinuncerà alla propria leva sulle terre rare, mentre l'amministrazione Trump dispone dell'energia come possibile contrappeso. Il crescente nazionalismo delle risorse da entrambe le parti rischia tuttavia di accentuare le carenze e le interruzioni della produzione nell'economia globale, mentre le due superpotenze intensificano il confronto.

In questo scenario, resta infine da valutare la posizione dell'Unione Europea, esposta alle conseguenze della contrapposizione tra Stati Uniti e Cina e potenzialmente più vulnerabile rispetto alle due potenze nella competizione per l'accesso all'energia e alle materie prime critiche.

commodities

Away
ake

Petrolio e incertezza geopolitica: JPMorgan non individua più uno scenario di base affidabile sull'evoluzione del conflitto in Iran e sui suoi effetti sul mercato energetico.

Premio di rischio sul Brent: il Brent a $106, rispetto a un fair value stimato di $90, incorpora il rischio di ulteriori interruzioni dell'offerta per circa 4 mbd oltre ai 10 mbd già compromessi.

Scorte e distruzione della domanda: il mercato ha assorbito lo shock soprattutto attraverso una contrazione della domanda di circa 4,4 mbd, preservando le scorte più di quanto inizialmente previsto.

Capacità residua e soglia di stress: le scorte globali possono ancora attenuare le interruzioni, ma sotto i 7,65 miliardi di barili il sistema diventerebbe più fragile, richiedendo maggiori aggiustamenti della domanda.

Cina e materie prime critiche: Pechino utilizza il proprio predominio su ittrio, terre rare, gallio, germanio e tungsteno come leva geopolitica, con conseguenze sulle catene produttive occidentali.

Competizione globale sulle risorse: il confronto USA-Cina potrebbe estendersi attraverso restrizioni all'export di energia e minerali strategici, aumentando vulnerabilità dell'offerta, costi produttivi e rischi per l'Unione Europea.

Bab el-Mandeb: stretto strategico tra Yemen e Corno d'Africa che collega il Mar Rosso al Golfo di Aden. È una rotta fondamentale per il trasporto internazionale di petrolio e merci.

Distruzione della domanda: riduzione dei consumi provocata da prezzi elevati, rallentamento economico o interventi restrittivi. Nel mercato petrolifero contribuisce a riequilibrare domanda e offerta.

Fair value: valore teorico o di equilibrio di un'attività finanziaria o di una materia prima, stimato sulla base dei fondamentali economici e delle condizioni di mercato.

Liquidi di gas naturale (NGL): idrocarburi liquidi estratti dal gas naturale, come etano, propano e butano, utilizzati come combustibili o materie prime industriali.

mb / mbd: abbreviazioni rispettivamente di million barrels (milioni di barili) e million barrels per day (milioni di barili al giorno), unità utilizzate nel mercato petrolifero.

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico. Nei mercati energetici, le scorte detenute dai Paesi OCSE rappresentano un importante indicatore dell'equilibrio tra domanda e offerta.

Premio di rischio: componente del prezzo che riflette l'incertezza su eventi futuri. Nel petrolio può aumentare quando il mercato teme guerre, interruzioni delle forniture o problemi alle rotte commerciali.

S**PR (Strategic Petroleum Reserve):** riserva strategica di petrolio degli Stati Uniti, utilizzabile dal governo per fronteggiare gravi interruzioni dell'offerta o emergenze energetiche.

Soglia di stress delle scorte: livello al di sotto del quale le riserve disponibili diventano insufficienti per assorbire agevolmente ulteriori shock dell'offerta, aumentando la vulnerabilità del mercato.

Terre rare: gruppo di elementi metallici essenziali per numerose tecnologie avanzate, dall'elettronica all'aerospazio e alla difesa, la cui estrazione e raffinazione sono fortemente concentrate in Cina.

