MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

8 - 12 DICEMBRE

ANNO 2025



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Indice

Macro 3

Azionario 8

Obbligazionario 20

Commodities 29

Forex e Crypto 29

Disclaimer 36

Contatti 37

8 - 12 Dicembre 2025

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Macro



Abstract



In sintesi

La settimana che porta alla riunione della Federal Reserve è ricca di dati macroeconomici che coinvolgono tutte le principali aree economiche: Giappone, Cina, Europa e Stati Uniti. Tra i più rilevanti figurano PIL, produzione industriale, bilance commerciali, inflazione, indici dei prezzi alla produzione e aste sovrane lungo diverse scadenze. Il quadro è completato dalle decisioni di politica monetaria di Bank of Canada e banca centrale turca, nonché dall'aggiornamento sul mercato immobiliare USA e australiano. Il flusso informativo è tale da fornire ai mercati una lettura aggiornata dello stato dell'economia globale, delle pressioni inflazionistiche residue e delle dinamiche di liquidità.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Gli operatori utilizzeranno questa sequenza di dati per calibrare le aspettative sulle prossime mosse delle banche centrali, in particolare della Federal Reserve e della Bank of Japan. Una lettura debole dei dati asiatici potrebbe rafforzare l'ipotesi di un contesto deflattivo persistente, mentre le aste del debito europeo e statunitense offriranno indicazioni sulla domanda di titoli governativi in una fase di incertezza sulla traiettoria dei tassi. La volatilità potrebbe aumentare avvicinandosi al meeting della Fed, soprattutto se i dati su inflazione e attività reale dovessero discostarsi dalle attese. In generale, il mercato rimarrà guidato dal tema dominante: la valutazione della sostenibilità delle condizioni finanziarie e della liquidità nel sistema globale.

La settimana che conduce alla riunione della Federal Reserve **si apre** con una serie di indicatori provenienti dal Giappone, che i mercati utilizzeranno come riferimento indiretto per valutare la credibilità dell'ipotesi di un rialzo dei tassi da parte della Bank of Japan nella prossima settimana. Sono attesi i dati sul PIL e sulle sue principali componenti, sull'andamento dei prestiti bancari, sul saldo delle partite correnti e sull'Eco Watchers Survey, sia per la situazione attuale sia per le aspettative. In parallelo, la Cina pubblicherà la bilancia commerciale, informazione rilevante per comprendere la persistenza delle dinamiche deflattive.

A seguire, la Germania comunicherà il dato sulla produzione industriale, mentre la Francia proseguirà con le sue consuete emissioni di breve termine, mettendo all'asta BTF a 3, 6 e 12 mesi. Nel pomeriggio, dagli Stati Uniti arriverà il dato sulle aspettative inflazionistiche dei consumatori e una nuova tornata di aste di Treasury Bills a 3 e 6 mesi e di Note a 3 anni.

Martedì 9, l'Australia pubblicherà una serie di indicatori sul mercato immobiliare, potenziali segnali anticipatori dei rischi legati a un eventuale errore di politica monetaria in caso di taglio dei tassi. Il Giappone diffonderà i dati sugli ordinativi di macchinari industriali e terrà aste su titoli di Stato a 6 mesi e 5 anni. La Germania renderà nota la bilancia commerciale, dato un tempo centrale per la sua stabilità macroeconomica e oggi sotto osservazione per misurarne il progressivo rallentamento. La Spagna tornerà sul mercato con aste di Letras a 3 e 9 mesi, mentre sono attesi l'indice dei prezzi al consumo in Messico, il dato JOLTs sulle nuove aperture di business negli Stati Uniti e l'asta del Treasury a 10 anni.

Mercoledì 10 rappresenta la giornata più delicata: in attesa della decisione della Federal Reserve sul costo del denaro, giungeranno i dati sul Producer Price Index di Giappone e Cina e quelli relativi alla produzione industriale di Turchia e Italia. L'Italia sarà inoltre impegnata nell'asta del BOT a 12 mesi, mentre il Regno Unito collocherà Gilt con scadenza 2035. Nel pomeriggio è prevista la pubblicazione del dato sull'inflazione in Brasile, mentre dagli Stati Uniti arriveranno le rilevazioni sui tassi ipotecari a 30 anni e sugli indici relativi ai mutui immobiliari.

