MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

28 SETTEMBRE - 4 OTTOBRE

ANNO 2026



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Indice

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

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

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

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

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

81 **DISCLAIMER**
informazioni legali e credits

82 **CONTATTI**
come raggiungermi

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



MACRO

le forze che muovono i mercati

Abstract



In sintesi

La settimana si presenta priva di un singolo evento catalizzatore, ma sarà caratterizzata da un flusso particolarmente intenso di dati macroeconomici globali, destinati a influenzare le aspettative dei mercati e le future decisioni delle Banche centrali. L'attenzione sarà rivolta alle minute della Bank of Japan, alla decisione sui tassi della RBA e al meeting BCE, oltre ai numerosi indicatori su inflazione, produzione, consumi, occupazione e fiducia. Particolare rilievo avranno i PMI cinesi, il core PCE e il PIL statunitense, gli indicatori ISM e, venerdì, Non-Farm Payrolls e tasso di disoccupazione USA. Sullo sfondo resteranno lo yen, i dati EIA sulle scorte energetiche e il Brasile, che domenica 4 ottobre sarà chiamato alle elezioni generali.

Cosa aspettarsi dal mercato?

In assenza di un unico evento dominante, saranno i dati macroeconomici a orientare progressivamente le aspettative su crescita, inflazione e politica monetaria. Negli USA, core PCE, PIL, ISM, richieste di disoccupazione e soprattutto Non-Farm Payrolls saranno determinanti per la lettura del ciclo economico e delle prossime mosse della FED. In Asia, attenzione alla Bank of Japan, alla debolezza dello yen e ai PMI cinesi, mentre in Europa inflazione, occupazione e meeting BCE contribuiranno a definire le aspettative sui tassi. Anche il comparto energetico resterà rilevante, con i dati EIA e le attese sulle misure statunitensi relative al diesel. Una settimana quindi potenzialmente sensibile alle sorprese macro, con possibili ripercussioni su obbligazioni, valute e mercati azionari.

Dopo la settimana dedicata alle Banche centrali e quella appena trascorsa, caratterizzata dall'incontro Trump-Xi, si apre una settimana apparentemente priva di eventi catalizzatori di particolare rilievo. Proprio per questo, tuttavia, merita particolare attenzione: potrebbe infatti rivelarsi una fase importante per definire l'evoluzione dello scenario nelle prossime settimane.

A caratterizzarla sarà soprattutto l'elevata quantità di dati macroeconomici in pubblicazione a livello globale. Nel loro insieme, questi indicatori contribuiranno a consolidare le aspettative incorporate nelle valutazioni di mercato, fornendo al contempo alle Banche centrali un quadro informativo che sarà successivamente sintetizzato nelle rispettive decisioni di politica monetaria.

Si comincia già **lunedì 28 settembre** con la pubblicazione delle minute dell'ultima riunione della Bank of Japan, che potrebbero offrire indicazioni sul percorso atteso della politica monetaria giapponese, in un contesto in cui lo yen è rapidamente tornato su livelli prossimi a una soglia di particolare attenzione. Seguiranno i dati sui profitti industriali della Cina, quelli sulla produzione industriale e manifatturiera dell'India, la bilancia commerciale del Messico e i dati sugli investimenti esteri diretti del Brasile, Paese che si prepara alle elezioni generali di domenica 4 ottobre. Completeranno la giornata la fiducia dei consumatori in Corea del Sud e la pubblicazione dell'indice manifatturiero della FED di Dallas.

Martedì 29 settembre l'attenzione si sposterà sull'asta del titolo di Stato giapponese a 40 anni, sulla bilancia commerciale e sul PPI dell'Indonesia e, soprattutto, sulla decisione sui tassi d'interesse della RBA australiana.

Sul fronte europeo, la Spagna pubblicherà i dati sull'inflazione, sulla fiducia delle imprese e sulle vendite al dettaglio; l'Italia quelli sulle vendite industriali e sul PPI, oltre a essere impegnata nelle aste dei BTP a 5 e 10 anni. La Gran Bretagna diffonderà i dati sul credito al consumo e sulle approvazioni di mutui, mentre a livello di UE saranno pubblicati gli indicatori relativi al sentiment economico, industriale, dei servizi, delle aziende e dei consumatori dell'Unione. Dalla Francia arriveranno infine le richieste di disoccupazione.

Particolare attenzione continuerà a essere rivolta al Brasile in vista delle elezioni, con la pubblicazione dei dati sull'inflazione, sul tasso di disoccupazione e sulla crescita dei prestiti bancari. Il Canada renderà note le previsioni sul PIL, mentre dagli USA arriveranno l'indice Shiller-Case sui prezzi degli immobili e, soprattutto, il dato JOLTs sull'apertura di nuove attività.

Mercoledì 30 settembre sarà una giornata particolarmente intensa. Corea del Sud e Giappone pubblicheranno i dati sulla produzione industriale e sulle vendite al dettaglio. Dall'Australia arriveranno il tasso di inflazione, i permessi per la costruzione di nuovi immobili, il CPI e il dato sul credito al settore privato. Particolare rilevanza avranno inoltre i dati PMI cinesi degli indici NBS e RatingDog relativi ai settori manifatturiero, non manifatturiero e composito.

Dalla Germania saranno pubblicati i prezzi all'importazione, il tasso di disoccupazione, le vendite al dettaglio, l'inflazione e il CPI annualizzato dei vari Länder. Il Regno Unito diffonderà l'indice Nationwide sui prezzi degli immobili e le previsioni sul PIL; dalla Francia arriveranno i dati su inflazione e PPI, mentre la Turchia pubblicherà la bilancia commerciale. L'Italia renderà invece noti i dati sull'inflazione e sulla fiducia di consumatori e imprese.

Negli USA saranno pubblicati il tasso sui mutui a 30 anni e l'indice di rifinanziamento, le variazioni dell'occupazione e, soprattutto, il core PCE, i dati su redditi e spese personali e il tasso di crescita trimestrale del PIL. A seguire arriveranno il Chicago PMI e, soprattutto, i dati EIA relativi alle scorte petrolifere e di prodotti distillati, questi ultimi particolarmente rilevanti in attesa di una misura sul diesel ampiamente preannunciata dalla Casa Bianca e apparentemente delegata a livello dei singoli Stati. La giornata si concluderà con la pubblicazione del PPI brasiliano.

Da segnalare inoltre quello che, con ogni probabilità, sarà l'ultimo intervento di Isabel Schnabel in qualità di membro del board BCE prima del suo approdo a un ruolo di primissimo piano all'FMI.

Giovedì 1 ottobre sarà la giornata della lettura finale del PMI manifatturiero S&P Global a livello generale. In Giappone si aggiungerà la pubblicazione dell'indice Tankan relativo a manifattura e industria, comprensivo delle rispettive sotto-componenti.

Corea del Sud e Australia pubblicheranno le rispettive bilance commerciali. In Europa si terrà il meeting del Consiglio BCE, cui seguirà un intervento di Christine Lagarde; l'Italia renderà noto il tasso di disoccupazione, mentre Francia e Spagna saranno impegnate sul mercato primario con nuove aste.

Negli Stati Uniti la giornata sarà caratterizzata da una concentrazione particolarmente significativa di dati macroeconomici. Dopo la pubblicazione della bilancia fiscale e della fiducia delle imprese del Messico, arriveranno le richieste di disoccupazione, l'indice ISM del PMI manifatturiero con i relativi sotto-indici su prezzi, ordinativi, spese e occupazione, oltre al fixing dei tassi sui mutui a 15 e 30 anni. Saranno inoltre diffuse le variazioni degli stock di gas naturale EIA e, soprattutto, il report Challenger, Gray and Christmas sui tagli occupazionali.

Venerdì 2 ottobre saranno pubblicati il tasso di disoccupazione in Corea del Sud, il Tokyo Core CPI e il tasso di disoccupazione in Giappone, oltre al Food Index della FAO. Dal Brasile arriverà il dato sulla produzione industriale, mentre l'India diffonderà l'andamento dei prestiti bancari e della massa monetaria.
Sul fronte europeo saranno pubblicate le previsioni sull'inflazione dell'UE, le vendite al dettaglio in Italia e il tasso di disoccupazione in Spagna.

La settimana macroeconomica si concluderà con alcuni dei dati più rilevanti provenienti dagli USA: Non-Farm Payrolls e tasso di disoccupazione, seguiti dagli ordinativi industriali e dai dati sulle vendite di autoveicoli.

Infine, **domenica 4 ottobre**, l'attenzione si sposterà sul Brasile per le elezioni generali.

Macro

Away
ake

Banche centrali e politica monetaria – Minute della Bank of Japan, decisione sui tassi della RBA, meeting del Consiglio BCE e intervento di Christine Lagarde saranno i principali appuntamenti di politica monetaria.

Inflazione e dinamica dei prezzi – Numerosi dati su CPI, PPI e inflazione arriveranno da Europa, Asia, Brasile e Stati Uniti, con particolare attenzione al core PCE statunitense.

Crescita e attività economica globale – Produzione industriale, vendite al dettaglio, PIL e indici PMI offriranno indicazioni aggiornate sullo stato del ciclo economico nelle principali economie.

Mercato del lavoro statunitense – JOLTs, richieste di disoccupazione, report Challenger, Gray and Christmas e soprattutto Non-Farm Payrolls e tasso di disoccupazione saranno centrali per valutare la tenuta dell'occupazione USA.

Energia e scorte statunitensi – I dati EIA su petrolio, prodotti distillati e gas naturale saranno monitorati insieme alle attese sulle misure relative al diesel preannunciate dalla Casa Bianca.

Brasile verso le elezioni – Inflazione, disoccupazione, credito bancario, investimenti esteri e produzione industriale accompagneranno i mercati verso le elezioni generali di domenica 4 ottobre.

Macro

Glossario

BTP – Buoni del Tesoro Poliennali, titoli di Stato italiani a medio-lungo termine che pagano generalmente una cedola periodica e rimborsano il capitale alla scadenza.

Chicago PMI – Indicatore che misura l'andamento dell'attività economica nell'area di Chicago. È utilizzato come segnale anticipatore delle condizioni del settore manifatturiero statunitense.

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

EIA – Energy Information Administration, agenzia statunitense che pubblica dati e analisi sul mercato energetico, comprese le scorte di petrolio, prodotti raffinati e gas naturale.

JOLTs – Job Openings and Labor Turnover Survey, rapporto statunitense che rileva posti di lavoro disponibili, assunzioni e cessazioni dei rapporti di lavoro. È utilizzato per valutare la solidità del mercato del lavoro.

Non-Farm Payrolls (NFP) – Dato mensile sulla variazione del numero di occupati negli USA, esclusi principalmente il settore agricolo e alcune categorie specifiche. È uno degli indicatori più importanti per i mercati finanziari.

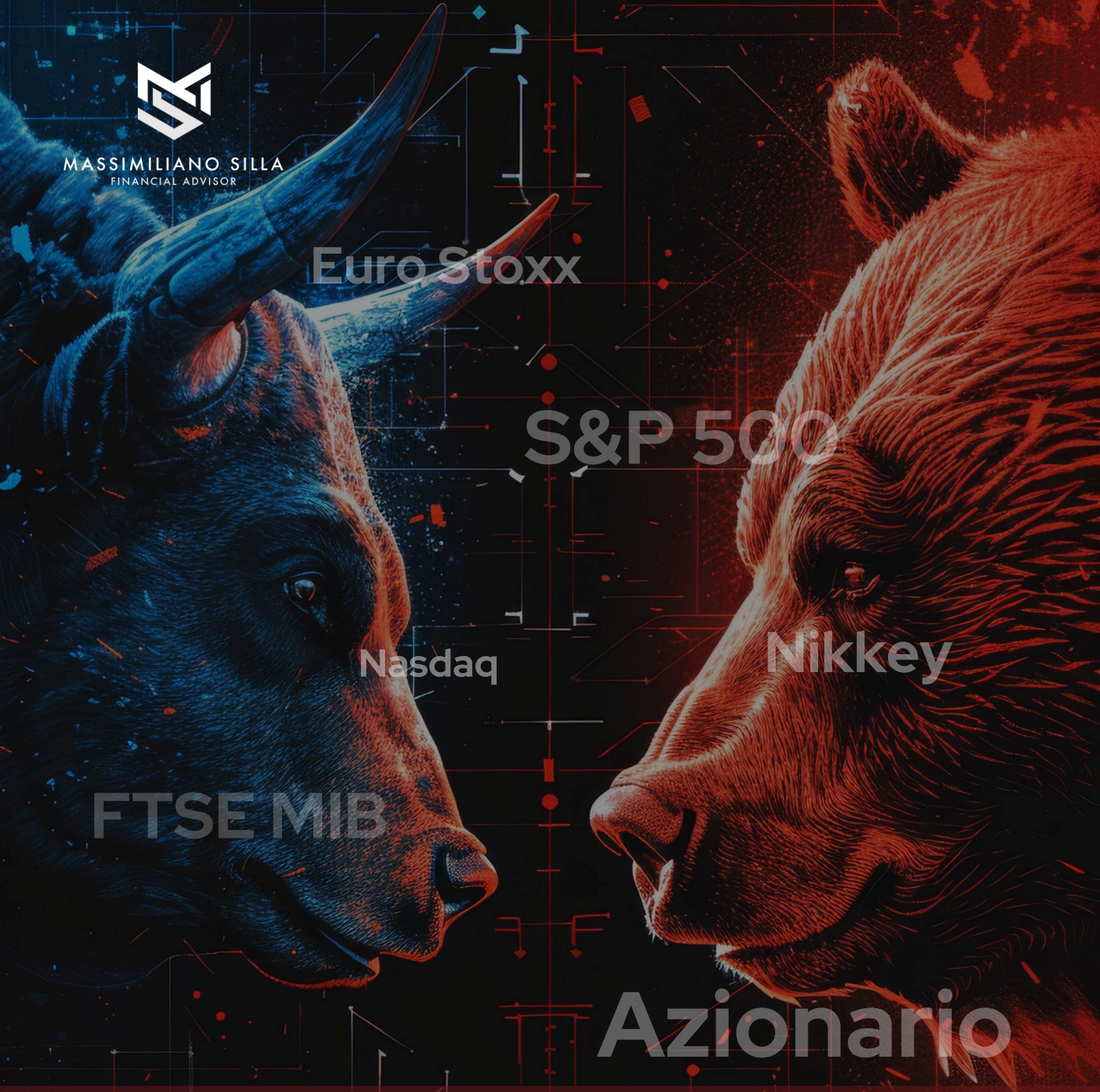
PMI – Purchasing Managers' Index, indicatore basato sulle rilevazioni presso i responsabili degli acquisti delle imprese. Valori superiori a 50 indicano generalmente espansione dell'attività, inferiori a 50 contrazione.

PPI – Producer Price Index, indice che misura l'andamento dei prezzi alla produzione e fornisce indicazioni sulle pressioni inflazionistiche a monte della catena produttiva.

RBA – Reserve Bank of Australia, la Banca centrale australiana, responsabile della politica monetaria e della determinazione dei tassi ufficiali del Paese.

Tankan – Indagine trimestrale della Bank of Japan sulla fiducia e sulle condizioni economiche delle imprese giapponesi, considerata un importante indicatore dello stato dell'economia del Paese.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

abstract



In sintesi

La settimana si chiude con un netto irrigidimento delle condizioni finanziarie: Treasury decennale ai massimi dal 2007, 5Y sopra il 5%, aspettative di rialzo Fed in aumento e dollaro più forte. Il principale elemento di rischio resta l'energia, sia per le pressioni inflazionistiche sia per i vincoli che potrebbe imporre allo sviluppo dell'AI. La crescita dei data center richiede infatti capacità elettrica e infrastrutture che negli USA appaiono insufficienti, con ritardi destinati a incidere su costi, finanziamenti e redditività. Il caso Oracle-Project Jupiter evidenzia queste criticità e potrebbe rappresentare un primo segnale di tensione per l'intero ecosistema AI finanziato a debito. L'azionario resta inoltre fortemente concentrato sulle mega-cap tecnologiche, mentre il mercato obbligazionario segnala rischi crescenti.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Nel breve termine, petrolio, diesel e rendimenti obbligazionari restano le variabili decisive. Un calo del petrolio accompagnato da rendimenti ancora in aumento sarebbe un segnale particolarmente negativo, indicando che il mercato sta rivalutando rischi più strutturali. Per l'S&P 500, Morgan Stanley individua un possibile arretramento fino a 7.100 punti in caso di ulteriore irrigidimento finanziario o rialzo dell'energia, mantenendo però un obiettivo di 8.000 a fine anno grazie alla solidità degli utili. Da monitorare anche IXG < $125 e MOVE >125 come possibile configurazione di deleveraging risk-off. Sul fronte obbligazionario, Bank of America ritiene invece interessante iniziare ad accumulare duration: una discesa dei rendimenti di 100 bps potrebbe generare ritorni significativi sui Treasury a 5, 10 e 30 anni.