Ittrio: elemento appartenente al gruppo dei metalli delle terre rare, utilizzato in applicazioni tecnologiche e industriali avanzate, tra cui rivestimenti resistenti al calore, turbine, elettronica e ottica.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

abstract



In sintesi

Dopo la correzione seguita al mancato superamento del voto procedurale sul CLARITY Act, il mercato crypto ha recuperato grazie all'Innovation Exemption della SEC, che apre per la prima volta alla negoziazione on-chain di azioni statunitensi tokenizzate. Bitcoin è tornato sopra 81.000 dollari, mentre i rialzi maggiori hanno interessato gli asset più esposti alla tokenizzazione e alla DeFi, tra cui Solana, Ether, NEAR, Starknet, Arbitrum e Uniswap. L'ordine consente alle Tokenized Securities Venue (TSV) basate su automated market maker (AMM) di operare in esenzione dalla registrazione come exchange, entro precisi limiti di titoli e volumi. Le azioni tokenizzate dovranno inoltre garantire diritti economici e amministrativi equivalenti a quelli delle azioni sottostanti, mentre gli emittenti potranno opporsi alla tokenizzazione.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Secondo Goldman Sachs, il provvedimento potrebbe favorire progressivamente lo sviluppo delle azioni tokenizzate negli Stati Uniti, con potenziali opportunità soprattutto per operatori crypto e broker come COIN e HOOD e, indirettamente, per CRCL attraverso un maggiore utilizzo di USDC come valuta di regolamento. L'adozione potrebbe tuttavia essere rallentata dalla necessità di sviluppare infrastrutture AMM, creare prodotti con tokenizzazione nativa e ottenere il consenso degli emittenti. L'impatto competitivo su NDAQ e NYSE (ICE) dovrebbe invece rimanere limitato, anche per i vincoli sui volumi delle TSV. La SEC e la CFTC stanno ampliando il quadro normativo sugli asset digitali, ma Goldman Sachs ritiene necessaria una riforma legislativa più ampia, come il CLARITY Act, per consentire un'adozione realmente estesa.

A pochi giorni dalla forte correzione delle criptovalute, seguita al mancato superamento del voto al Senato da parte del CLARITY Act (martedì 15 settembre), il settore crypto ha registrato un deciso recupero nella parte finale della settimana. Il movimento è stato favorito dall'emanazione, da parte della Securities and Exchange Commission (SEC), di un ordine di Innovation Exemption che ha autorizzato la negoziazione on-chain di azioni tokenizzate. La decisione ha riportato Bitcoin sopra gli 81.000 dollari, ma i rialzi più consistenti hanno interessato gli asset maggiormente esposti al tema della tokenizzazione, come Solana, Ether e NEAR Protocol, oltre al comparto della finanza decentralizzata (DeFi).

I token più direttamente collegati alla negoziazione di titoli on-chain hanno infatti registrato le performance più rilevanti. Bitcoin è stato scambiato per l'ultima volta a 81.100 dollari, in rialzo del 6% nelle 24 ore e del 2,3% negli ultimi sette giorni. Ether si attestava a 2.683 dollari, con un progresso del 6% nella giornata, mentre Solana, da tempo tra i token maggiormente utilizzati nell'ambito della tokenizzazione, è salita di oltre il 12%, superando i 113 dollari. NEAR Protocol ha guadagnato il 32%, Starknet il 27%, Arbitrum il 26% e Uniswap il 20%. Tra i 15 maggiori token, Hyperliquid ha registrato un incremento del 12%, a 92,20 dollari; Solana del 9,6%, a 110 dollari; Dogecoin del 7,7%, a 0,088 dollari; XRP del 7,6%, a 1,40 dollari; Monero del 6,1%, a 540 dollari; e BNB del 4,7%, a 759 dollari. Cardano ha guadagnato il 9,3% e Chainlink l'8%.

In risposta a quello che viene considerato un pregiudizio politico ed elettorale dei Democratici al Congresso, la SEC è intervenuta direttamente emanando l'ordine Release No. 34-106402, che esenta una categoria da essa definita Tokenized Securities Venue (TSV) dalla definizione di exchange prevista dalla Section 3(a)(1) del Securities Exchange Act. Una venue può quotare 75 simboli di Tier 1 e negoziare fino allo 0,25% del volume medio giornaliero del mese precedente di ciascun titolo. Le azioni tokenizzate devono inoltre garantire gli stessi diritti ai dividendi, gli stessi diritti di voto e la medesima pretesa sugli asset residui riconosciuti dalle azioni sottostanti.