A tre ore e mezza dall'annuncio della Federal Reserve, la Bank of Canada comunicherà la propria decisione sui tassi;

contestualmente, il Tesoro canadese collocherà un Bill a 17 settimane. È inoltre atteso il dato sull'inflazione in Russia. La giornata culminerà con la conferenza stampa di Jerome Powell.

Giovedì 11 dicembre, il Giappone collocherà titoli di Stato a 20 anni, mentre la Spagna terrà aste sia su Bonos indicizzati sia su titoli nominali. La Banca centrale turca annuncerà la sua decisione di politica monetaria e pubblicherà i dati sulle riserve valutarie e sui tassi overnight, in un contesto di crescente attenzione alla tenuta finanziaria del Paese. Sempre giovedì sono previsti aggiornamenti sulle operazioni di swap della Cina.

Nel pomeriggio verranno diffuse le bilance commerciali di Stati Uniti e Canada, che nello stesso giorno torneranno sul mercato per finanziare i propri fabbisogni: Washington tramite aste di Bills a 4 e 8 settimane, Ottawa tramite l'emissione del titolo a 2 anni. Particolare rilevanza assume il dato sull'inflazione in Argentina, alla luce dei recenti richiami del Fondo Monetario Internazionale riguardo al livello delle riserve in valuta estera del Paese. La giornata si chiuderà con la pubblicazione del Producer Price Index statunitense in tutte le sue componenti.

Venerdì 12 dicembre si aprirà con l'asta del titolo sudcoreano a 50 anni e del titolo giapponese a 3 mesi, in attesa del dato nipponico sulla produzione industriale. Seguiranno i dati sull'inflazione in Germania, Francia e Spagna e una serie di indicatori macroeconomici dal Regno Unito, tra cui produzione industriale e manifatturiera, PIL e bilancia commerciale. A livello globale sono inoltre attesi: il dato sull'inflazione e sul credito bancario in India, la produzione industriale in Messico, il conteggio dei pozzi petroliferi statunitensi Baker Hughes, le vendite al dettaglio in Canada e, da parte della Cina, i dati relativi al Total Social Financing, alla massa monetaria M2, ai nuovi prestiti in yuan e alle vendite di veicoli.



Pubblicazione in Giappone dei dati chiave (PIL, prestiti bancari, partite correnti, Eco Watchers) che il mercato userà per valutare la credibilità di un eventuale rialzo dei tassi da parte della Bank of Japan.

Dati cinesi di bilancia commerciale e, a fine settimana, aggiornamenti su credito (TSF), M2, nuovi prestiti in yuan e vendite di veicoli: indicatori cruciali per misurare la persistenza della pressione deflattiva.

Produzione industriale in Germania, Italia, Regno Unito, Turchia e Giappone: una cartina di tornasole dello stato dell'economia reale globale.

Aste sovrane in USA, Europa e Asia (Bills, BTF, Letras, BOT, Gilt, titoli giapponesi, canadesi e sudcoreani) che offriranno un termometro immediato della domanda di debito pubblico.

Dati su inflazione e aspettative inflazionistiche in USA, Brasile, Germania, Francia, Spagna, India, Argentina e Russia, fondamentali per definire le traiettorie delle politiche monetarie.

Il fulcro della settimana: la riunione della Federal Reserve, il cui esito sarà influenzato da PPI, mercato immobiliare USA, liquidità del sistema finanziario e contesto macro internazionale.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Azionario