Una settimana iniziata con nuovi massimi consecutivi del Nasdaq, il Brent sotto i 100 dollari e indiscrezioni secondo cui l'Iran avrebbe potuto riaprire lo Stretto di Hormuz entro pochi giorni si conclude con il rendimento del Treasury a 10 anni ai massimi dal 2007, quello a 5 anni sopra il 5% per la prima volta in quasi due decenni e le probabilità di un rialzo dei tassi a ottobre prossime al 70%, dopo il PMI più elevato dal 2021 e alcune aste poco brillanti.

A caratterizzare la settimana è stata soprattutto la successione di dichiarazioni hawkish da parte della Fed, in un contesto segnato dall'alternarsi degli sviluppi diplomatici tra Stati Uniti e Iran, da una stretta energetica trainata dal diesel, da una visita di Stato di Xi priva di risultati concreti e da nuovi timori sul finanziamento dell'AI, alimentati dalla comunicazione di "forza maggiore" di Oracle. Il dollaro si è fortemente apprezzato, l'oro ha perso terreno, mentre le criptovalute sono riuscite a registrare guadagni (risk-on tecnologico), con un andamento differenziato del comparto energetico.

La settimana può essere sintetizzata in questi termini: Wall Street ha continuato a concentrarsi sulle prospettive dell'AI, con un forte recupero degli afflussi nei fondi globali esposti alle mega-cap, mentre il mercato obbligazionario ha determinato un aumento del costo del finanziamento, con significativi deflussi dai fondi globali investiti in titoli di Stato.

Sul fronte diplomatico e geopolitico, il principale elemento della settimana, tra riunione ONU (con Russia e Ucraina al centro), trattative sull'Iran e incontro Trump-Xi, può essere sintetizzato, per quanto riguarda i mercati e le relative implicazioni, in una sola frase: "enough diplomatic activity to encourage relief rallies, without enough resolution to remove the underlying inflation risk".

In sostanza, il quadro di fondo resta sostanzialmente quello precedente. Con una differenza significativa: il mercato obbligazionario sta inviando segnali molto più evidenti.

ENERGIA: IL PRINCIPALE VINCOLO AL REPRICING DELL'AI

Morgan Stanley stima, sulla base di un fabbisogno energetico complessivo dei data center pari a 257 GW entro il 2028, un divario compreso tra il 30% e il 40% tra la capacità statunitense e le proiezioni delle vendite. Per fornire un termine di confronto, NYC richiede 5,5-6 GW di potenza di base: il deficit stimato equivale quindi al fabbisogno energetico di circa sei New York.

Anche qualora i costruttori di data center riuscissero a reperire tutta la manodopera necessaria, ciò non garantirebbe la disponibilità dell'energia richiesta. Gli Stati stanno infatti imponendo con crescente frequenza che i progetti di data center dimostrino di disporre di un'adeguata fornitura energetica prima dell'avvio dei lavori, attraverso le reti esistenti oppure mediante sistemi autonomi di approvvigionamento.

Come già evidenziato nei precedenti rapporti, dalla metà degli anni 2000 ai primi anni 2020 gli Stati Uniti hanno registrato una crescita pressoché nulla della domanda di elettricità. Nel 2025 la produzione elettrica è aumentata del 2,8% e, secondo l'EIA, i data center hanno rappresentato il 55% di tale crescita. Si prevede ora un incremento annuo compreso tra il 2% e il 3% fino alla fine del decennio, con la domanda elettrica dei data center destinata a più che raddoppiare, passando da 31 GW nel 2025 a 66 GW nel 2027.

I fornitori di data center stanno cercando di anticipare questa criticità, rafforzando le catene di approvvigionamento energetico e sviluppando capacità di generazione elettrica in loco e sistemi di accumulo tramite batterie. Tuttavia, è probabile che tali progressi rimangano insufficienti rispetto all'enorme fabbisogno energetico dei data center.

Innanzitutto, secondo quanto riportato, le turbine a gas risultano già esaurite fino al 2030, mentre i relativi prezzi sono aumentati del 195% dal 2019. Parallelamente, i tempi di consegna dei trasformatori ad alta tensione sono passati da circa un anno nel 2020 a 2-4 anni.

Nei prossimi mesi e anni, gli Stati potrebbero inasprire ulteriormente i requisiti relativi alla fornitura energetica dei data center, determinando ulteriori ritardi nelle autorizzazioni. Un elemento particolarmente rilevante riguarda l'effetto della domanda di elettricità dei data center sui prezzi dell'energia.

Come ha concluso la FED di Dallas in un rapporto di marzo: "I data center esistenti hanno già aumentato i prezzi all'ingrosso in media del 2-6% a livello nazionale, con effetti sostanzialmente maggiori nelle regioni che ospitano importanti corridoi di data center. Estendendo il modello fino al 2028, mostriamo che, se la costruzione proposta procede in scenari di elevato utilizzo, i prezzi all'ingrosso potrebbero aumentare drasticamente (50%)".

Si tratta di uno scenario particolarmente delicato in un anno elettorale: quanto maggiore sarà la quota di cittadini americani che collegherà le proprie difficoltà di sostenibilità economica all'espansione dell'AI, tanto maggiore potrebbe diventare la pressione politica, con conseguente rischio di rinvio dei progetti di data center.

In questo senso, JP Morgan non sembra avere dubbi. Anthropic ha iniziato l'anno con 1-2 GW di capacità di calcolo, ma, secondo un rapporto del 6 settembre, si sarebbe ora impegnata a pagare per l'accesso ad altri 15 GW di potenza, disponibili progressivamente nei prossimi anni. Il costo stimato è di ~$500b per l'affitto di capacità cloud, chip e contratti di locazione nei data center. Il dato si confronta con i $180b di spesa prevista per i data center che Anthropic aveva indicato lo scorso anno fino al 2029.

Anthropic sta quindi raggiungendo OpenAI, che ha aumentato la propria stima della spesa per i data center da $660b a $750b fino al 2030, puntando a 30 GW entro il 2030 (equivalenti a 30 moderni reattori nucleari da 1 GW, mentre gli Stati Uniti ne hanno solo ~95).

La prima preoccupazione riguarda naturalmente la capacità di Anthropic e OpenAI di generare un ricavo medio per cliente sufficiente a compensare tali impegni di spesa. La questione posta ai clienti è spesso la stessa: e se l'AI agentica presentasse una struttura economica più vicina a quella del volo privato che a quella dei telefoni cellulari?

Il TAM sia del volo privato sia dei telefoni cellulari coincide potenzialmente con l'intera popolazione globale. Tuttavia, le economie di scala hanno reso i telefoni cellulari accessibili alla maggior parte della popolazione, mentre ciò rimane strutturalmente impossibile per il volo privato. La domanda, quindi, è se l'AI agentica possa risultare economicamente sostenibile soltanto per una quota limitata dei casi d'uso nei diversi settori. Riteniamo che questa sia una questione alla quale, attualmente, viene dedicata un'attenzione insufficiente.

La seconda preoccupazione riguarda la capacità di questi impegni di produrre effettivamente la capacità di calcolo necessaria. Il rischio più immediato non è che la capacità dei data center superi la domanda di calcolo, bensì che gli hyperscalers non riescano a sviluppare una capacità sufficiente per migliorare adeguatamente i propri modelli e stimolare una spesa aziendale coerente con le aspettative.

La costruzione dei data center è infatti in ritardo rispetto alla tabella di marcia. Quest'anno, tra il 30% e il 50% della capacità dei data center su larga scala che avrebbe dovuto entrare in funzione sarà probabilmente rinviata. Per quanto riguarda il 2027, oltre il 60% della capacità prevista per il completamento non risultava ancora in costruzione a maggio, mentre un ulteriore 7% era stato ufficialmente rinviato.

I ritardi hanno sempre rappresentato una componente strutturale della costruzione dei data center: storicamente, soltanto il 72% della capacità è entrato in funzione nei tempi previsti. Tuttavia, la situazione sembra in evidente peggioramento.

Goldman prevede che soltanto circa la metà della capacità di calcolo AI programmata per essere attivata entro il 2028 attraverso la costruzione di data center entrerà effettivamente in funzione entro la data prevista. Secondo i calcoli della società di valutazione degli asset Barkr, contenuti in un rapporto di agosto, ritardi di questa entità determinerebbero un divario tra offerta e domanda di capacità di calcolo pari a 13.4-19.2 GW nel 2027 e a 27.3-36.8 GW nel 2028.

Per quanto riguarda la fornitura di elettricità, si prevede una crescita annua compresa tra il 2% e il 3% fino alla fine del decennio, con la domanda elettrica dei data center destinata a più che raddoppiare, passando da 31 GW nel 2025 a 66 GW nel 2027.

BofA ha previsto che gli Stati Uniti dovranno affrontare una carenza di capacità di generazione elettrica pari o superiore a 100 GW entro il 2030, con soltanto circa 90 GW di nuova offerta a fronte di oltre 200 GW di nuova domanda.

È opportuno sottolineare che queste valutazioni sono contenute in un report ufficiale di JP Morgan e non provengono da fonti informali.

A differenza degli Stati Uniti, la Cina dispone della capacità elettrica necessaria per sostenere uno sviluppo di questa portata. La Cina dispone di 4.000 GW di capacità totale di generazione elettrica, in crescita del 20%. Gli Stati Uniti si attestano invece a 1.200 GW e risultano sostanzialmente stabili (con PJM ed ERCOT vicini alla capacità massima) **(VEDI GRAFICO CHINA_BUILDOUT)**.

ORACLE E LE CRITICITÀ DEL FINANZIAMENTO DEI DATA CENTER

Il mercato obbligazionario tende frequentemente ad anticipare le dinamiche dell'equity. In questo caso, i bond a sostegno di uno dei più grandi data center al mondo, il Project Jupiter di Oracle, del valore di 165 miliardi di dollari e sviluppato su 1.400 acri nella contea di Dona Ana (New Mexico), destinato ad alimentare 2,45 GW di capacità di calcolo, hanno fornito indicazioni significative.

Inizialmente sono scesi in territorio di stress, insieme ai bond del Project Beignet di Meta, che hanno raggiunto un minimo storico di valutazione pari a 93,78 per dollaro e, soprattutto, un livello B2/B di rating implicito con un rendimento del 7,5%, nonostante un rating formale A+.

I titoli legati a Project Jupiter sono successivamente scesi sotto i 90 centesimi per dollaro, in conseguenza dell'aumento dei ritardi nel progetto, riconducibili alla forte opposizione locale legata alle preoccupazioni sull'impatto sulle riserve idriche e sulla qualità dell'aria dell'area, oltre alle proteste relative alle emissioni di gas del fornitore energetico incaricato dalla società, Bloom Energy.

Successivamente è stata addirittura invocata la force majeure.

Project Jupiter presenta attualmente un ritardo di almeno sette mesi rispetto alla data prevista per l'entrata in funzione. Il progetto avrebbe dovuto essere completato entro novembre di quest'anno, ma non lo sarà e potrebbe richiedere diversi anni aggiuntivi. Il mercato azionario aveva finora attribuito un peso limitato a queste criticità, ma tale impostazione potrebbe essere destinata a cambiare.

In quello che appare come il primo segnale concreto di criticità rispetto all'espansione dei data center negli Stati Uniti, Oracle ha cercato di proteggersi dall'accumulo dei costi relativi al proprio data center, inviando allo sviluppatore del progetto, una controllata di Blue Owl Capital Inc., una comunicazione con cui invocava la forza maggiore, sostenendo di avere incontrato condizioni al di fuori del proprio controllo contrattuale che le impedivano di procedere secondo il calendario previsto.

Oracle non sembra quindi intenzionata a ritirarsi dal ruolo di principale locatario del sito, ma sta cercando di rinviare i pagamenti qualora Project Jupiter venga compromesso e non entri in funzione nel 2028 come previsto.

Le società invocano la forza maggiore per liberarsi dagli obblighi contrattuali quando emergono problemi al di fuori del proprio controllo.

Un esempio recente è rappresentato dall'impianto di GNL del Qatar, che ha comunicato ai propri clienti l'impossibilità di consegnare il prodotto contrattualmente previsto a causa degli attacchi iraniani. Nel caso di Oracle, la società cerca di tutelare la propria posizione contrattuale qualora la costruzione subisca ritardi.

Bloomberg ha tuttavia evidenziato che non è certo che una simile iniziativa possa liberare Oracle dai precedenti obblighi finanziari.

I ritardi nella costruzione, che potrebbero ulteriormente aumentare qualora i Democratici riconquistassero la Camera alle elezioni di medio termine, hanno compromesso il calendario previsto per la realizzazione del progetto, creando difficoltà nella programmazione dei ricavi del data center. Persino Oracle, società fortemente indebitata e destinata a essere il principale locatario della struttura, sembra quindi voler tutelarsi rispetto alla propria capacità di rispettare gli obblighi contrattuali.

Oracle ha naturalmente cercato di ridimensionare l'impatto della forza maggiore. Un portavoce ha dichiarato: *"Project Jupiter rimane secondo il nostro calendario previsto. Siamo pienamente impegnati nei confronti del New Mexico e fiduciosi nel nostro percorso futuro"*.

Tale dichiarazione appare tuttavia in tensione con la decisione di comunicare allo sviluppatore del progetto la possibile impossibilità di essere vincolata ai propri obblighi contrattuali.

L'annuncio è particolarmente rilevante perché, anche qualora la comunicazione di forza maggiore rappresentasse soltanto una misura precauzionale finalizzata a ottenere maggiore flessibilità, potrebbe comunque preoccupare i finanziatori che sostengono il progetto.

Resta quindi da verificare l'andamento del prestito con leva da 18 miliardi di dollari che finanzia il progetto, già sceso a circa 90 centesimi per dollaro.

Un gruppo di circa 20 banche guidato da SMBC, BNP Paribas, Goldman e MUFG ha fornito un prestito da 18 miliardi di dollari per contribuire al finanziamento della costruzione del campus del data center, uno dei diversi mega-accordi di debito che hanno sostenuto il boom delle infrastrutture per l'AI.

Per Oracle, società con 167 miliardi di dollari di debito e CDS che continuano a raggiungere nuovi massimi di spread, un deterioramento della fiducia dei finanziatori rappresenterebbe un elemento particolarmente problematico.

Il rischio è che anche ritardi relativamente contenuti compromettano i calcoli dell'IRR degli obbligazionisti, riducendo la disponibilità di capitale per l'intero sviluppo dell'AI finanziato attraverso il debito. La carenza di data center potrebbe quindi propagarsi lungo l'intera catena del valore dell'AI, rallentandone i programmi di espansione.

Un ulteriore elemento riguarda l'attesissima e, non casualmente, già rinviata IPO di OpenAI. La società di Sam Altman, caratterizzata da un elevato fabbisogno di capacità di calcolo, dipende infatti dalla rapida realizzazione di data center come Project Jupiter ed è anche direttamente coinvolta nello sviluppo della struttura, avendo firmato lo scorso anno un accordo da 400 miliardi di dollari con Oracle e SoftBank per sostenere lo sviluppo di cinque data center statunitensi, incluso il sito del New Mexico.

Stack Infrastructure, società in portafoglio di Blue Owl, sta sviluppando la struttura, mentre Blue Owl si è impegnata direttamente a fornire capitale proprio (si veda il grafico organizzativo qui sopra).

Il titolo OWL è sceso a un nuovo minimo di due mesi dopo l'annuncio di Oracle e si sta rapidamente avvicinando ai propri minimi storici.

Anche sul fronte dell'energia necessaria ad alimentare il data center emergono ritardi. Un importante progetto di gasdotto per il gas naturale sviluppato da Energy Transfer LP, che avrebbe dovuto

entrare in servizio questo mese e fornire combustibile a Project Jupiter, è stato rinviato di almeno sei mesi. La nuova data è il 1° febbraio 2027, dopo ripetuti dinieghi del New Mexico State Land Office all'approvazione del percorso proposto per la linea.

Project Jupiter è progettato per essere alimentato da celle a combustibile a gas di Bloom Energy.

Anche la dimensione politica assume crescente rilevanza con l'avvicinarsi delle elezioni di midterm. Prima che Project Jupiter fosse presentato nella sua interezza, gli sviluppatori avevano lavorato con le autorità locali a un piano di incentivi e a una strategia per definire le modalità di comunicazione al pubblico, secondo documenti precedentemente esaminati da Bloomberg. Gli abitanti del luogo hanno tuttavia scoperto soltanto dopo l'approvazione che l'iniziativa era collegata a Oracle e OpenAI. Le conseguenze stanno già interessando l'iter di sviluppo del secondo principale data center di Stargate, SB Energy, di dimensioni ancora maggiori.

Nonostante i rendimenti da junk terminale che il finanziatore/controllore SoftBank ha appena corrisposto per collocare bond per 10 miliardi di dollari destinati a trasformarsi in CapEx AI, SB Energy ha rinviato la propria IPO per motivazioni analoghe: ritardi nella realizzazione.

La notizia relativa a Oracle potrebbe quindi compromettere ulteriormente quella specifica offerta pubblica prima ancora del suo avvio. In tale scenario, l'ultima emissione di SoftBank potrebbe rappresentare la fase conclusiva dell'era della easy money per l'AI, dei relativi finanziamenti e dei cash flow circolari.