Il presidente della SEC, Paul Atkins, ha dichiarato che la Commissione sta compiendo un passo

significativo, nell'ambito della propria autorità statutaria, per portare i mercati dei capitali americani nell'era digitale e che questa misura provvisoria dovrà essere seguita da una regolamentazione duratura, affinché i mercati on-chain possano rimanere un percorso concretamente praticabile.

Andrew Yang, analista di Kaiko, ha stimato in circa 800 milioni di dollari al giorno il volume delle azioni tokenizzate negoziate su Uniswap. La condizione posta dalla SEC è tuttavia la piena parità dei diritti rispetto all'azione sottostante, e non è ancora evidente quale quota di tale volume sia effettivamente in grado di soddisfare questo requisito.

Il mercato ha infine reagito all'ordine della SEC, sebbene sia trascorso quasi un giorno intero prima che i prezzi iniziassero a rifletterne gli effetti. Il punto centrale è quindi rappresentato dall'analisi approfondita elaborata da James Yaro, analista di Goldman Sachs.

Secondo Goldman Sachs, l'ordine autorizza sostanzialmente, per la prima volta, le azioni statunitensi tokenizzate, creando le condizioni per una progressiva crescita di questo mercato. In particolare, operatori innovativi nel settore del brokerage e società crypto potrebbero entrare in questo segmento, considerata anche l'esistenza di prodotti azionari tokenizzati già disponibili, inclusi quelli offerti al di fuori degli Stati Uniti.

Permangono tuttavia diverse considerazioni che potrebbero limitare l'adozione su larga scala delle azioni tokenizzate negli Stati Uniti e/o rallentarne la crescita:

• sarà necessario sviluppare una nuova tecnologia per gli order book, poiché soltanto le venue che utilizzano un order book basato su automated market maker (AMM) possono beneficiare dell'esenzione. Gli exchange tradizionali e la maggior parte delle venue crypto centralizzate utilizzano attualmente central limit order book (CLOB), anziché AMM;

• sarà necessario sviluppare nuovi prodotti azionari tokenizzati, poiché l'esenzione riguarda esclusivamente le azioni tokenizzate dotate di specifiche caratteristiche di tokenizzazione nativa, tra cui diritti degli azionisti e dividendi comparabili a quelli dell'azione sottostante. Non sono invece consentite azioni tokenizzate non native, assimilabili a derivati, che alcuni broker offrono al di fuori degli Stati Uniti (ad esempio HOOD);

• l'ordine sembra consentire agli emittenti di rifiutare la tokenizzazione delle proprie azioni. Qualora questa facoltà fosse esercitata diffusamente, il TAM del prodotto potrebbe risultare limitato.

Il requisito secondo cui soltanto gli AMM possono beneficiare dell'esenzione sembra essere specificamente finalizzato a favorire l'innovazione tra venue di esecuzione più piccole e ancora emergenti nell'ambito della finanza decentralizzata (DeFi). Gli AMM, infatti, risultano più adatti a operare su scala ridotta, mentre i CLOB tendono a essere più efficienti nei mercati più profondi e liquidi.

Nello specifico, l'ordine prevede un'esenzione dalla registrazione ai sensi dell'Exchange Act per le TSV dotate di AMM, relativamente alla registrazione come exchange, e per i relativi fornitori di liquidità, relativamente alla registrazione come dealer. L'esenzione è subordinata a determinate condizioni:

• le azioni tokenizzate negoziate su una TSV sono soggette a limiti sia sul numero di simboli sia sul volume negoziato;

• una TSV deve verificare che l'azione tokenizzata presenti specifiche caratteristiche di tokenizzazione nativa e, in particolare, riconosca gli stessi diritti e privilegi dell'equivalente azione tradizionale;

• prima dell'avvio delle negoziazioni, la TSV deve fornire una comunicazione scritta all'emittente dell'azione e concedergli la possibilità di opporsi.

L'ordine rappresenta un ulteriore passo verso una maggiore chiarezza normativa sull'impiego della tecnologia blockchain nei servizi finanziari statunitensi e si aggiunge ad altri recenti interventi:

• la proposta di Regulation Crypto Asset dell'agosto 2026, che prevedeva esenzioni relative all'emissione di token per progetti di dimensioni minori;

• la posizione di non-intervento della CFTC (anch'essa del 17/9) nei confronti dei fornitori di software passivo, che esentava gli sviluppatori di wallet self-custody dalla registrazione come introducing broker.