Abstract



In sintesi

La FED si avvicina all'ultimo meeting del 2025 con un'impostazione che il mercato interpreta come favorevole, ma con un margine di incertezza legato alla possibilità che l'istituto stia preparando o anticipando una fase di volatilità. Tre aree appaiono particolarmente sensibili: semiconduttori, banche e materie prime USA, tutte potenziali epicentri di una correzione mirata utile a stabilizzare il sistema della liquidità – esigenza evidenziata anche nelle analisi di UBS. Sullo sfondo, il nodo strutturale dell'obbligazionario e il tema dei debiti sovrani sovradimensionati restano i veri motori di rischio sistemico.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Il quadro complessivo suggerisce una fase di volatilità concentrata e relativamente breve, potenzialmente innescata dalla FED stessa per ristabilire equilibrio nei money markets. OpenAI emerge come caso emblematico delle vulnerabilità presenti sull'azionario: un modello di crescita ambizioso ma con un profilo di costi che ne mette in discussione la sostenibilità, come evidenziato da HSBC. Dopo un possibile "temporale tecnico", il mercato potrebbe ritrovare slancio verso l'inizio del 2026, ma con una selettività molto marcata e una particolare attenzione ai flussi obbligazionari globali, inclusi quelli provenienti dal Giappone, dove la politica monetaria rischia di diventare un ulteriore fattore destabilizzante.

We expect a 25 bps cut in addition to the announcement of RPMs (Reserve Management Purchases) and term repo operations, disse Bank of America. The Fed could buy ~$40 bn of T-bills a month in early 2026, rispose UBS. And pray the market doesn't notice, aggiunge il sottoscritto.

Le attese in vista del board della Federal Reserve di martedì e mercoledì, e dell'intervento conclusivo di Jerome Powell sull'ultima decisione di politica monetaria del 2025, rimangono orientate in senso costruttivo. Un'impostazione "bullish", insomma. Tuttavia, è presente un elemento di incertezza: resta da capire se la FED agirà in risposta ad una prevedibile correzione dei mercati o se, al contrario, intenda generare essa stessa tale dinamica, anticipando criticità già note (come quelle nel mercato dei repo) ma finora minimizzate.

Il rischio è quello di uno stigma operativo, un possibile *"jump the gun"*. Per comprenderne la portata occorre individuare quali segmenti potrebbero fungere da detonatore e quali amplificare eventuali tensioni.

Il capitolo dedicato all'obbligazionario mostrerà come i debiti pubblici ormai fuori controllo (e la loro finanziarizzazione tramite basis trade) rappresentino probabilmente il principale punto di vulnerabilità. Qui, però, ci concentriamo sull'azionario, e quindi sulle dinamiche di prezzo su cui la FED potrebbe fare affidamento per ottenere ciò di cui necessita: secondo la previsione di UBS, puramente un supporto di liquidità, attraverso flussi mirati a stabilizzare la pressione sul collaterale e a ridurre le oscillazioni di stress nei money markets. Una politica, di fatto, di *"front-end liquidity"* come misura monetaria – scenario già visto in passato e plausibile come primo passo.

In questo quadro, tre grafici **(SEMI, BANKS, EQUITY SELLOFF)** delineano altrettanti potenziali epicentri:

Semiconduttori

Il comparto appare vicino a un momento di verità non tanto per dinamiche di domanda e offerta, quanto per il ruolo sistemico esercitato nel sostenere gli indici attraverso le trimestrali.

Banche

L'apertura di un crescente cuneo tecnico lascia intravedere il mese di gennaio 2026 come possibile punto di rottura, coerente con un rischio di sell-off e con quanto previsto da UBS.

Materie prime USA (petrolio, rame, gas naturale)

Il potenziale breakout indica che l'inflazione è lontana dall'essere sotto controllo, nonostante le pressioni per un taglio dei tassi, e richiama dinamiche tipiche degli anni Settanta: un contesto che ben si concilierebbe con una correzione azionaria significativa.

La domanda centrale, a questo punto, è una sola: saranno i mercati azionari a sostenere la FED o sarà la FED a stimolare deliberatamente una reazione dei mercati?

Per il resto, tutto converge sull'obbligazionario. L'azionario, però, non manca di potenziali casus belli che potrebbero agevolare un intervento indiretto come quello ipotizzato da Bank of America: un QE di fatto, ma presentato come semplice gestione delle riserve.