NEGATIVE BETA

Martedì scorso, Brian Garrett, specialista dei derivati di Goldman Sachs, ha presentato il proprio Grafico del giorno. Il dato rappresentato appare particolarmente significativo: quasi la metà dei titoli dell'S&P 500 presenta oggi un beta negativo rispetto all'indice stesso, un massimo storico con un margine considerevole.

Il trader di Goldman osserva come lo stesso Financial Times abbia descritto il fenomeno in maniera particolarmente efficace con il titolo: *"Scegli un titolo. Ma non un titolo qualsiasi".*

(VEDI GRAFICO NEGATIVE_BETA)

Facendo riferimento all'ultima nota dello strategist di Goldman Christian Mueller-Glissman, Garrett evidenzia come la concentrazione dell'indice, determinata sia dal capex sull'AI sia dalla predominanza tecnologica, rappresenti una spiegazione evidente, anche se non esclusiva.

In maniera più preoccupante, vengono formulate le seguenti osservazioni:

- questa dinamica può aumentare i rischi di un unwinding del momentum a livello dei fattori (ricordate luglio?);
- l'indice stesso sta offrendo una maggiore diversificazione contro un unwinding risk-off rispetto al passato;
- il beta negativo, e quindi l'aspetto di diversificazione, può contribuire a spiegare lo spread relativo tra la convexity dell'indice e quella dei singoli titoli.

Qualora questo fenomeno dovesse invertirsi, secondo il trader di Goldman le long wings sull'indice S&P dovrebbero risultare efficaci. Anche le operazioni long correlation dovrebbero funzionare.

Per proteggersi dalla prossima inversione, il trading desk preferisce puntare su opzioni di sovraperformance RSP > SPX (~65% di correlazione implicita), oltre che su put sull'indice GS momentum (gsp1momo), che ha registrato una forte contrazione durante lo smobilizzo del "momentum" dei fattori di luglio.

S&P 500: RISCHIO A 7.100, MA OBIETTIVO A 8.000 ENTRO FINE ANNO

Le azioni statunitensi risultano vulnerabili a un ulteriore aumento dei prezzi dell'energia e alla volatilità del mercato obbligazionario, secondo Michael Wilson di Morgan Stanley.

Wilson, dopo essere stato significativamente rialzista per gran parte dell'ultimo anno, sta assumendo un atteggiamento progressivamente più prudente nel breve termine e ritiene che, in uno scenario di questo tipo, l'S&P 500 potrebbe scendere fino al 10%.

Nella sua ultima nota, il chief equity strategist di Morgan Stanley ha affermato che, sebbene i solidi utili societari abbiano finora aiutato le quotazioni azionarie a resistere a rendimenti obbligazionari più elevati, le valutazioni dell'S&P 500 sono diminuite negli ultimi quattro mesi, raggiungendo il livello più basso da marzo. Il fenomeno risulta ancora più evidente escludendo i pochi grandi titoli tecnologici che hanno sostenuto il mercato in presenza di un'ampiezza negativa record.

"Se la correzione delle valutazioni dovesse peggiorare nel breve termine a causa di un ulteriore irrigidimento delle condizioni finanziarie e/o di prezzi dell'energia significativamente più elevati, riteniamo che l'S&P 500 potrebbe scendere fino a 7.100 prima che il mercato rialzista riprenda verso la fine dell'anno", ha scritto Wilson nella nota.

Quel livello rappresenterebbe un calo di poco inferiore al 10% rispetto al livello di riapertura delle contrattazioni di lunedì scorso.

Wilson si aspetta inoltre un aumento della volatilità in vista delle elezioni di metà mandato di novembre, elemento che potrebbe aggiungere ulteriore pressione al ribasso. Nel medio periodo, tuttavia, ritiene che le solide prospettive degli utili societari possano alimentare un rally negli ultimi due mesi dell'anno, verso il suo obiettivo di fine anno di 8.000 punti. Ciò rappresenterebbe un guadagno del 5% rispetto ai livelli attuali.

Wilson osserva che, mentre alcuni considerano il mercato azionario compiacente – l'S&P 500 si trova appena il 2% sotto i massimi storici nonostante i rischi derivanti da una Fed più restrittiva, dai prezzi elevati dell'energia e dal picco nelle revisioni degli utili dei semiconduttori –, vi sono elementi per sostenere che una parte significativa della correzione si sia già verificata sia sotto la superficie del mercato sia sul piano delle valutazioni.

Per esempio, oltre il 40% dei componenti del Russell 3000 è sceso del 20% o più da giugno. Inoltre, il rapporto P/E forward dell'S&P 500 è ora appena a 19, il minimo da marzo raggiunto durante il culmine del conflitto con l'Iran.

Una forte crescita del PIL nominale e degli utili, mentre la Fed inasprisce la politica monetaria, costituisce la combinazione tipica di un classico regime d'investimento di metà ciclo.

Lo strategist ricorda quanto aveva affermato questa primavera, quando anche gli indicatori interni del mercato e le valutazioni segnalavano una correzione molto più avanzata rispetto a quanto suggerito dall'andamento dell'indice: *"Sotto la superficie, più della metà dei titoli del Russell 3000 è scesa del 20% o più. Per noi, non si tratta di compiacenza ma di un mercato che ha scontato in modo appropriato e mirato i rischi sia a livello di indice sia a livello dei singoli titoli, compresi quelli legati al credito privato e alle preoccupazioni per l'impatto dell'AI. È importante che la crescita degli utili si stia muovendo nella direzione giusta, il che spiega perché il danno ai prezzi sia stato contenuto... quella combinazione – multipli in calo con una crescita degli utili in miglioramento – è una classica correzione del mercato rialzista..."*.

Lo stesso slancio degli utili è proseguito senza rallentamenti nonostante i successivi shock sulle materie prime provocati dalla guerra. L'ampiezza delle revisioni dell'EPS a livello di indice si è avvicinata ai massimi del ciclo, in larga parte grazie all'AI.

Questa forza ha quasi completamente compensato la contrazione dei multipli osservata da maggio, segnalando che il processo di sconto dei rischi sopra menzionati è già in fase avanzata, come all'inizio dell'anno.

Sebbene il sell-off dei semiconduttori abbia contribuito al de-rating, un ruolo analogo è stato svolto dall'aumento dei tassi, che hanno superato una soglia ben nota.

In particolare, il massimo delle valutazioni dell'S&P ha coinciso con il superamento del 4,50% da parte

del rendimento dei Treasury decennali, livello che Wilson indica da tempo come la soglia oltre la quale la sensibilità delle azioni ai tassi aumenta in misura significativa.

Questo conduce alla riunione del FOMC della scorsa settimana.

Wilson ritiene che Warsh abbia ricevuto dati sull'inflazione che gli hanno consentito di tentare un rialzo dei tassi finalizzato a rafforzare la credibilità, senza indurre i mercati a estrapolare un ciclo di inasprimento analogo a quello del 2022 (Bank of America esclusa, ovviamente).

Un elemento ancora più importante è che, considerando una probabilità di rialzo già superiore al 90% in vista della riunione del FOMC, l'informazione rilevante riguardava meno i 25 punti base in sé che la volontà di Warsh di applicare coerentemente quel quadro.

Una mancata stretta avrebbe pertanto provocato una reazione negativa dei mercati. Secondo Wilson, ciò attribuisce alla decisione una funzione di rafforzamento della credibilità: un tasso ufficiale più elevato può ridurre l'incertezza sull'inflazione e il premio a termine qualora convinca gli investitori che la Fed stia intervenendo con sufficiente anticipo da evitare successivamente un inasprimento più destabilizzante.

Come osservazione a margine, va riconosciuto a Wilson di essere stato una delle voci più esplicite nel sostenere che l'inflazione fosse relativamente prevedibile già dalla primavera del 2020, a causa di quella che definì una politica di helicopter money adottata durante la fase più intensa dell'impatto economico dei lockdown.

Il motivo per cui questo punto torna oggi rilevante è che il rischio maggiore per i mercati finanziari derivante dalla FED guidata da Warsh potrebbe risiedere nelle future decisioni relative al bilancio e nel modo in cui reagirà alla crescita dell'offerta di moneta e del credito nell'economia privata.

In altri termini, un rialzo di 25 punti base la scorsa settimana, seguito eventualmente da ulteriori

aumenti nei prossimi 6-12 mesi, difficilmente sarebbe sufficiente a interrompere il mercato rialzista. Un approccio più restrittivo alla crescita della massa monetaria e del credito potrebbe invece rappresentare un rischio più significativo.

Su questo punto, la determinazione di Warsh appare meno certa e, soprattutto, appare ancora meno certa la sua capacità di influenzare il resto del comitato.

Tornando ai mercati, Wilson concorda con la maggior parte degli altri desk sul fatto che il greggio rimanga il principale fattore di oscillazione nel breve termine. Un'ulteriore fase rialzista del petrolio e dei prodotti raffinati eserciterebbe probabilmente nuove pressioni al rialzo sul percorso atteso della politica monetaria, sui rendimenti delle scadenze lunghe e sulla volatilità obbligazionaria.

La simmetria con il 2024 merita di essere sottolineata: allora, un taglio del tasso ufficiale non garantì costi di finanziamento a lungo termine più bassi; oggi, un aumento del tasso ufficiale non implica necessariamente costi nominali di finanziamento a lungo termine più elevati, soprattutto qualora contribuisca a ridurre l'incertezza sull'inflazione di lungo periodo.

In sintesi, il mercato azionario dispone di un certo sostegno sul fronte delle valutazioni e gli utili rimangono solidi. Permangono tuttavia numerose incognite, a partire dai prezzi dell'energia, dai rendimenti obbligazionari e dalla Fed.

Nonostante questi elementi, Wilson mantiene il proprio obiettivo di fine anno per l'S&P 500 a 8.000 punti, pur riconoscendo che l'aumento dei prezzi del greggio e dei prodotti raffinati rappresenta il principale rischio di breve termine per l'indice.

Conclude osservando che, qualora la correzione delle valutazioni dovesse peggiorare nel breve termine per effetto di un ulteriore irrigidimento delle condizioni finanziarie e/o di prezzi dell'energia significativamente più elevati – lo scenario di rischio di breve termine –, l'S&P 500 potrebbe scendere fino a 7.100 prima che il mercato rialzista riprenda verso la fine dell'anno.

Resta inoltre da considerare la stagionalità legata alle elezioni di metà mandato, che spesso si conclude con una correzione dell'indice compresa tra il 5% e il 10%, rispetto all'attuale 2%.

ELEZIONI IN BRASILE E POSSIBILI IMPLICAZIONI DI MERCATO

La corsa presidenziale sempre più serrata in Brasile (4 ottobre con eventuale ballottaggio il 25 ottobre) potrebbe determinare una significativa rivalutazione delle azioni locali.

Un nuovo sondaggio di Goldman Sachs condotto su 70 investitori globali ha rilevato che la metà degli intervistati vede un rialzo di almeno il 20% per EWZ (l'ETF azionario brasiliano quotato negli Stati Uniti) entro fine anno, qualora il candidato di destra Flávio Bolsonaro sconfiggesse il presidente socialista Luiz Inácio Lula da Silva.

Il Managing Director di Goldman Sachs, Nelson Armbrust, ha fornito ai clienti alcune indicazioni sulle prossime elezioni in Sud America, che potrebbero consolidare una storica svolta a destra, quasi generazionale, nell'intero Continente.

L'analisi si concentra soprattutto sul posizionamento.

Flávio Bolsonaro sta guadagnando slancio: i sondaggi lo mostrano alla pari o in fase di recupero nel secondo turno. Va ricordato che i sondaggi non effettuano un aggiustamento per l'elettore probabile, vale a dire per le persone che effettivamente si presentano alle urne il giorno del voto per esprimere la propria preferenza; in Brasile non sono previsti voti per posta. Storicamente, inoltre, si è registrata una maggiore assenza tra gli elettori di Lula.

Goldman ha appena condotto un sondaggio su 70 investitori globali riguardo alle rispettive opinioni cross-asset sul Brasile.

Le azioni risultano la classe di attivo meno posseduta: il 60% degli intervistati è molto underweight o underweight. Allo stesso tempo, rappresentano il veicolo sul quale questo gruppo identifica il maggiore potenziale rialzista: la metà degli intervistati vede EWZ almeno a +20% entro fine anno in caso di vittoria di Bolsonaro.

Il capitale estero sta iniziando a tornare in Brasile con l'avvicinarsi dell'appuntamento elettorale. Sono stati registrati acquisti significativi di upside da parte degli investitori e l'Open Interest delle call su EWZ ha raggiunto i MASSIMI STORICI.

Per quanto riguarda l'implementazione, Goldman indica spread di call su EWZ per novembre (il ballottaggio è il 25 ottobre) e una posizione long sul paniere sensibile ai tassi (GSBZRATE Index).

Le volatilità implicite a due mesi sono aumentate da ~30v a ~45v e i precedenti cicli elettorali (indicati nel grafico sotto) mostrano che le vol potrebbero continuare a salire. Tuttavia, il costo della call con delta 30% rispetto alla call con delta 10% è rimasto recentemente stabile e risulta storicamente conveniente (21° percentile).

EWZ Nov 42 50 call spread = $1.00 offer 8x max payout, ref 37.20, ~45v ATMF, 23% delta, max loss is premium paid.

Un'ulteriore modalità di implementazione consiste nell'assumere una posizione long sul GSBZRATE Index, che comprende le 30 azioni dell'Ibovespa maggiormente correlate ai tassi a 5 anni.

L'indice è composto da Fin (38%), Real Estate (17%), Industriali (17%), Utilities (12%), Cons Disc (9%) e Materiali (6%). È possibile negoziare U$75mn al giorno al 10% del volume.

Il Brasile presenta il tasso reale più elevato al MONDO (~10%) ed è il mercato azionario EM maggiormente correlato ai tassi locali. Qualora i tassi scendessero, il movimento delle azioni potrebbe quindi essere significativo.

Come segnalato da Louis Miller, ci si potrebbe attendere una rivalutazione di ~30%+ del GSBZRATE, con il P/E che passerebbe da 9x a 12x, qualora i tassi locali incorporassero 200 bps di tagli. Dalle discussioni con gli investitori, 200-300 bps rappresenta il livello al quale la maggior parte si aspetta di vedere i tassi a breve termine entro fine anno in caso di vittoria di Bolsonaro.

Ancora dal report di Goldman: storicamente, quando il mercato prezza tagli dei tassi, il Brazil Rate Sensitive Basket ha prodotto ~3x il rendimento dell'Ibovespa.

Il paniere tende invece a soffrire se i tassi vengono tagliati a causa del rischio di recessione oppure se si verifica un boom delle commodity (1/3 dell'Ibovespa è composto da commodity).

Di seguito una breve spiegazione dei periodi nei quali il paniere non ha sovraperformato l'Ibovespa, scenari che l'analisi non ritiene probabili nell'attuale contesto.

Jan2010-Aug2010: economia e inflazione erano forti, la CB ha iniziato ad aumentare i tassi e si è verificato un bull flattening della curva, con conseguente discesa del 5y.

Jan2014-Aug2014: la CB ha concluso un ciclo di rialzi nell'aprile 2014, l'economia ha iniziato a rallentare bruscamente e il mercato ha interpretato il quadro come un'indicazione che la CB non sarebbe riuscita a mantenere a lungo il tasso elevato, determinando una discesa del 5y. Inoltre, il 2014 è stato un anno elettorale con Dilma vs Aecio Neves: il mercato riteneva che Aecio, candidato orientato a destra, avrebbe vinto, ma perse. L'Ibovespa chiuse quell'anno invariato.

Dec2015-Apr2018: forte boom delle commodity dovuto all'espansione della Cina, con Vale e Petrobras a guidare il rally. Inoltre, nell'agosto 2016 Dilma è stata sottoposta a impeachment e Temer ha assunto la guida del Paese. Durante questo periodo, i mercati sono saliti.

All'inizio di questo mese, Polymarket ha mostrato Bolsonaro superare Lula per la prima volta. Le probabilità attuali indicate dalla piattaforma sono pari al 57% per Bolsonaro e a circa il 42% per Lula.

Le azioni brasiliane hanno recuperato terreno parallelamente all'aumento delle scommesse su Polymarket per una vittoria di Bolsonaro.

GRAFICI BRAZIL 1, 2 E 3

CONCLUSIONE

Nel breve termine emergono due potenziali catalizzatori espliciti per un evento di deleveraging:

1. IXG < $125 e MOVE >125: configurazione coerente con un possibile evento di deleveraging risk-off;
2. qualora un accordo USA-Iran determinasse una riduzione del prezzo del petrolio di ulteriori $10, mentre i rendimenti obbligazionari continuassero a salire, si configurerebbe un importante segnale risk-off.

Se il petrolio scendesse e i rendimenti continuassero comunque a salire, si assisterebbe a un significativo reprice rispetto alla narrativa secondo cui l'energia a buon mercato rappresenterebbe un motore rialzista degli yields.