Potrebbero seguire ulteriori riforme normative, dal momento che sia la SEC sia la CFTC hanno manifestato l'intenzione di definire un quadro regolamentare completo per gli asset digitali. Goldman Sachs ritiene tuttavia che questi interventi non siano sufficienti, da soli, a consentire una piena adozione su larga scala degli asset digitali. A questo scopo sarebbe necessaria una riforma legislativa più ampia, come il CLARITY Act, che il 15/9 non ha superato un voto procedurale di cloture al Senato.

L'ordine della SEC presenta quindi implicazioni dirette limitate per gli exchange tradizionali e rappresenta, sotto il profilo competitivo, un esito più favorevole rispetto a quello che si sarebbe determinato con l'approvazione di una legislazione più ampia sulla tokenizzazione, che avrebbe potuto favorirne un'adozione più diffusa.

Implicazioni per i settori coperti da Goldman Sachs

Broker e crypto

Goldman Sachs prevede che alcuni operatori inclusi nella propria copertura potrebbero cercare di sviluppare mercati di azioni tokenizzate negli Stati Uniti, in particolare COIN e HOOD, entrambi classificati Buy.

COIN potrebbe essere il soggetto maggiormente in grado di beneficiare di questo sviluppo, poiché il suo prodotto di brokerage per azioni tokenizzate offre già determinati diritti degli azionisti e dividendi che sembrano coerenti con i criteri richiesti per utilizzare l'esenzione. COIN dispone inoltre di diverse infrastrutture che potrebbero consentirle di beneficiare anche della realizzazione, da parte di altre società, di offerte di azioni tokenizzate basate sull'esenzione. Tra queste figurano in particolare il servizio di custodia di COIN e Coinbase Tokenize, la sua piattaforma istituzionale dedicata alla tokenizzazione.

Qualora COIN decidesse di utilizzare l'esenzione per costruire un exchange di azioni tokenizzate, sarebbe tuttavia probabilmente necessario un ulteriore sviluppo tecnologico, dal momento che gli exchange di COIN utilizzano CLOB. La società dovrebbe quindi realizzare un'infrastruttura AMM per consentire la negoziazione di azioni tokenizzate. COIN instrada comunque le operazioni intermediate verso exchange decentralizzati, molti dei quali utilizzano AMM e potrebbero pertanto beneficiare direttamente dell'esenzione.

Anche HOOD potrebbe trarre vantaggio dal nuovo quadro, sebbene il suo attuale prodotto di azioni tokenizzate, disponibile esclusivamente in Europa, utilizzi una tokenizzazione non nativa e non risulterebbe quindi ammesso ai sensi dell'ordine. HOOD dovrebbe pertanto sviluppare un prodotto di azioni tokenizzate conforme ai criteri previsti dall'esenzione.

Infine, poiché le azioni tokenizzate sono negoziate on-chain, il loro sviluppo potrebbe favorire un maggiore utilizzo del denaro tokenizzato come valuta di regolamento. Questo scenario potrebbe avvantaggiare CRCL, classificata Neutral, in quanto emittente della più grande stablecoin regolamentata negli Stati Uniti, USDC. Anche COIN genera ricavi significativi dalla maggior parte degli USDC esistenti e potrebbe quindi beneficiare di una maggiore diffusione di questo strumento.

Exchange tradizionali

Secondo Goldman Sachs, l'ordine presenta implicazioni dirette e rischi competitivi limitati per gli exchange tradizionali inclusi nella propria copertura. NDAQ e NYSE (ICE) gestiscono infatti già exchange nazionali di titoli registrati e non necessitano pertanto di un'esenzione dalla definizione di «exchange» per negoziare azioni tokenizzate.

È significativo che entrambi stiano sviluppando iniziative di tokenizzazione all'interno degli attuali framework infrastrutturali di mercato, anziché attraverso TSV. Di conseguenza, Goldman Sachs non ritiene che nessuno dei due debba realizzare un'infrastruttura AMM per supportare le proprie attuali iniziative di tokenizzazione.