Tra i nomi più esposti si distingue OpenAI. Più di Oracle – nonostante il CDS a 5 anni ormai in forte accelerazione – e più di Nvidia, che beneficia di una capitalizzazione in grado di proteggerla da correzioni ordinarie, rendendola semmai protagonista di eventuali fasi estreme. Paradossalmente, OpenAI appare ancor più critica di MicroStrategy, poiché l'ultima, violenta price action di Bitcoin (oltre 10.000 dollari di escursione in un'ora, con svariate centinaia di miliardi bruciati tra posizioni long e short) evidenzia la fragilità di un asset teoricamente alternativo al sistema "fiat", ma oggi di fatto nelle mani di pochissimi operatori in grado di muovere il mercato.

Perché OpenAI?

La risposta è arrivata direttamente da Sam Altman, che ha annunciato la volontà di competere con Starlink sviluppando un progetto spaziale che includa anche data center. Un'espansione coerente con i suoi costi e le sue ambizioni, ma che evidenzia quanto il modello resti fortemente squilibrato.

I due grafici principali **(OPENAI 1** e **2)**, tratti dal report di HSBC ripreso con rilievo quasi solo dal Financial Times, delineano uno scenario molto netto:

- Spese previste fino al 2029: 488 miliardi di dollari
- Ricavi previsti: 345 miliardi
- Perdita cumulata: 143 miliardi, prima e al netto dei nuovi accordi "circolari" sui data center
- Esposizione potenziale complessiva: 1,4 trilioni di dollari
- Perdita prevista prima del primo dollaro di utile: 140 miliardi

HSBC assume, nello scenario base, che OpenAI raggiunga 3 miliardi di utenti entro il 2030 (44% della popolazione mondiale esclusa la Cina), con un tasso di conversione al pagamento del 10% (oggi 5%). Assume inoltre che l'azienda catturi il 2% del mercato globale dell'advertising digitale e che l'intero settore dell'AI generi 386 miliardi annui.

Eppure, anche in questo best case scenario estremamente favorevole, OpenAI non coprirebbe le proprie spese: il solo divario fra costi di noleggio e cash flow lascerebbe un buco di 207 miliardi di dollari. Di fatto, un modello "benevolo" che ricorda uno stress test facilitato.

Nonostante ciò, il mercato sembra ignorare il report di HSBC e il successivo approfondimento del Financial Times. La ragione di questo "silenzio", come verrà chiarito nella sezione sull'obbligazionario, è strettamente collegata alla struttura finanziaria globale e alle implicazioni incrociate con l'azionario.

Per HSBC, la soluzione è chiara: "OpenAI might need to walk away from data center commitments", confidando nella flessibilità dei grandi partner. Meno capacità, insomma, sarebbe preferibile a una crisi di liquidità.

Il quadro complessivo suggerisce un possibile rally a inizio 2026, ma solo dopo un temporale di consolidamento necessario a "sgombrare l'afa", non dopo una tempesta distruttiva. Ciò implica che esposizione e tempistica vadano calibrate con attenzione: se la FED deciderà di stimolare una reazione del mercato, questa sarà probabilmente breve, ma brusca e concentrata sui segmenti più vulnerabili.

Quanto ai potenziali detonatori, la connessione tra sistema bancario e mercato obbligazionario rimane – come mostrato in precedenza – cruciale. L'ultimo grafico **(JAPAN)** suggerisce che l'epicentro della turbolenza potrebbe non trovarsi negli Stati Uniti, bensì in Giappone, dove una politica monetaria necessariamente aggressiva – rialzo dei rendimenti e indebolimento dello yen – è oggi l'unico argine a un contesto macro in cui l'export nipponico esercita pressione crescente sulla Cina, mentre il finanziamento sul lungo termine diventa sempre più oneroso.

I flussi di capitale in rientro dagli USA che potrebbero colpire Wall Street?

Finora pochi credono all'ipotesi di un quarantennale giapponese al 5% come credibile alternativa al Treasury al 3,3%.

Resta quindi da capire chi possa diventare il prossimo soggetto esposto al "coltello in caduta libera".