In questo scenario sarebbe invece il mercato obbligazionario a rivalutare la credibilità del quadro di politica economica e monetaria, dinamica molto più difficile da invertire.

In tale prospettiva, il diesel, più che il greggio, rappresenta la principale variabile da monitorare e l'indicatore più rilevante per un possibile evento di stagflazione al ribasso.

Secondo Michael Hartnett, strategist di Bank of America, l'aumento della preoccupazione dei policymaker per contenere i rendimenti potrebbe indicare che sia arrivato il momento di iniziare ad accumulare obbligazioni.

In uno scenario in cui i rendimenti scendessero di 100 bps nei prossimi 12 mesi, Hartnett stima rendimenti potenziali pari al 10% sui Treasury a 5 anni, al 14% sui 10 anni e al 22% sui 30 anni UST.

Il principio che Hartnett richiama da oltre un decennio è che i mercati tendono a stabilizzarsi quando sono i policymaker a mostrare crescente preoccupazione.

Resta quindi da valutare se questo messaggio possa essere interpretato anche in relazione all'inquilino di Eccles Building e al rapporto della Fed con Casa Bianca e Tesoro.

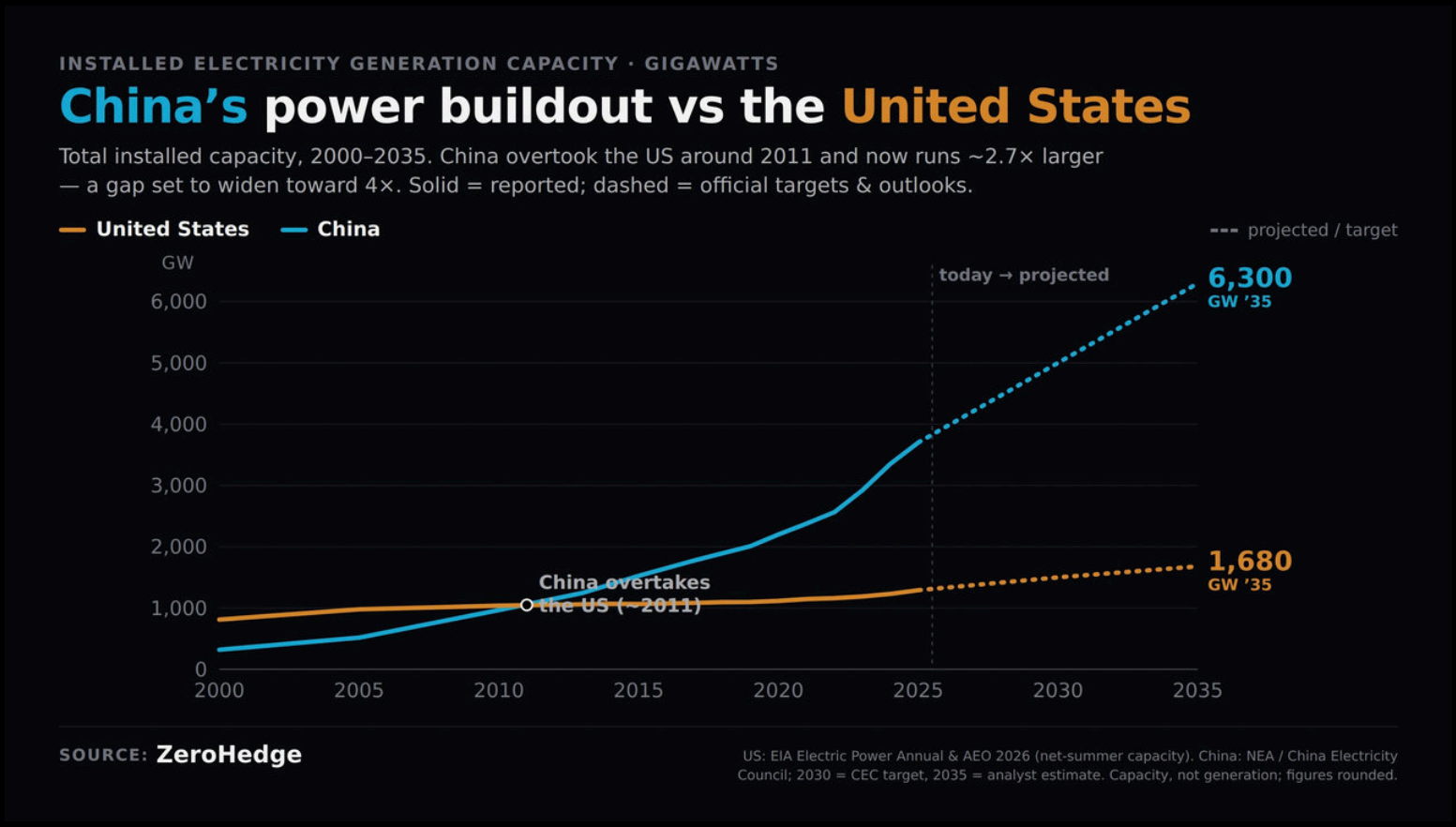


Immagine CHINA_BUILDOUT - **Fonte** Zerohedge

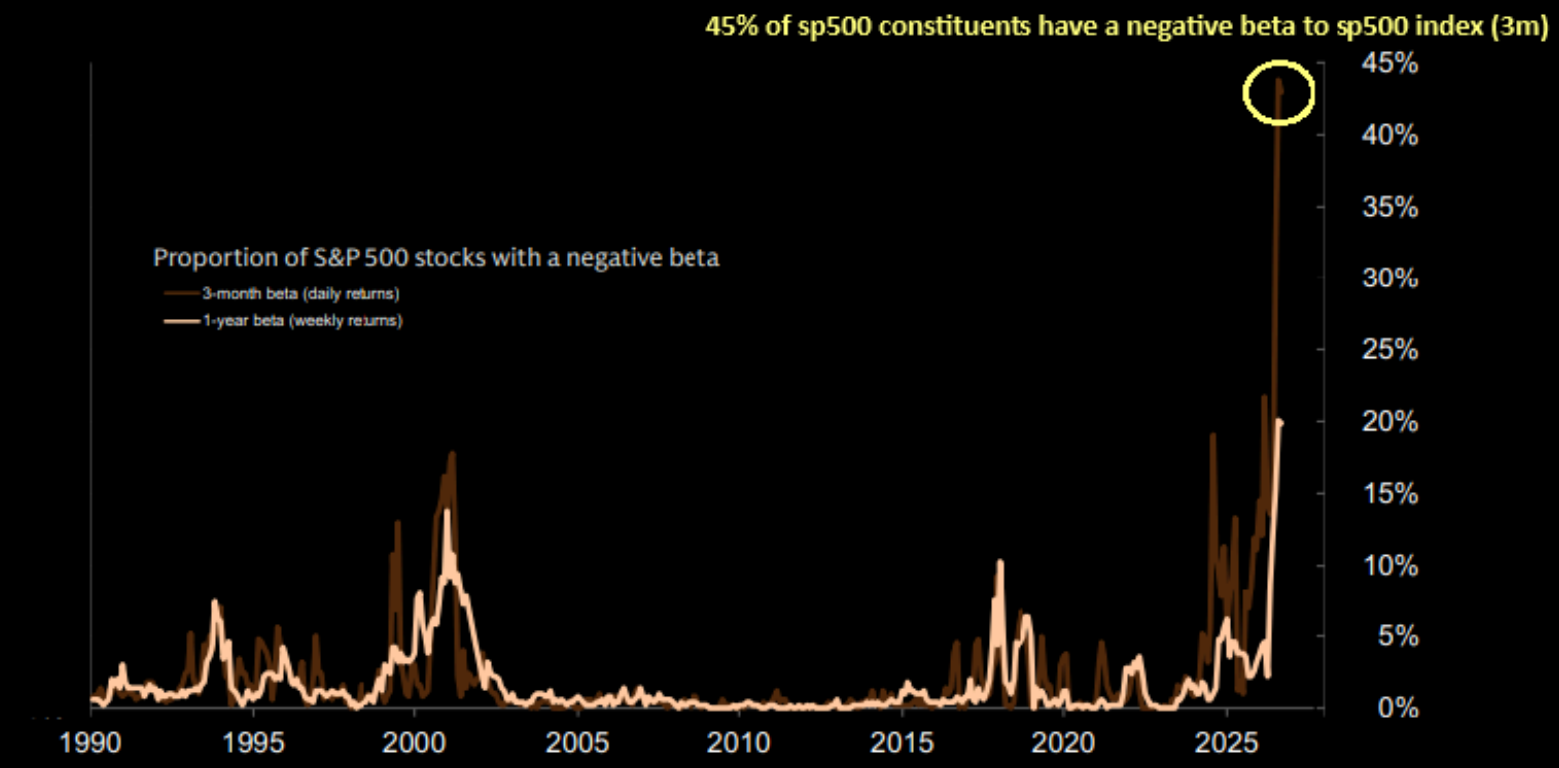


Immagine NEGATIVE_BETA - **Fonte** Goldman Sachs



Immagine BRAZIL 1 - **Fonte** Bloomberg



Immagine BRAZIL 2 - **Fonte** Bloomberg



Immagine BRAZIL 3 - **Fonte** Zerohedge

Fed, inflazione e rendimenti obbligazionari: Treasury sotto pressione, 10Y ai massimi dal 2007 e 5Y oltre il 5%, con aspettative crescenti di nuovi rialzi dei tassi e una Fed orientata a preservare la propria credibilità anti-inflazionistica.

Energia come vincolo strutturale alla crescita dell'AI: l'enorme fabbisogno elettrico dei data center rischia di scontrarsi con capacità produttiva, reti e infrastrutture insufficienti negli Stati Uniti, generando ritardi, maggiori costi e pressioni sui prezzi dell'elettricità.

Oracle e rischi finanziari dei data center: i problemi di Project Jupiter, la force majeure invocata da Oracle e le tensioni sul debito collegato al progetto evidenziano i rischi del modello di sviluppo dell'AI finanziato attraverso elevati livelli di leva.

Concentrazione dell'S&P 500 e "negative beta": quasi metà dei titoli dell'indice presenta un beta negativo rispetto all'S&P 500, riflettendo l'eccezionale concentrazione sulle mega-cap tecnologiche e aumentando il rischio di unwinding del momentum.

S&P 500 tra rischio di correzione e solidità degli utili: Morgan Stanley individua un possibile ribasso fino a 7.100 punti in caso di ulteriore aumento dell'energia o dei rendimenti, ma mantiene un target di 8.000 a fine anno grazie alla tenuta degli utili societari.

Segnali di risk-off e opportunità sull'obbligazionario: petrolio, diesel, MOVE e IXG rappresentano indicatori chiave per individuare un possibile deleveraging; parallelamente, Bank of America vede crescente interesse nell'accumulare Treasury qualora i rendimenti iniziassero a scendere.

ATMF (At The Money Forward) – Opzione il cui prezzo di esercizio è vicino al prezzo forward dell'attività sottostante, cioè al suo valore atteso alla scadenza sulla base delle condizioni di mercato.

Beta negativo – Situazione in cui un titolo tende a muoversi in direzione opposta rispetto all'indice di riferimento. Può quindi offrire un effetto di diversificazione all'interno del portafoglio.

Bull flattening – Movimento della curva dei rendimenti in cui i tassi a lungo termine scendono più di quelli a breve, determinando un appiattimento della curva.

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

CDS (Credit Default Swap) – Contratto derivato utilizzato per proteggersi dal rischio di insolvenza di un debitore. Un aumento dello spread dei CDS segnala generalmente una maggiore percezione del rischio di credito.

Convexity – Misura della sensibilità non lineare del prezzo di un'obbligazione o di un portafoglio alle variazioni dei tassi; nel contesto delle opzioni descrive anche caratteristiche della risposta del prezzo ai movimenti del sottostante.

Deleveraging – Riduzione dell'indebitamento o dell'esposizione finanziaria. Se avviene rapidamente e contemporaneamente tra molti investitori, può amplificare le vendite sui mercati.

De-rating – Riduzione dei multipli di valutazione riconosciuti dal mercato a un titolo o a un indice, per esempio una diminuzione del rapporto prezzo/utili (P/E).

Duration – Indicatore della sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi d'interesse. In generale, maggiore è la duration, maggiore è l'impatto delle variazioni dei rendimenti sul prezzo.

Force majeure – Clausola contrattuale che può consentire a una parte di sospendere o modificare determinati obblighi quando eventi eccezionali e fuori dal suo controllo impediscono di rispettarli.

Hyperscaler – Grande operatore tecnologico dotato di infrastrutture cloud e capacità di calcolo su vastissima scala, fondamentali per lo sviluppo e l'utilizzo dei sistemi di AI.

IRR (Internal Rate of Return) – Tasso interno di rendimento: misura la redditività attesa di un investimento considerando entità e tempistica dei diversi flussi di cassa.

Long correlation – Strategia che beneficia di un aumento della correlazione tra i movimenti dei diversi titoli che compongono un indice.

Long wings – Strategia in opzioni finalizzata a ottenere protezione o beneficiare di movimenti particolarmente ampi del mercato attraverso opzioni con strike relativamente lontani dai prezzi correnti.

MOVE Index – Indice che misura la volatilità implicita del mercato dei Treasury statunitensi. Un suo forte aumento segnala maggiore incertezza sui tassi d'interesse e sul mercato obbligazionario.

Open Interest – Numero complessivo di contratti derivati, come futures o opzioni, ancora aperti e non chiusi o giunti a scadenza.

Premio a termine (Term Premium) – Extra-rendimento richiesto dagli investitori per detenere obbligazioni a lunga scadenza anziché continuare a reinvestire in strumenti a breve termine.

Risk-off – Fase nella quale gli investitori riducono l'esposizione agli asset considerati più rischiosi e privilegiano attività percepite come maggiormente difensive o liquide.

TAM (Total Addressable Market) – Dimensione teorica complessiva del mercato potenzialmente raggiungibile da un prodotto o servizio.

Unwinding del momentum – Rapida chiusura delle posizioni costruite sui titoli che avevano mostrato le migliori performance, con vendite che possono amplificarsi quando molti investitori adottano contemporaneamente la stessa strategia

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

abstract



In sintesi

Il mercato obbligazionario globale ha registrato una delle fasi più difficili degli ultimi anni, con il Treasury decennale oltre il 5,20% e il 5Y sopra il 5% per la prima volta dal 2007. Il movimento non riflette principalmente maggiori aspettative d'inflazione, rimaste relativamente stabili, ma l'aumento dei rendimenti reali, sostenuto da crescita robusta, politica monetaria più restrittiva e crescente concorrenza per il capitale. Un ruolo centrale è svolto dall'AI: BofA stima 5.000 miliardi di dollari di capex tra 2026 e 2030 e un fabbisogno di finanziamenti esterni di 1.200-1.500 miliardi. Nonostante le tensioni sui bond e l'impennata del MOVE, l'S&P 500 rimane resiliente, mentre i segmenti azionari più sensibili ai tassi mostrano già maggiore debolezza.

Cosa aspettarsi dal mercato?

La principale variabile da monitorare sarà la capacità dei mercati di assorbire rendimenti reali strutturalmente più elevati senza innescare una riduzione generalizzata del rischio. Un MOVE stabilmente nell'area 110-120 potrebbe aumentare le pressioni sui portafogli obbligazionari attraverso i limiti VaR e ampliare progressivamente il contagio verso credito e azioni. L'AI rappresenta il principale punto di collegamento: hyperscalers e neocloud avranno bisogno di ingenti finanziamenti, mentre l'aumento dei tassi potrebbe rendere più onerosi i programmi di Capex. La solidità del backlog resta però un importante elemento di supporto. Finché crescita e utili rimarranno robusti, l'azionario potrebbe assorbire rendimenti elevati; un deterioramento del credito o dei flussi obbligazionari renderebbe invece più difficile mantenere l'attuale divergenza tra bond e azioni.

Prezzi del petrolio più elevati, dichiarazioni hawkish della Fed, ulteriormente rafforzate mercoledì dal dato flash PMI – con l'indice composito salito a 58,4 da 56 (lettura più forte dal luglio 2021) –, crescita robusta e nuove emissioni degli hyperscalers hanno concorso a ridurre significativamente qualsiasi aspettativa di buybacks da parte di Bessent questa settimana. Il risultato è stato particolarmente negativo per il mercato obbligazionario, che ha registrato la peggiore settimana degli ultimi 19 mesi (dal Liberation Day), con la parte lunga della curva in rialzo di 20 bps.

Si tratta inoltre del peggior mese per le obbligazioni degli ultimi tre anni, con il rendimento del Treasury decennale aumentato di 50 bps in quattro settimane.

La correzione è stata particolarmente intensa: il 5Y ha superato intraday il 5% per la prima volta dal 2007, il 7Y ha oltrepassato il 5,05%, il 20Y si è spinto verso il 5,45% e il benchmark 10Y è salito sopra il 5,20%, raggiungendo il livello più elevato dal luglio 2007 e registrando il maggiore movimento in una singola seduta dal tantrum tariffario dell'aprile 2025. Il 2Y aveva raggiunto circa il 4,90% (il livello più alto dal 2023), mentre il 30Y si era portato su un massimo post-2002 superiore al 5,50%.