La condizione relativa agli AMM diventerebbe invece rilevante qualora un exchange intendesse gestire una TSV, direttamente oppure attraverso un affiliato o un partner. Al momento, nessuno degli exchange inclusi nella copertura di Goldman Sachs ha annunciato l'intenzione di procedere in questa direzione, sebbene ICE abbia osservato di avere la possibilità di farlo attraverso il proprio partner OKX.

La proliferazione di nuove venue TSV potrebbe inoltre determinare una maggiore biforcazione della liquidità, riducendo potenzialmente i benefici derivanti dall'introduzione delle nuove tecnologie per gli operatori di mercato.

Nel complesso, considerati i limiti imposti ai volumi e la possibilità per gli emittenti societari di opporsi agli operatori TSV che intendano emettere azioni tokenizzate, Goldman Sachs prevede un impatto minimo sui volumi degli exchange tradizionali.

Rialzo del mercato crypto – L'Innovation Exemption della SEC ha favorito il recupero delle criptovalute, con performance particolarmente forti per gli asset legati a tokenizzazione e DeFi.

Azioni tokenizzate negli Stati Uniti – L'ordine SEC apre alla negoziazione on-chain di azioni statunitensi attraverso le Tokenized Securities Venue (TSV), entro specifici limiti di titoli e volumi.

Requisiti per la tokenizzazione – Le azioni tokenizzate devono garantire diritti economici e amministrativi equivalenti ai titoli sottostanti, mentre gli emittenti possono opporsi alla tokenizzazione.

AMM e limiti all'adozione – L'esenzione è riservata alle venue basate su automated market maker (AMM), rendendo necessario lo sviluppo di infrastrutture diverse dai tradizionali central limit order book (CLOB).

Opportunità per broker e crypto – Goldman Sachs individua potenziali benefici per COIN e HOOD e, indirettamente, per CRCL e USDC, soprattutto attraverso lo sviluppo di nuovi mercati e sistemi di regolamento on-chain.

Impatto sugli exchange e regolamentazione – I rischi competitivi per NDAQ e NYSE (ICE) appaiono limitati; per un'adozione più ampia degli asset digitali resta però necessaria una riforma legislativa organica, come il CLARITY Act.

Automated Market Maker (AMM) – Sistema di negoziazione decentralizzato che utilizza algoritmi e pool di liquidità per determinare i prezzi e consentire gli scambi, senza ricorrere al tradizionale incontro tra ordini di acquisto e vendita.

Central Limit Order Book (CLOB) – Sistema che organizza gli ordini di acquisto e vendita in base a prezzo e priorità temporale, facendo incontrare automaticamente domanda e offerta. È il modello utilizzato dalla maggior parte degli exchange tradizionali.

Cloture – Procedura parlamentare del Senato statunitense utilizzata per limitare il dibattito e consentire il passaggio alla votazione finale di un provvedimento.

DeFi (Decentralized Finance) – Insieme di servizi finanziari sviluppati su blockchain che permettono di effettuare operazioni senza ricorrere necessariamente a intermediari finanziari tradizionali.

Innovation Exemption – Esenzione regolamentare concessa dalla SEC che, nel contesto descritto, permette a determinate piattaforme di negoziare azioni tokenizzate senza essere soggette ad alcuni ordinari obblighi di registrazione.

On-chain – Indica operazioni, transazioni o strumenti finanziari registrati ed eseguiti direttamente su una blockchain.

Self-custody wallet – Portafoglio digitale nel quale l'utente mantiene direttamente il controllo delle chiavi private necessarie per accedere e disporre dei propri asset digitali.

TAM (Total Addressable Market) – Dimensione complessiva del mercato potenzialmente raggiungibile da un prodotto o servizio, ipotizzando la massima diffusione possibile.

Tokenizzazione nativa – Struttura nella quale il token digitale rappresenta direttamente il titolo e incorpora i relativi diritti economici e amministrativi, come dividendi e diritto di voto.

Tokenized Securities Venue (TSV) – Categoria di piattaforma prevista dall'ordine della SEC per la negoziazione di titoli tokenizzati, soggetta a specifici requisiti e limiti operativi.



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