Immagine SEMI - **Fonte** TradingView



Immagine BANKS - **Fonte** TradingView

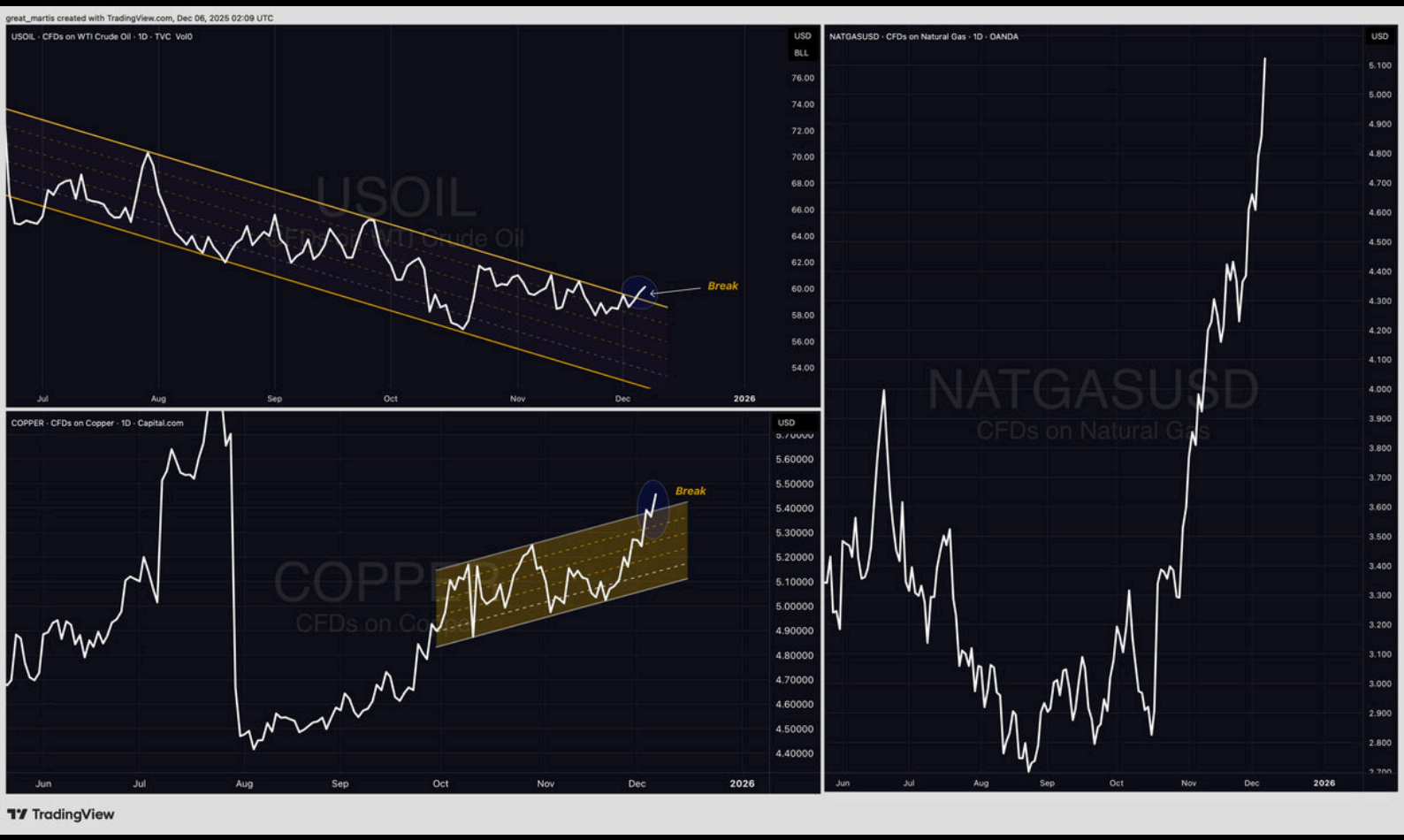
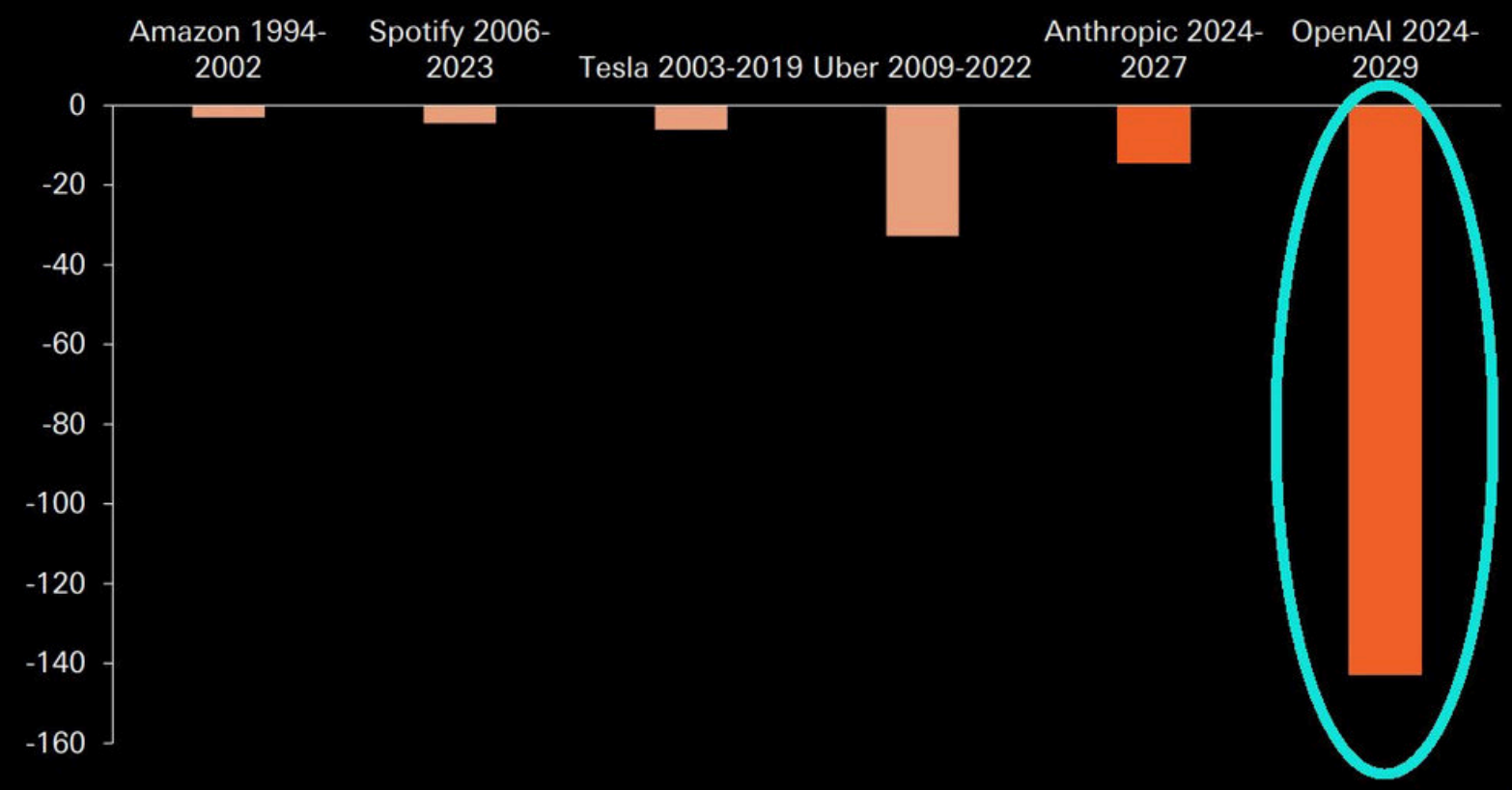