Ciò che rende questa fase del selloff più complessa rispetto ai precedenti picchi dei rendimenti guidati dal petrolio osservati all'inizio del mese è che, come sottolineato da Daniela Hathorn di Capital.com, le aspettative d'inflazione basate sul mercato sono rimaste relativamente contenute, mentre sono stati soprattutto i rendimenti reali a determinare il movimento. Questo suggerisce che gli investitori stiano rivedendo al ribasso la capacità dell'economia di convivere con tassi reali strutturalmente più elevati, piuttosto che reagire esclusivamente a uno shock energetico.

Il fenomeno, inoltre, ha carattere globale e non esclusivamente domestico. Arriva infatti soltanto poche settimane dopo che i Gilt decennali hanno raggiunto il livello più elevato dal 2008, i Bund quello più alto dal 2011 e i JGB decennali hanno toccato il 3% per la prima volta in circa tre decenni. Il livello del 5% sul bond a lunga scadenza, che Michael Hartnett di BofA aveva definito all'inizio dell'anno la "Linea Maginot" del mercato, è stato quindi nettamente superato, mentre i rendimenti aggregati dei titoli di Stato sovrani globali hanno raggiunto il livello più elevato dal 2002.

In questo contesto ci stiamo avvicinando anche alla soglia individuata da Goldman Sachs, il cosiddetto Goldman trigger, relativa alla velocità di variazione dei rendimenti obbligazionari: oltre tale livello, il movimento dei tassi potrebbe iniziare a incidere sulla propensione al rischio.

Per il momento, rendimenti obbligazionari più elevati NON stanno attirando maggiore domanda. Tre aste particolarmente deboli nel corso della settimana indicano infatti che l'assorbimento dell'offerta rappresenta un problema. L'impennata dei rendimenti dei Treasury sta inoltre razionando il credito negli altri segmenti dell'economia: i tassi sui mutui a 30 anni sono tornati sopra il 7%, raggiungendo il livello più elevato dal gennaio 2025. Si tratta di una dinamica fortemente negativa per i costruttori di abitazioni e, più in generale, per l'accessibilità alla casa unifamiliare negli Stati Uniti, tema sul quale Donald Trump basa parte delle proprie aspettative in vista delle elezioni di midterm.

Guardando oltre i grandi indici emergono, tuttavia, ulteriori segnali di tensione. In primo luogo, i creditori legati all'AI sembrano aver iniziato a valutare con maggiore attenzione le clausole contrattuali e le implicazioni finanziarie di programmi di investimento estremamente ambiziosi. Oracle potrebbe rappresentare un precedente significativo. Per un mercato che ha finanziato centinaia di miliardi di watt di capacità AI attraverso SPV fuori bilancio, si tratta infatti del primo caso ampiamente riportato dai media nel quale un inquilino ricorre a una clausola di uscita. Il debito del progetto sarebbe stato scambiato in ribasso verso 90 centesimi per dollaro. Questa settimana, quindi, l'AI ha rappresentato contemporaneamente un importante motore degli utili e un crescente rischio di finanziamento per i mercati dei capitali.

Obbligazioni sotto pressione, azioni ancora resilienti

Il mercato obbligazionario sta evidenziando segnali di forte tensione, mentre quello azionario continua a interpretare il contesto prevalentemente attraverso la prospettiva della crescita economica. Il decennale appare tecnicamente molto esteso, il MOVE è aumentato rapidamente e i portafogli obbligazionari devono affrontare uno shock sul VaR.

L'SPX, al contrario, ha reagito in misura limitata. La questione centrale è quindi comprendere se questa dinamica rimarrà circoscritta al mercato obbligazionario oppure finirà per trasmettersi anche alle azioni.

L'indice MOVE, misura della volatilità del mercato obbligazionario, è salito a 104 sul finire della settimana, rispetto a 78,5 di martedì scorso. L'S&P 500, tuttavia, non ha mostrato una reazione proporzionata all'aumento della volatilità implicita del mercato obbligazionario, nonostante l'entità del movimento.

Particolare attenzione va riservata alla soglia critica: storicamente, quota 150 del MOVE è stata interpretata come un chiaro segnale di perdita di controllo della FED sulla parte lunga della curva, situazione potenzialmente in grado di richiedere un suo intervento diretto. Alcune analisi, considerando i precedenti storici in relazione alle caratteristiche senza precedenti del contesto attuale, collocano tuttavia questa soglia già nell'area 110/120.

GRAFICI MOVE E MOVE2

Non si tratta più soltanto di un movimento dei rendimenti: anche il rischio obbligazionario stesso viene ora riprezzato. L'aumento della volatilità assume quindi particolare rilevanza per il posizionamento degli investitori. Qualora persistesse, i limiti VaR potrebbero costringere i portafogli obbligazionari a ridurre il rischio durante il movimento, aggiungendo ulteriore pressione di vendita anche dopo che i rendimenti avranno iniziato ad apparire tecnicamente elevati.

La volatilità obbligazionaria è quindi aumentata in maniera molto significativa, mentre il VIX ha reagito in misura decisamente più contenuta, portando la divergenza tra i due indicatori su livelli estremi. Un mercato sta prezzando uno shock, mentre l'altro continua a comportarsi come se tale shock potesse essere circoscritto. Anche l'SPX ha mostrato resilienza di fronte all'impennata del MOVE.

Questa divergenza può persistere finché le azioni interpretano rendimenti più elevati come espressione di una crescita economica più forte, ma diventa progressivamente più difficile da sostenere qualora lo stress del mercato obbligazionario inizi a determinare una più ampia riduzione del rischio.

Perché le azioni non hanno reagito in misura significativa

Jim Reid di Deutsche Bank sottolinea che quasi tutto l'aumento del rendimento del Treasury decennale registrato quest'anno deriva dai rendimenti reali, a fronte di variazioni molto limitate delle aspettative d'inflazione. La sua interpretazione è che il mercato obbligazionario stia riprezzando soprattutto la crescita e il percorso futuro dei tassi, più che uno shock inflazionistico.

Esiste tuttavia una lettura alternativa dal punto di vista azionario: una crescita economica più robusta potrebbe consentire all'SPX di assorbire rendimenti più elevati attraverso una maggiore crescita degli utili. Si tratta però di una dinamica osservabile soprattutto a livello di indice. La debolezza del Russell evidenzia infatti che i titoli maggiormente sensibili ai tassi stanno già subendo pressioni. Se i rendimenti reali dovessero mantenersi sui livelli attuali, la divergenza tra azioni relativamente stabili e obbligazioni sottoposte a forte tensione diventerebbe progressivamente più difficile da ignorare.

REAL YIELDS

Quella di giovedì scorso è stata una giornata straordinaria per i mercati obbligazionari globali. I Treasury USA decennali hanno registrato la peggiore seduta dal Liberation Day dell'aprile dello scorso anno, mentre i rendimenti dei Treasury a 5 anni sono saliti sopra il 5% per la prima volta dal 2007. Considerando che il Brent è in rialzo di circa il 73% da inizio anno e che l'IPC statunitense è passato dal 2,4% di gennaio a un atteso 3,60% a settembre, un osservatore esterno al mercato obbligazionario potrebbe ragionevolmente ritenere che il mercato dei bond sia sempre più preoccupato per l'inflazione.

I dati indicano invece una dinamica differente. Sebbene i rendimenti nominali dei Treasury USA a 10 anni siano aumentati di circa 97 pb dall'inizio dell'anno, soltanto circa 10 pb di questo movimento sono riconducibili all'aumento dei breakeven. La parte restante riflette rendimenti reali significativamente più elevati, che si trovano ora su livelli osservati l'ultima volta nel 2008.

I breakeven a 10 anni sono infatti rimasti sorprendentemente stabili per oltre tre anni, mostrando una volatilità molto contenuta. Anche le misure del term premium sono rimaste all'interno di un range negli ultimi 18 mesi, suggerendo che neppure i timori fiscali abbiano rappresentato il principale fattore determinante.

GRAFICO REAL_YIELDS

Il movimento deve quindi essere ricondotto in larga misura alle aspettative sui tassi ufficiali e a un tasso neutrale più elevato. Lo stesso Kevin Warsh ha sostenuto che l'aumento dei rendimenti a 10 anni sia stato determinato dalla forza dell'economia, dalla concorrenza per il capitale e da fattori geopolitici.

In concreto, la crescente concorrenza per il capitale appare sempre più strettamente connessa alla spesa in conto capitale per l'AI. Goldman prevede ora che il prossimo anno vengano emessi oltre 420 miliardi di dollari di obbligazioni IG da parte degli hyperscalers, un ammontare equivalente a circa il 60% del DV01 totale delle emissioni di Treasury nel 2027.

Gli ultimi dati PMI, particolarmente robusti, hanno rappresentato l'ultimo catalizzatore del selloff, al quale si è aggiunta la deludente asta dei Treasury a 5 anni. Sebbene i movimenti siano stati sproporzionati rispetto alla reazione abituale ai PMI statunitensi, essi si inseriscono in un quadro più ampio caratterizzato da un eccezionale slancio della crescita. La stima GDPNow della Fed di Atlanta per il Q3 è ora pari al 5,08%, mentre è probabile che gli utili dell'S&P 500 nel Q3 evidenzino una crescita di circa il 30% su base annua.

Anche il posizionamento potrebbe aver contribuito ad amplificare il movimento. Dal punto di vista fondamentale, tuttavia, la dinamica riflette una combinazione di dati positivi sulla crescita corrente, delle conseguenti implicazioni hawkish per la politica monetaria e della prospettiva di un tasso neutrale più elevato.

Rimane quindi una domanda rilevante: dove si collocherebbero i rendimenti a 10 anni se il mercato obbligazionario iniziasse realmente a manifestare forti preoccupazioni per l'inflazione?

Esiste tuttavia anche un'altra possibile chiave di lettura, sintetizzata nel grafico seguente:

GRAFICO RATES_AVG

L'apparente strategia di Scott Bessent – che per la terza volta consecutiva ha mantenuto un atteggiamento prudente sui buybacks nell'asta di giovedì, acquistando soltanto 4 miliardi sui 6 miliardi di controvalore annunciato – potrebbe basarsi sull'ipotesi che, dopo un periodo di rendimenti anormalmente bassi determinato da 15 anni di ZIRP e QE, i rendimenti obbligazionari siano semplicemente tornati verso la propria media storica di lungo periodo.

In questa prospettiva, il mercato obbligazionario starebbe progressivamente normalizzando i rendimenti dopo un lungo periodo di repressione finanziaria. Una normalizzazione che, tuttavia, potrebbe anche preparare il terreno a una futura intensificazione della monetizzazione strutturale di deficit e debito. In questo quadro assume particolare rilevanza il fatto che il TLT sia appena sceso al minimo storico assoluto di valutazione dalla sua nascita.

AI: il ciclo degli investimenti sta entrando in una fase più complessa?

Gli hyperscalers continuano a rappresentare soltanto circa il 40% delle emissioni complessive di debito legate all'AI, evidenziando l'ampiezza delle esposizioni all'intelligenza artificiale presenti sui mercati globali del credito.

La questione più importante riguarda quindi la dimensione complessiva del fabbisogno di finanziamento nel 2027 e negli anni successivi, necessario per sostenere il superciclo di investimenti nell'AI.

Altrettanto importante sarà individuare le tranche di debito da monitorare per valutare tempestivamente eventuali segnali di inversione del ciclo del credito, scenario che potrebbe avere conseguenze significative sul settore dell'AI e, più in generale, sull'economia.

Su questo tema è particolarmente rilevante l'ultima nota del team High Yield & Loan Strategy di Bank of America, intitolata *Funding The Future #4: AI's $5tn buildout – what is the credit bill?*.

Come scrive l'autrice Neha Khoda, l'accettazione da parte del mercato di livelli estremamente elevati di spesa degli hyperscalers e di investimenti nei chip è stata progressivamente normalizzata durante l'attuale ciclo di capex. Tuttavia, considerando l'aumento dell'offerta di credito e i suoi effetti sugli altri segmenti obbligazionari, la responsabile della strategia creditizia di BofA ritiene importante definire dei limiti di sicurezza intorno alle emissioni legate all'AI.

Nel rapporto vengono riconciliate le aspettative di capex derivanti da TAM top-down, pipeline bottom-up e fondamentali dei singoli emittenti, consolidando diverse narrative interne ed esterne al fine di quantificare:

- le aspettative di Capex sulla base della capacità annunciata;
- la ripartizione delle spese tra finanziamento delle GPU e altri tipi di investimenti IT;
- il fabbisogno futuro di finanziamento tramite debito.

Il rapporto offre quindi un quadro particolarmente completo dell'universo degli investimenti nell'AI e della sua rapida evoluzione.

Principali conclusioni

Le stime relative all'espansione dei data center negli Stati Uniti nei prossimi cinque anni presentano un intervallo molto ampio: da 48-91 GW secondo gli elenchi bottom-up delle pipeline dei data center fino a 115 GW nei modelli basati sulla domanda di chip. I costi di costruzione per GW variano tra 25 e 50 miliardi di dollari/GW.

Le matrici costruite sulla base di questi intervalli producono quindi una notevole dispersione dei possibili risultati. La stima di base di BofA per la spesa cumulativa in capex legata all'AI dal 2026 al 2030 è pari a 5.000 miliardi di dollari, includendo inflazione e capex di manutenzione; nello scenario di forte crescita, la cifra sale a 7.700 miliardi di dollari.

La componente incrementale della costruzione (growth capex) è stimata in 3.000 miliardi di dollari sui 5.000 miliardi complessivi. Di questi, la spesa IT è stimata in 2.100 miliardi di dollari, mentre la sola componente relativa ai chip potrebbe raggiungere 1.400 miliardi. È soprattutto in quest'area che sarà necessario reperire capitale aggiuntivo.

Gli otto maggiori operatori del settore AI dovrebbero generare 6.600 miliardi di dollari di OCF nel periodo 2026-2030, a fronte di capex complessivi per 6.900 miliardi di dollari, compresa la spesa non legata all'AI. Ne deriva un deficit di finanziamento pari a 300 miliardi di dollari verso gli anni '30.

La dispersione sottostante rimane tuttavia elevata. Sulla base delle stime di consenso, i quattro emittenti finanziariamente più solidi possono sostanzialmente autofinanziare la propria espansione, generando 5.500 miliardi di dollari di OCF a fronte di 5.200 miliardi di capex. I restanti quattro emittenti presentano invece un deficit di 700 miliardi di dollari in termini di FCF e hanno maggiori probabilità di dipendere da finanziamenti esterni, in alcuni casi supportati da contratti a lungo termine e strutture take-or-pay.

Il deficit, inoltre, non costituisce l'unico elemento che determina il ricorso al finanziamento esterno. Se gli emittenti con deficit di cassa saranno presumibilmente costretti a ricorrere a fondi esterni, anche quelli caratterizzati da liquidità in eccesso potrebbero scegliere questa strada per finanziare altre esigenze, come dividendi/M&A, preservando al contempo la propria flessibilità strategica.

È questa una delle ragioni per cui, apparentemente in modo controintuitivo, gli emittenti di maggiore qualità sono attualmente anche i maggiori emittenti di debito e potrebbero continuare a esserlo.
Nel complesso, BofA stima un fabbisogno di 1.200 miliardi di dollari di finanziamenti esterni destinati al capex dell'AI. L'emissione di debito dovrebbe comprensibilmente rappresentare il canale di raccolta privilegiato, dato il costo relativamente conveniente rispetto al capitale azionario.

Distribuito su cinque anni e tra diversi segmenti dei mercati del credito, un volume di circa 300 miliardi di dollari all'anno viene ritenuto dalla banca ancora gestibile dal punto di vista delle condizioni tecniche del credito, soprattutto se distribuito nel tempo.

Inoltre, fornitori come NVDA e AVGO stanno assumendo sempre più il ruolo di intermediari del credito, sostenendo la domanda oppure collaborando direttamente con i fornitori di capitale attraverso garanzie sul valore residuo e strutture finalizzate a ridurre i costi di finanziamento e garantire l'accesso al debito.

Attesi circa 1.200 miliardi di dollari di emissioni di debito entro il 2030

Questo rappresenta, in ultima analisi, l'aspetto di maggiore rilevanza per gli investitori nel credito: tradurre le stime di Capex nel futuro fabbisogno di debito.

BofA effettua questa analisi confrontando la capacità di generazione interna di fondi con la propensione alla spesa degli emittenti destinati a sostenere gli investimenti più rilevanti nell'espansione AI/cloud: i principali hyperscalers (Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Oracle, SpaceX), insieme ai neocloud (Coreweave, Nebius).

Finanziamento interno vs esterno

Il consenso Bloomberg per il periodo 2026-2028 colloca il flusso di cassa operativo (OCF) combinato di queste otto società a 3.300 miliardi di dollari, contro capex complessivi pari a 3.700 miliardi (capex AI pari a 2.900 miliardi), implicando un fabbisogno netto di finanziamento di 400 miliardi di dollari nei prossimi tre anni.

Estendendo le stime fino al 2030, l'OCF complessivo sale a 6.600 miliardi di dollari e il capex totale a 6.900 miliardi. La stima di 5.000 miliardi di capex AI sopra riportata costituisce una componente dei 6.900 miliardi di capex complessivi, che comprendono anche investimenti non legati all'AI; il deficit rimane pertanto pari a 300 miliardi di dollari.

Aggiungendo il finanziamento necessario per dividendi, riacquisti di azioni proprie e M&A – spese discrezionali ma che probabilmente continueranno tra gli emittenti di alta qualità – il fabbisogno complessivo di fondi sale a 800 miliardi di dollari.

Il deficit non è l'unico fattore che determina il ricorso al finanziamento esterno

Il deficit non costituisce tuttavia l'unica determinante del fabbisogno di finanziamento esterno. Altri elementi potrebbero infatti contribuire a incrementare l'offerta di debito.

- Dispersione: il deficit headline raggiunge 300 miliardi di dollari perché una parte del gruppo compensa l'altra. Le stime di consenso Bloomberg indicano che i quattro grandi emittenti – Amazon, Alphabet, Meta e Microsoft – saranno net FCF positive nel periodo 2026-2030, con un OCF complessivo di 5.500 miliardi di dollari, superiore ai rispettivi fabbisogni di capex pari a 5.200 miliardi. Gli emittenti rimanenti – SpaceX, Oracle, CoreWeave e Nebius – presentano invece fabbisogni di finanziamento esterno più significativi, con capex stimato a 1.700 miliardi di dollari, nettamente superiore alla generazione di OCF pari a 1.000 miliardi.

È anche in quest'area che gli investitori mostrano maggiore cautela, determinando un aumento dei costi di finanziamento e richiedendo garanzie strutturali, quali accordi take-or-pay e contratti di capacità a lunga scadenza, per finanziare gli investimenti degli emittenti.

- Conservazione della liquidità: nonostante siano FCF positive, le società di alta qualità sono state anche i maggiori emittenti di debito. Ciò è probabilmente riconducibile alla loro capacità di sostenere il costo della cedola per preservare la liquidità di bilancio e mantenere maggiore flessibilità strategica futura.

- Altre esigenze di spesa: come già evidenziato, devono essere considerate anche ulteriori necessità finanziarie, tra cui dividendi, riacquisti di azioni proprie e M&A, per un totale cumulativo di 500 miliardi di dollari.

- Le stime sull'OCF possono cambiare: le stime del deficit sono altamente sensibili alle proiezioni sull'OCF dei quattro maggiori emittenti. Se l'OCF risultasse inferiore di appena il 5%, l'entità del fabbisogno complessivo di finanziamento aumenterebbe di 300 miliardi di dollari, considerando l'elevata dimensione dei valori di partenza.

Nel complesso, questi fattori indicano un fabbisogno cumulativo di finanziamento esterno compreso tra 1.200 e 1.500 miliardi di dollari: 500-800 miliardi da parte degli emittenti di alta qualità e 700 miliardi da parte di quelli più marginali.

Azioni vs debito

La scelta tra finanziamento tramite debito e capitale azionario dipende essenzialmente dal relativo costo. Con un costo del debito degli hyperscalers intorno al 5% al netto delle imposte, rispetto a un costo del capitale azionario superiore al doppio, pari all'11%, BofA prevede che il debito rimanga il canale di raccolta privilegiato nel prossimo futuro, fatta eccezione per alcuni casi specifici, come Oracle, il cui costo del debito è aumentato significativamente nelle ultime settimane.

Se l'intero fabbisogno di finanziamento esterno venisse soddisfatto attraverso il debito, ciò si tradurrebbe in circa 300 miliardi di dollari all'anno di nuova domanda sui mercati del credito, con un possibile aumento fino a 500 miliardi nel breve termine qualora il ritmo della spesa dovesse mantenersi sui livelli recenti.

Poiché una quota significativa di questo finanziamento tramite debito rimane opportunistica ed è guidata dagli emittenti di maggiore qualità, il livello e il costo del debito possono continuare a rimanere sotto controllo. Oltre una determinata soglia, tuttavia, il finanziamento attraverso il debito cesserebbe di essere economicamente conveniente e un emittente potrebbe rivolgersi a mercati alternativi (azioni, convertibili) oppure ridimensionare o abbandonare completamente i propri programmi di Capex.

Questo costituisce un importante meccanismo di feedback nei mercati efficienti, del quale si è osservato un esempio nel turbolento andamento degli spread sull'AI a luglio, che ha determinato una sospensione dei programmi degli emittenti intenzionati a collocare ulteriore debito.

Ciò implica inoltre che il capitale probabilmente non rappresenta il principale collo di bottiglia per lo sviluppo dell'AI. I principali vincoli al ritmo dell'espansione potrebbero invece derivare da fattori fisici e normativi.

Outflows e tassi in crescita

Sempre in BofA, Ioannis Angelakis sintetizza un'ulteriore criticità: le tensioni sul mercato dei tassi stanno avendo un impatto diretto sulla solidità dei flussi verso i mercati obbligazionari.

La scorsa settimana i fondi obbligazionari governativi, monetari e high-yield hanno registrato deflussi. Sebbene siano ripresi gli afflussi nei fondi high-grade, nell'attuale contesto permane scetticismo sulla possibilità che questa dinamica possa proseguire in presenza di una maggiore volatilità dei tassi.

Sebbene la volatilità dei tassi sia diminuita la scorsa settimana, negli ultimi due giorni è tornata a crescere significativamente. Tale sviluppo difficilmente può essere considerato favorevole ai flussi verso i fondi di credito.

La volatilità dei tassi agli attuali livelli di circa 90 punti (per l'indice SMOVEU3M) non favorisce infatti i flussi verso asset più rischiosi, come il credito, rispetto a quelli diretti verso proxy "risk-free", come il debito governativo.

In un contesto nel quale i fondi IG – e in misura crescente anche quelli HY – finanziano circa metà del capex dell'AI, questa dinamica rappresenta una criticità significativa.

GRAFICO RATE_FLOWS

Attenzione al fattore backlog

Un ultimo elemento da monitorare riguarda il backlog. I tre grandi operatori del cloud pubblico – Amazon, Microsoft e Alphabet – dispongono già di un portafoglio ordini complessivo pari a 1,69 trilioni di dollari.

Goldman Sachs calcola che sia necessario convertire in ricavi futuri soltanto circa il 59% di questo portafoglio ordini esistente affinché le società superino la soglia del 15% di ROIC sui rispettivi investimenti nell'AI.

Il dibattito sulla sostenibilità della spesa in conto capitale per l'AI assume quindi una prospettiva differente considerando che una parte significativa della domanda necessaria è già presente nel portafoglio ordini.

La prossima variabile da monitorare sarà pertanto proprio questa: verificare se il significativo repricing del mercato obbligazionario, attraverso l'aumento del costo del capitale e condizioni finanziarie più restrittive, finirà per innalzare la soglia di rendimento richiesta agli investimenti nell'AI e modificare la capacità del backlog esistente di giustificare gli attuali programmi di Capex.



Immagine MOVE - **Fonte** Bloomberg

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

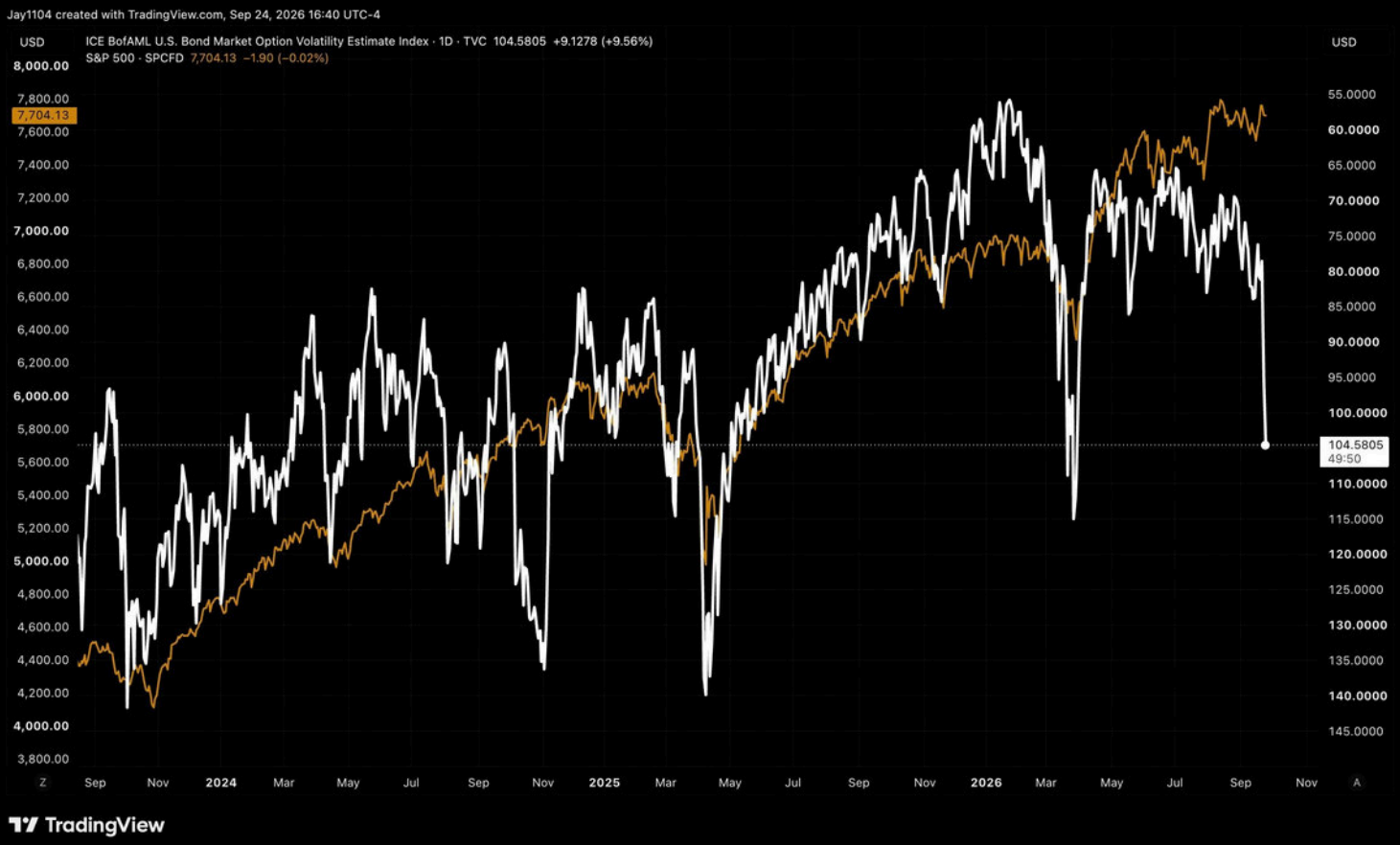


Immagine MOVE 2 - **Fonte** TradingView

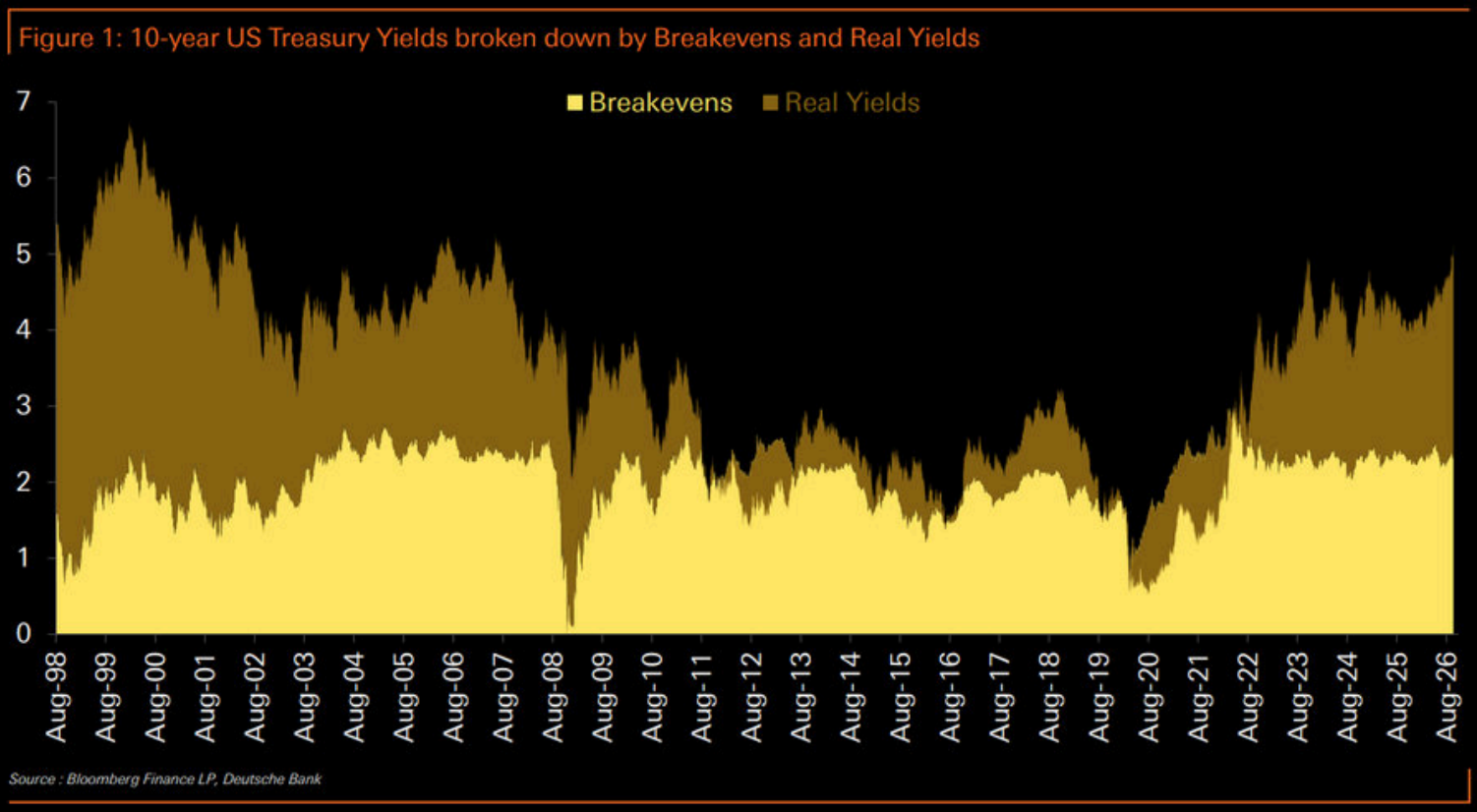


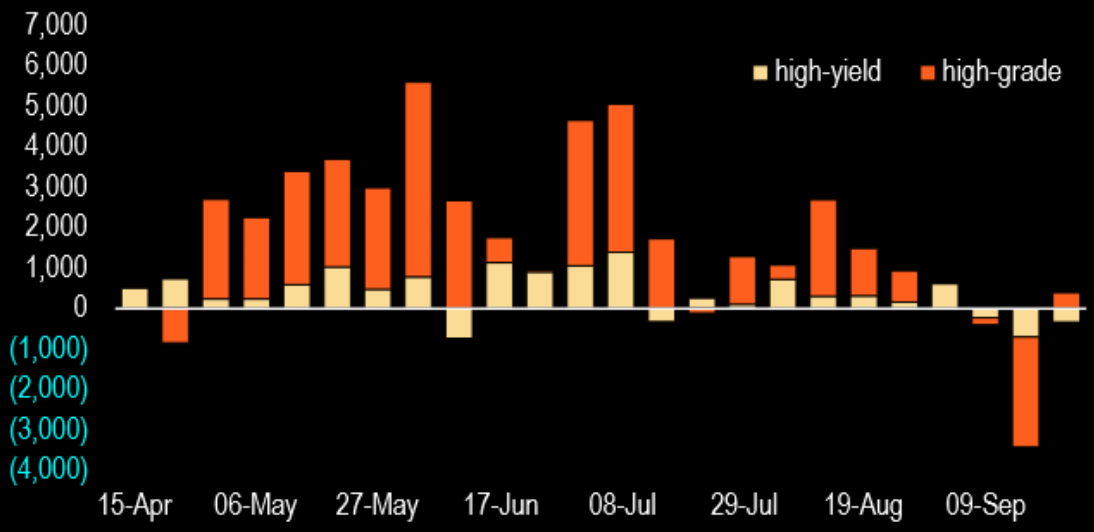
Immagine REAL_YEALDS - **Fonte** Bloomberg/DB

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



Immagine RATES_AVG - **Fonte** The Daily Shot

Exhibit 1: Elevated uncertainty in rates is having a notable impact on flows into credit funds
The higher the level of rates vol, the weaker the flow into credit funds



Source: EPFR Global.

BofA GLOBAL RESEARCH

Immagine RATE_FLOWS - **Fonte** Bank of America

fixed income

Take Away

Selloff obbligazionario globale: Treasury, Gilt, Bund e JGB hanno registrato un forte aumento dei rendimenti, con il Treasury decennale oltre il 5,20% e il 5Y sopra il 5% per la prima volta dal 2007.

Rendimenti reali e tasso neutrale: il rialzo dei rendimenti nominali deriva soprattutto dall'aumento dei rendimenti reali, più che dalle aspettative d'inflazione, indicando un repricing della crescita, della politica monetaria e del tasso neutrale.

Divergenza tra obbligazioni e azioni: mentre il MOVE segnala un forte aumento dello stress obbligazionario, l'S&P 500 rimane resiliente; maggiore debolezza emerge invece nei segmenti azionari più sensibili ai tassi, come il Russell.

AI e crescente fabbisogno di capitale: BofA stima circa 5.000 miliardi di dollari di Capex legato all'AI tra il 2026 e il 2030, con un fabbisogno cumulativo di finanziamenti esterni compreso tra 1.200 e 1.500 miliardi.

Debito come principale fonte di finanziamento dell'AI: il minor costo del debito rispetto all'equity dovrebbe favorire nuove emissioni, potenzialmente per circa 300 miliardi di dollari l'anno, aumentando la concorrenza per il capitale sui mercati globali.

Volatilità, flussi e sostenibilità del ciclo AI: l'aumento della volatilità dei tassi e i deflussi dai fondi obbligazionari potrebbero rendere più difficile finanziare il Capex, mentre il backlog di Amazon, Microsoft e Alphabet rappresenta un importante elemento di supporto alla sostenibilità degli investimenti.

Backlog – Portafoglio di ordini o contratti già acquisiti da un'azienda ma non ancora trasformati in ricavi. Può fornire indicazioni sulla visibilità dei ricavi futuri.

Breakeven inflation – Differenza tra il rendimento di un'obbligazione nominale e quello di un titolo indicizzato all'inflazione con analoga scadenza. Rappresenta una misura delle aspettative d'inflazione incorporate dal mercato.

Buyback dei Treasury – Riacquisto da parte del Tesoro statunitense di titoli di Stato già in circolazione, generalmente finalizzato a migliorare la liquidità e il funzionamento del mercato.

Capex (Capital Expenditure) – Spese in conto capitale sostenute da un'impresa per acquistare, costruire o potenziare attività destinate a produrre benefici nel lungo periodo, come data center, infrastrutture e apparecchiature tecnologiche.

DV01 (Dollar Value of 01) – Misura della sensibilità di un'obbligazione o di un portafoglio a una variazione di un punto base dei tassi d'interesse. Indica quanto cambia il valore dello strumento se i rendimenti si muovono dello 0,01%.

FCF (Free Cash Flow) – Flusso di cassa disponibile dopo aver sostenuto le spese operative e gli investimenti necessari. Indica le risorse che un'impresa può utilizzare per ridurre il debito, distribuire dividendi o effettuare altri investimenti.

Goldman trigger – Soglia individuata da Goldman Sachs relativa alla velocità di aumento dei rendimenti obbligazionari, oltre la quale il movimento dei tassi potrebbe iniziare a incidere significativamente sulla propensione al rischio degli investitori.

Hyperscalers – Grandi società tecnologiche che gestiscono infrastrutture cloud e data center su vastissima scala, sostenendo ingenti investimenti in capacità di calcolo e intelligenza artificiale.

MOVE Index – Indicatore della volatilità implicita del mercato dei Treasury statunitensi. È spesso considerato l'equivalente obbligazionario del VIX.

OCF (Operating Cash Flow) – Flusso di cassa generato dall'attività operativa ordinaria di un'impresa, prima di considerare gli investimenti e alcune operazioni finanziarie.

Rendimento reale (Real Yield) – Rendimento di un investimento al netto dell'inflazione attesa. Un suo aumento implica condizioni finanziarie più restrittive anche quando le aspettative d'inflazione rimangono stabili.

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

SPV (Special Purpose Vehicle) – Società o veicolo giuridico costituito per finanziare o detenere specifiche attività o progetti, spesso separandone rischi e debiti dal bilancio della società promotrice.

Take-or-pay – Contratto con cui un cliente si impegna a pagare una determinata quantità di capacità, beni o servizi anche qualora non li utilizzi interamente, aumentando la prevedibilità dei flussi finanziari del fornitore.

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

VaR (Value at Risk) – Misura utilizzata per stimare la perdita potenziale di un portafoglio entro un determinato orizzonte temporale e con uno specifico livello di probabilità.

ZIRP (Zero Interest Rate Policy) – Politica monetaria caratterizzata da tassi ufficiali prossimi allo zero, utilizzata dalle banche centrali per stimolare credito, investimenti e attività economica.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

abstract



In sintesi

La crescita dei data center negli Stati Uniti sta accelerando la domanda di gas naturale, favorito da disponibilità, costi competitivi e flessibilità nella produzione elettrica 24/7. BloombergNEF stima che entro il 2035 i data center potrebbero richiedere 15 miliardi di piedi cubi di gas al giorno in più, mentre il gas dovrebbe coprire il 69% dell'energia dei nuovi impianti connessi alla rete. La contemporanea espansione delle esportazioni di GNL aumenta ulteriormente la pressione sull'offerta. Sul fronte agricolo, El Niño si combina con prezzi elevati del diesel, scarsità di fertilizzanti e condizioni climatiche avverse in Asia e America Latina. JPMorgan prevede che gli effetti più rilevanti sulla produzione agricola possano emergere dal 1Q27, sebbene le abbondanti scorte accumulate finora abbiano limitato le conseguenze immediate.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il quadro appare favorevole a pressioni strutturali sui prezzi del gas naturale statunitense: la crescita simultanea della domanda proveniente da AI, settore elettrico ed esportazioni di GNL potrebbe richiedere un'espansione produttiva superiore a quella attualmente prevista. Un'offerta insufficiente aumenterebbe il rischio di rialzi dell'Henry Hub, scenario condiviso anche da Wood Mackenzie. Sulle materie prime agricole, il rafforzamento di El Niño potrebbe accentuare progressivamente i rischi per zucchero, cacao, caffè robusta, riso, cotone, semi oleosi, soia e mais. Le scorte disponibili rappresentano ancora un elemento di protezione nel breve periodo, ma il possibile deterioramento dell'offerta nel 2027, insieme ai maggiori costi energetici, potrebbe sostenere i prezzi agricoli e favorire un aumento dell'attività speculativa.

La maggior parte degli sviluppatori di data center mostra una preferenza per la generazione di energia a gas in loco. Le ragioni principali sono due: disponibilità — soprattutto considerando che l'energia nucleare modulare per uso commerciale behind the meter appare ancora distante — e convenienza economica. Una recente analisi di BloombergNEF evidenzia inoltre che il costo marginale di esercizio di un impianto a gas in loco potrebbe risultare inferiore alle tariffe elettriche industriali, rendendo in molti casi la generazione continuativa attraverso asset locali l'opzione economicamente più vantaggiosa.

I costi marginali di generazione dipendono dai prezzi del combustibile e dalle spese operative variabili. BloombergNEF ha quindi modellato il costo marginale di esercizio di motori, turbine e celle a combustibile assumendo, nello scenario intermedio, un prezzo del gas pari a $3.97 per milione di British thermal units. I motori a gas, come quelli prodotti da Wartsila e INNIO, presentano il costo marginale più elevato, pari a $43.2 per megawattora (MWh). Le celle a combustibile, acquistate soprattutto da Bloom Energy, risultano invece le più economiche da mantenere in funzione, con un costo di $21.5/MWh, grazie alle elevate efficienze termiche e al più basso costo operativo variabile.

Queste dinamiche sembrano essere state pienamente recepite dal settore statunitense dei data center, determinando una forte crescita nell'utilizzo del gas naturale per alimentare un'industria che, a sua volta, riveste un ruolo fondamentale nel sostenere l'attuale espansione dell'AI. Questo conduce a un ulteriore dato particolarmente rilevante: secondo una nuova previsione di BloombergNEF, entro un decennio i data center negli Stati Uniti consumeranno più gas naturale della maggior parte dei Paesi.

Il consumo di gas destinato alla produzione di elettricità per i data center dovrebbe aumentare di 15 miliardi di piedi cubi al giorno nei dieci anni fino al 2035, anche considerando che molti dei progetti attualmente pianificati non saranno mai effettivamente realizzati, secondo BloombergNEF. Si tratta di un volume superiore all'attuale consumo di gas di tutte le nazioni ad eccezione di Cina, Russia, Iran e degli stessi Stati Uniti, sulla base dei dati della US Energy Information Administration.

La nuova stima è inoltre più che doppia rispetto alla precedente previsione formulata da BloombergNEF a dicembre, pari a 6.9 miliardi di piedi cubi al giorno.

Il rapporto rappresenta un'ulteriore conferma di quanto lo sviluppo futuro dell'AI sia strettamente connesso al consumo di grandi quantità di combustibili fossili, creando una crescente convergenza tra le ambizioni delle Big Tech e quelle dell'industria tradizionale del petrolio e del gas. In questo contesto, come discusso nel fine settimana, un'eventuale vittoria democratica alle elezioni di metà mandato potrebbe tradursi in un quadro normativo e politico significativamente più restrittivo per gli sviluppatori di data center.

L'abbondanza e il basso costo della produzione di gas naturale negli Stati Uniti, insieme alla capacità delle centrali a gas di modulare rapidamente la produzione in funzione delle necessità dei data center operativi 24/7, rappresentano elementi fondamentali alla base della previsione secondo cui il gas dovrebbe fornire il 69% dell'energia necessaria ai nuovi data center connessi alla rete, secondo BloombergNEF.

L'ondata di nuovi progetti destinati ad alimentare il boom dell'AI rende il settore elettrico il secondo maggiore motore della crescita della domanda di gas negli Stati Uniti nel decennio fino al 2035, immediatamente dopo l'incremento della domanda derivante dai nuovi terminali di esportazione di gas naturale liquefatto che entreranno in servizio sulla costa del Golfo degli Stati Uniti, secondo le previsioni.

Il consumo di gas del settore elettrico dovrebbe raggiungere 54 miliardi di piedi cubi al giorno entro il 2035, rispetto ai 18 miliardi di piedi cubi al giorno del 2025, mentre la domanda di gas riconducibile alle esportazioni di GNL dovrebbe aumentare di 21 miliardi di piedi cubi al giorno.

Naturalmente, considerata l'incertezza relativa all'evoluzione del boom dell'IA nel prossimo decennio, i margini di errore associati alle previsioni di BloombergNEF sul consumo di gas dei data

center rimangono particolarmente ampi, sia al rialzo sia al ribasso, come ha osservato Henry Eaton, analista del mercato del gas presso BloombergNEF e autore principale del rapporto. Le stime sulla domanda di energia, ha precisato Eaton, non sono certamente contenute, ma non rappresentano neppure le proiezioni più elevate formulate a Wall Street.

Ciò premesso, la crescita simultanea della domanda di gas proveniente dai data center dedicati all'AI e dagli impianti di esportazione di GNL rappresenta una sfida particolarmente significativa per i produttori statunitensi. Secondo le previsioni, questi ultimi dovrebbero aumentare la produzione di gas di 35 miliardi di piedi cubi al giorno tra il 2025 e il 2035, ma sarebbero necessari ulteriori 11 miliardi di piedi cubi al giorno per soddisfare integralmente la domanda prevista. Qualora tale incremento dell'offerta non si concretizzasse, ne deriverebbero significative pressioni al rialzo sui prezzi del gas naturale.

Il rapporto di BloombergNEF si inserisce pertanto in un crescente orientamento rialzista sul gas naturale statunitense, sostenuto dall'espansione dei data center e del GNL, oltre che dai timori che alcune delle aree più produttive dei principali giacimenti di gas degli Stati Uniti possano progressivamente esaurirsi a seguito dell'intensificazione delle attività di perforazione da parte degli operatori.

Richiamando gli stessi fattori, Wood Mackenzie ha dichiarato a luglio che il decennio caratterizzato da prezzi contenuti del gas Henry Hub si sta avviando alla conclusione, facendo riferimento all'hub di scambio tramite gasdotto in Louisiana che rappresenta il benchmark statunitense per il gas naturale. La società di analisi ha previsto che la domanda di gas del settore elettrico aumenterà di 17 miliardi di piedi cubi al giorno entro la metà degli anni 2030, una stima pressoché coincidente con quella di BloombergNEF, pari a 18 miliardi di piedi cubi al giorno.

EL NIÑO E LA FOOD SUPPLY CHAIN

Le preoccupazioni di Wall Street relative a El Niño e alle crescenti pressioni sulle catene di approvvigionamento alimentare stanno aumentando. Gli analisti di JPMorgan hanno avvertito venerdì che il rafforzamento di El Niño sta interagendo con le carenze globali di diesel e fertilizzanti, con gli effetti più significativi sulla produzione agricola attesi nel primo trimestre del 2027.

Secondo Tracey Allen, responsabile delle materie prime agricole di JPMorgan, il settore deve confrontarsi contemporaneamente con prezzi del diesel su livelli storicamente elevati, interruzioni geopolitiche dei flussi commerciali, carenze di fertilizzanti, siccità in Europa e una stagione primaverile di crescita negli Stati Uniti inferiore alle condizioni ottimali. Nel complesso, i mercati agricoli si trovano quindi ad affrontare numerosi fattori di criticità, dei quali El Niño rappresenta soltanto uno. I suoi effetti sulla produzione agricola stanno appena iniziando a manifestarsi, mentre l'impatto massimo è atteso a partire dal 1Q27.

La concomitanza di questi fattori ha iniziato a delinearsi quando El Niño è emerso durante l'estate, approssimativamente nello stesso periodo in cui hanno iniziato a manifestarsi le tensioni sul mercato dei prodotti raffinati. Finora gli effetti iniziali di El Niño sull'agricoltura sono rimasti limitati, ma dovrebbero diventare più pronunciati all'inizio del prossimo anno, secondo Allen.

L'analista ha richiamato le previsioni della NOAA, secondo cui l'intensità di El Niño dovrebbe raggiungere il proprio picco intorno a novembre, con una probabilità del 90% che si verifichi un evento molto forte durante l'autunno e l'inverno dell'emisfero settentrionale.

Allen ha inoltre evidenziato come la siccità e la diffusione degli incendi nelle regioni indonesiane dedicate alla coltivazione della palma stiano mettendo a rischio i rendimenti produttivi. Parallelamente, la siccità nel Sud-est asiatico ha alimentato preoccupazioni riguardo ai raccolti di caffè robusta, cacao e canna da zucchero thailandese.

In India, secondo l'analista, le precipitazioni associate al monsone di sud-ovest risultavano inferiori di circa il 15% rispetto alla loro media di lungo periodo. La riduzione della produzione di etanolo derivato dalla canna da zucchero ha contribuito ad attenuare l'impatto della debole produzione di canna da zucchero sulle disponibilità di zucchero, ma stanno emergendo nuovi e crescenti rischi per la produzione di riso, cotone e semi oleosi.

Il Brasile deve invece confrontarsi contemporaneamente con precipitazioni eccessive e condizioni di siccità. Nel nord del Paese, la siccità rappresenta una minaccia per il cacao, mentre nelle regioni centrali le condizioni di aridità interessano le aree di coltivazione della soia e del mais di secondo raccolto. Le precipitazioni eccessive nel Centro-Sud stanno inoltre ritardando il raccolto della canna da zucchero e potrebbero determinare una riduzione della produzione di zucchero. Condizioni più umide rispetto alla norma stanno infine complicando la semina della soia nella parte settentrionale dell'Argentina.

Il Bloomberg Agriculture Spot Index è salito quest'anno sui massimi del 2023, riflettendo le aspettative di un restringimento delle catene di approvvigionamento alimentare nel prossimo anno. Un elemento favorevole è rappresentato dalle abbondanti scorte ereditate dalla stagione precedente, che finora hanno contribuito ad attenuare gli effetti di breve periodo sui mercati fisici dei prodotti alimentari.

Jason Hunter, responsabile della strategia tecnica di JPMorgan, ha osservato che il JPMCCI Agricultural Index ha raggiunto ad agosto i massimi pluriennali, sottolineando che eventuali ritracciamenti significativi potrebbero trovare nei precedenti livelli di breakout nuovi livelli di supporto.

Nel corso dell'estate, numerose analisi di Wall Street hanno evidenziato i rischi per le catene di approvvigionamento alimentare nel prossimo anno, derivanti dalla concomitanza tra El Niño e le tensioni sul mercato energetico. Secondo Hunter, tali segnali di rischio stanno progressivamente aumentando di intensità. In questo contesto, potrebbe crescere anche l'attività speculativa sui mercati delle materie prime agricole.

commodities

Away
ake

Data center e domanda di gas naturale: la rapida espansione dei data center statunitensi, sostenuta dallo sviluppo dell'AI, sta determinando un forte incremento della domanda di gas per la produzione elettrica in loco.

Convenienza della generazione a gas: disponibilità, flessibilità operativa e costi marginali competitivi rendono il gas una delle principali soluzioni energetiche per infrastrutture che richiedono alimentazione continua 24/7.

AI, GNL e pressione sull'offerta statunitense: la crescita simultanea dei consumi dei data center e delle esportazioni di GNL potrebbe richiedere un aumento della produzione superiore alle attuali previsioni, creando potenziali tensioni sul mercato.

Prospettive rialziste per il gas naturale: BloombergNEF e Wood Mackenzie evidenziano il rischio che l'aumento strutturale della domanda, insieme al progressivo sfruttamento dei principali giacimenti, eserciti pressioni al rialzo sui prezzi dell'Henry Hub.

El Niño e rischi per la produzione agricola: siccità, precipitazioni eccessive e incendi stanno interessando importanti aree produttive in Asia e America Latina, aumentando i rischi per cacao, caffè, zucchero, riso, cotone, semi oleosi, soia e mais.

Food supply chain e materie prime agricole: El Niño si combina con prezzi elevati del diesel, carenze di fertilizzanti e tensioni geopolitiche; gli effetti maggiori sono attesi dal 1Q27, con possibili pressioni sui prezzi e un aumento dell'attività speculativa.

Behind the meter (BTM) – Produzione o gestione di energia direttamente presso il luogo di consumo, senza transitare integralmente attraverso la rete elettrica pubblica.

Bloomberg Agriculture Spot Index – Indice che misura l'andamento dei prezzi spot di un paniere di principali materie prime agricole.

British thermal unit (BTU) – Unità di misura dell'energia utilizzata soprattutto nei mercati energetici anglosassoni. I prezzi del gas naturale statunitense sono spesso espressi in dollari per milione di BTU.

Costo marginale di generazione – Costo necessario per produrre un'unità aggiuntiva di energia elettrica. Comprende principalmente il costo del combustibile e le spese operative variabili.

Food supply chain – Insieme delle attività e delle infrastrutture che compongono la catena di approvvigionamento alimentare, dalla produzione agricola alla trasformazione, trasporto e distribuzione.

GNL (Gas Naturale Liquefatto) – Gas naturale raffreddato fino allo stato liquido per facilitarne il trasporto, soprattutto via nave, verso mercati non collegati direttamente tramite gasdotti.

Henry Hub – Principale punto di riferimento per la determinazione del prezzo del gas naturale negli Stati Uniti, situato in Louisiana. I contratti futures statunitensi sul gas utilizzano questo benchmark.

Hyperscaler – Grande operatore tecnologico che gestisce infrastrutture informatiche e data center su scala molto elevata, tipicamente per servizi cloud, AI e gestione di grandi quantità di dati.

JPMCCI Agricultural Index – Indice di JPMorgan utilizzato per rappresentare l'andamento di un paniere di materie prime agricole.

NOAA – National Oceanic and Atmospheric Administration, agenzia federale statunitense che studia clima, oceani e atmosfera e produce, tra l'altro, previsioni sull'evoluzione di fenomeni come El Niño.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR



FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

abstract



In sintesi

Il lancio di Muse di Meta segna un passaggio rilevante per l'AI agentica: gli agenti evolvono da strumenti capaci di generare risposte a sistemi in grado di perseguire obiettivi, effettuare acquisti e gestire transazioni con una supervisione limitata. Muse utilizza Stripe e i tradizionali circuiti di pagamento, dimostrando che l'adozione degli agenti non implica automaticamente un maggiore utilizzo delle criptovalute. Tuttavia, una diffusione su larga scala potrebbe creare una crescente domanda di infrastrutture adatte a milioni di micropagamenti per dati, API, capacità di calcolo e servizi tra agenti. Stablecoin, blockchain ad alto throughput e protocolli come x402 potrebbero rispondere a questa esigenza grazie a regolamenti continui, programmabili, transfrontalieri e a basso costo.

Cosa aspettarsi dal mercato?

L'impatto dell'economia agentica sulle criptovalute dipenderà soprattutto dalle infrastrutture che gli agenti utilizzeranno realmente. Lo scenario rialzista comprende una maggiore domanda di token utilizzati per il gas, collaterale programmabile, stablecoin e servizi decentralizzati di calcolo, dati, archiviazione e verifica. Nel breve periodo, tuttavia, i principali beneficiari potrebbero essere anche la finanza tradizionale, i circuiti delle carte e gli emittenti di stablecoin. Il passaggio decisivo avverrebbe qualora una quota significativa delle transazioni migrasse verso reti permissionless, perché più economiche, accessibili anche ad agenti privi di personalità giuridica bancaria e maggiormente adatte alla scoperta aperta dei servizi. In questo scenario, i flussi potrebbero concentrarsi sulle infrastrutture effettivamente utilizzate, anziché sui token sostenuti prevalentemente dalla narrativa.

Per due anni, gli agenti AI sono rimasti prevalentemente confinati nei terminali degli sviluppatori, nei progetti pilota aziendali e negli esperimenti on-chain, i cui volumi di transazioni apparivano significativi fino a quando non si analizzava chi stesse effettivamente sostenendo i pagamenti. L'8 settembre scorso, tuttavia, si è verificato un importante cambio di scenario. Muse di Meta rappresenta la prima occasione in cui un'azienda che già raggiunge miliardi di persone ha integrato un agente orientato agli obiettivi all'interno di una conversazione, accanto a Instagram, WhatsApp e al proprio rivenditore di abbigliamento preferito, invitando la «gente comune» ad affidargli la propria casella di posta e la propria carta di credito. Il punto, quindi, non è più stabilire se gli agenti possano agire, ma prendere atto che un'azienda con una distribuzione di massa sta scommettendo concretamente sul fatto che lo faranno.

Mentre l'attenzione si concentra sulle nuove fonti di ricavo che questa economia agentica potrebbe generare a monte e sulle profonde trasformazioni che potrebbe determinare per numerosi intermediari del mondo reale, nell'economia dell'inferenza (come ha evidenziato il guru di Goldman Sachs, Rich Privorotsky) appare più interessante e significativo nel lungo periodo il tempismo del recente rialzo concomitante delle criptovalute.

Muse effettua i pagamenti tramite Stripe, attraverso pagamenti una tantum e garanzie sugli acquisti, e non tramite un wallet. Se il primo agente consumer ampiamente utilizzato effettua transazioni come un acquirente umano mediante una carta di credito, la tesi sull'economia agentica non si traduce automaticamente in una tesi rialzista sul bitcoin. Ciò che Muse riporta al centro dell'attenzione è, piuttosto, la domanda di software capace di effettuare transazioni. Stabilire se tali transazioni continueranno a essere regolate attraverso i circuiti delle carte o migreranno progressivamente verso forme di denaro programmabile costituisce il tema successivo, ispirato da una recente discussione dell'ex gestore di hedge fund Hugh Hendry.

Dalle risposte agli attori

L'AI agentica rappresenta il passaggio da sistemi che producono un output e concludono la propria

attività a sistemi progettati per perseguire autonomamente un obiettivo. Un modello generativo può scrivere un itinerario; un agente può invece prenotare i voli, monitorare le tariffe e contattare l'utente soltanto quando necessita della sua approvazione.

I ricercatori considerano oggi i sistemi agentici come cicli coordinati – percepire, pianificare, agire, controllare, adattarsi – capaci di operare per ore o giorni con una supervisione limitata. Muse ha integrato questo ciclo all'interno di un animale virtuale dall'aspetto amichevole e di un'interfaccia consumer semplice da comprendere: continua a lavorare anche dopo la chiusura dell'applicazione, formula suggerimenti non richiesti e interpreta il reel salvato di una ricetta come una lista della spesa potenzialmente pronta per essere eseguita.

Se gli agenti arriveranno a intermediare una quota significativa del commercio digitale – alcune proiezioni collocano l'attività consumer intermediata dagli agenti nell'ordine di diversi trilioni di dollari entro il 2030 – il numero delle controparti operative ininterrottamente potrebbe superare ampiamente quello degli acquirenti umani presenti online in qualsiasi momento. Muse costituisce quindi un primo test per comprendere se questa scala verrà raggiunta attraverso un numero limitato di grandi piattaforme oppure mediante un mercato più frammentato di agenti capaci di assumere, pagare e regolare transazioni tra loro e con soggetti terzi.

Perché le criptovalute sono ancora coinvolte

Muse dimostra che le persone possono essere disposte a consentire a un software di spendere denaro, almeno quando ciò avviene all'interno di un marchio considerato affidabile e accompagnato da una garanzia. Non dimostra, tuttavia, che ogni agente futuro potrà beneficiare della distribuzione di Meta, dei sistemi di controllo del rischio di Stripe o della presenza di un essere umano legalmente associato a ogni singolo addebito.

Il problema dei pagamenti per gli agenti su scala industriale, tuttavia, non consiste nel trasferire mille

dollari una sola volta, bensì nell'effettuare milioni di pagamenti per dati, inferenza, API, capacità di calcolo e servizi forniti da altri agenti, spesso per importi che i tradizionali circuiti delle carte non sono stati progettati per gestire. Le stablecoin sulle blockchain pubbliche consentono regolamenti continui, oltre i confini nazionali e con costi misurabili in frazioni di centesimo. Protocolli come x402 di Coinbase trasformano inoltre il precedente codice di stato HTTP 402 Payment Required in un paywall leggibile direttamente dalle macchine.

I volumi iniziali rimangono ancora contenuti e una parte significativa della prima ondata di pagamenti degli agenti è stata generata da script e attività speculative, più che da veri acquirenti autonomi. Muse non conferma né smentisce immediatamente questa tesi, ma ne amplia il potenziale (e porta avanti il discorso): se centinaia di milioni di persone si abitueranno a interagire con un agente capace di agire autonomamente, la domanda successiva riguarderà gli strumenti che questi agenti utilizzeranno una volta usciti dal perimetro chiuso di Meta.

Le criptovalute, quasi incidentalmente, sono state progettate per un sistema nel quale le entità possono essere identificate attraverso indirizzi, anziché necessariamente come cittadini. Gli agenti che non possono aprire un conto bancario possono comunque detenere un wallet. Registri di identità, sistemi di spesa limitata alle singole sessioni e marketplace nei quali un agente può individuare e assumere un altro agente sono già in fase di implementazione, poiché il web tradizionale è stato costruito presupponendo la presenza di un essere umano davanti alla tastiera. Muse, invece, presuppone la presenza di un essere umano dietro l'agente.
Lo scenario rialzista per i prezzi si articola attraverso diversi canali distinti.

Primo: la domanda di commissioni. Se gli agenti pagheranno per lo spazio nei blocchi utilizzando token nativi – ether, SOL e altri asset impiegati per il gas – un traffico persistente generato dalle macchine potrebbe tradursi in una domanda effettiva di capitale circolante, e non soltanto in una narrativa di mercato. I micropagamenti agentici stanno infatti iniziando a essere considerati una potenziale «killer application» per le reti di regolamento rapide ed economiche.

Secondo: le garanzie. Gli agenti che detengono titoli di Stato, svolgono attività di market making, riequilibrano rendimenti o depositano garanzie necessitano di collaterale liquido e programmabile. Ciò può ridurre la quantità disponibile degli asset effettivamente utilizzati per queste funzioni.

Terzo: l'infrastruttura adiacente. Calcolo decentralizzato, dati, archiviazione e verifica rappresentano ulteriori componenti dell'ecosistema. Gli agenti che acquistano capacità di inferenza per singola richiesta possono ampliare l'utilizzo delle reti che registrano queste risorse on-chain.

Quarto: la formazione di capitale. Una volta che gli agenti saranno in grado di generare ricavi, potranno anche reinvestirli. Le cosiddette aziende senza esseri umani rimangono, al momento, prevalentemente una tesi accademica e di ricerca; tuttavia, Muse rende il primo passaggio – software in grado di completare lavoro retribuito – meno ipotetico.

Quinto: il consueto ciclo di mercato, composto da narrativa e flussi. Muse ha ampliato significativamente la narrativa relativa all'economia agentica (e ha innescato alcuni flussi). L'ondata del 2024-25 dei token legati agli agenti AI ha mostrato quanto rapidamente i prezzi possano disaccoppiarsi (decouple) dal prodotto sottostante. Il pieno sviluppo del fenomeno potrebbe invertire questo meccanismo: la liquidità seguirebbe i circuiti effettivamente scelti dagli agenti, che finora hanno privilegiato maggiormente blockchain ad alto throughput e stablecoin denominate in dollari rispetto ai token meme.

...Ma il pieno potenziale non è automatico

Muse stesso evidenzia come i primi beneficiari dell'adozione consumer degli agenti potrebbero essere le piattaforme della finanza tradizionale e i circuiti delle carte, insieme agli emittenti di stablecoin, e non necessariamente tutte le principali criptovalute. Come ha evidenziato Privorotsky di Goldman all'inizio di questa settimana, l'AI agentica può generare un valore economico molto significativo pur rimanendo interamente all'interno dei cloud aziendali, con servizi fatturati tramite invoice e regolati attraverso denaro bancario.

Muse rappresenta, su scala consumer, proprio questo possibile percorso.

La questione centrale diventa quindi stabilire se e in quale misura le criptovalute riusciranno a prevalere sul terreno dei pagamenti, qualora una quota significativa dell'attività economica degli agenti dovesse preferire circuiti permissionless: perché marginalmente più economici, perché alcuni agenti potrebbero non disporre di una personalità giuridica riconosciuta presso le banche e/o perché la scoperta aperta dei servizi potrebbe risultare più efficiente rispetto al catalogo di una singola azienda.

È questa la sfida centrale, solo apparentemente prematura.

Muse e la svolta dell'AI agentica – L'ingresso di Meta porta gli agenti AI da progetti sperimentali a strumenti consumer capaci di perseguire obiettivi, effettuare acquisti e gestire attività con supervisione limitata.

Dai modelli generativi agli agenti autonomi – L'AI agentica non si limita a produrre risposte, ma opera attraverso cicli di percezione, pianificazione, azione, controllo e adattamento, potenzialmente per ore o giorni.

Pagamenti degli agenti e ruolo delle stablecoin – La crescita di milioni di micropagamenti per dati, API, inferenza e capacità di calcolo potrebbe favorire infrastrutture programmabili, transfrontaliere e a basso costo, incluse stablecoin e protocolli come x402.

Blockchain come infrastruttura per gli agenti – Wallet, registri di identità, pagamenti programmabili e marketplace tra agenti potrebbero offrire strumenti adatti a soggetti software che non possono necessariamente accedere ai tradizionali servizi bancari.

Possibili benefici per il mercato crypto – L'attività degli agenti potrebbe generare domanda di token per il gas, collaterale programmabile e infrastrutture decentralizzate dedicate a calcolo, dati, archiviazione e verifica.

Adozione agentica non significa automaticamente rialzo delle criptovalute – I primi beneficiari potrebbero essere finanza tradizionale, circuiti delle carte ed emittenti di stablecoin; il potenziale crypto dipenderà dalla quota di attività che migrerà realmente verso blockchain ad alto throughput e circuiti permissionless.

AI agentica – Forma di intelligenza artificiale capace non solo di generare risposte, ma di pianificare ed eseguire autonomamente una serie di azioni per raggiungere un obiettivo, richiedendo un intervento umano solo quando necessario.

Blockchain ad alto throughput – Reti blockchain progettate per elaborare un elevato numero di transazioni in tempi rapidi e con costi contenuti.

Collaterale programmabile – Attività finanziarie utilizzabili come garanzia all'interno di sistemi digitali e gestibili automaticamente attraverso regole definite da software o smart contract.

Economia dell'inferenza – Ecosistema economico legato all'utilizzo operativo dei modelli di AI, in cui risorse computazionali vengono impiegate per elaborare dati e generare risposte, decisioni o azioni.

Gas – Commissione necessaria per effettuare transazioni o eseguire operazioni su alcune blockchain, generalmente pagata attraverso il token nativo della rete.

Market making – Attività che consiste nel fornire continuativamente prezzi di acquisto e vendita su un mercato, contribuendo alla sua liquidità.

Micropagamenti agentici – Pagamenti di importo molto ridotto effettuati automaticamente da agenti AI per acquistare dati, capacità di calcolo, servizi digitali o prestazioni di altri agenti.

On-chain – Termine che indica operazioni, dati o attività registrati direttamente su una blockchain e quindi verificabili attraverso la rete.

Permissionless – Sistema o rete accessibile e utilizzabile senza la necessità di ottenere preventivamente l'autorizzazione di un intermediario centrale.

Stablecoin – Criptovaluta progettata per mantenere un valore relativamente stabile rispetto a un'attività di riferimento, generalmente una valuta tradizionale come il dollaro.

Token nativo – Asset digitale proprio di una specifica blockchain, utilizzato generalmente per pagare commissioni, incentivare il funzionamento della rete o partecipare alle sue attività.

x402 – Protocollo sviluppato da Coinbase che utilizza il codice HTTP 402 "Payment Required" per consentire a software e agenti AI di effettuare pagamenti online in maniera automatizzata e leggibile dalle macchine.



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