Immagine EQUITY SELLOFF - **Fonte** TradingView

Figure 1: The largest cumulative losses before young/start-up companies turned a profit compared with cash burn for OpenAI and Anthropic based on media reports (USDbn)



Source : Amazon, Spotify, Tesla and Uber data provided by ChatGPT, broadly in line with Bloomberg data; Anthropic and OpenAI estimates reported in the WSJ, citing company projections provided to investors

Immagine OPENAI 1 - **Fonte** Deutsche Bank

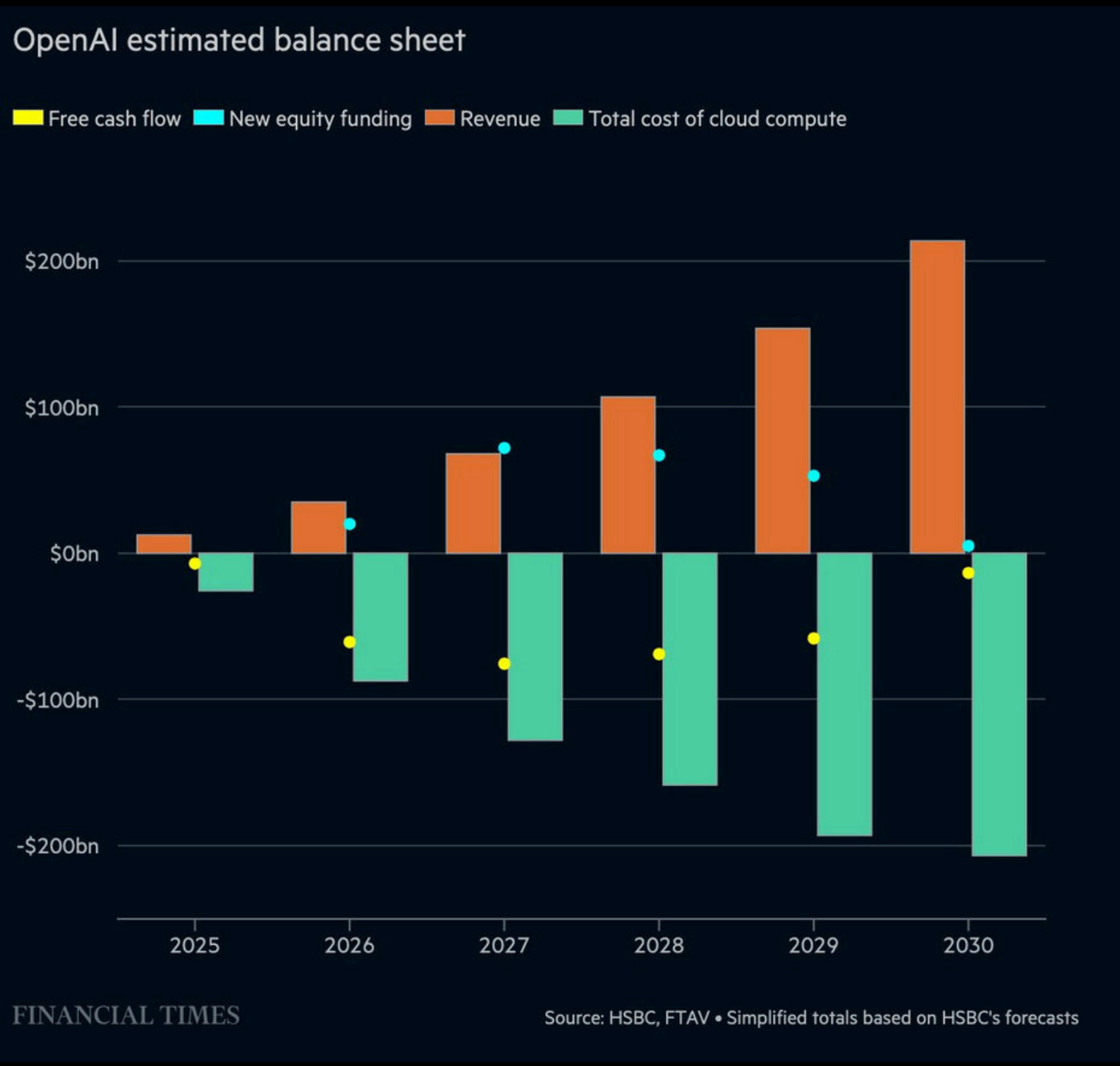


Immagine OPENAI 2 - **Fonte** Financial Times

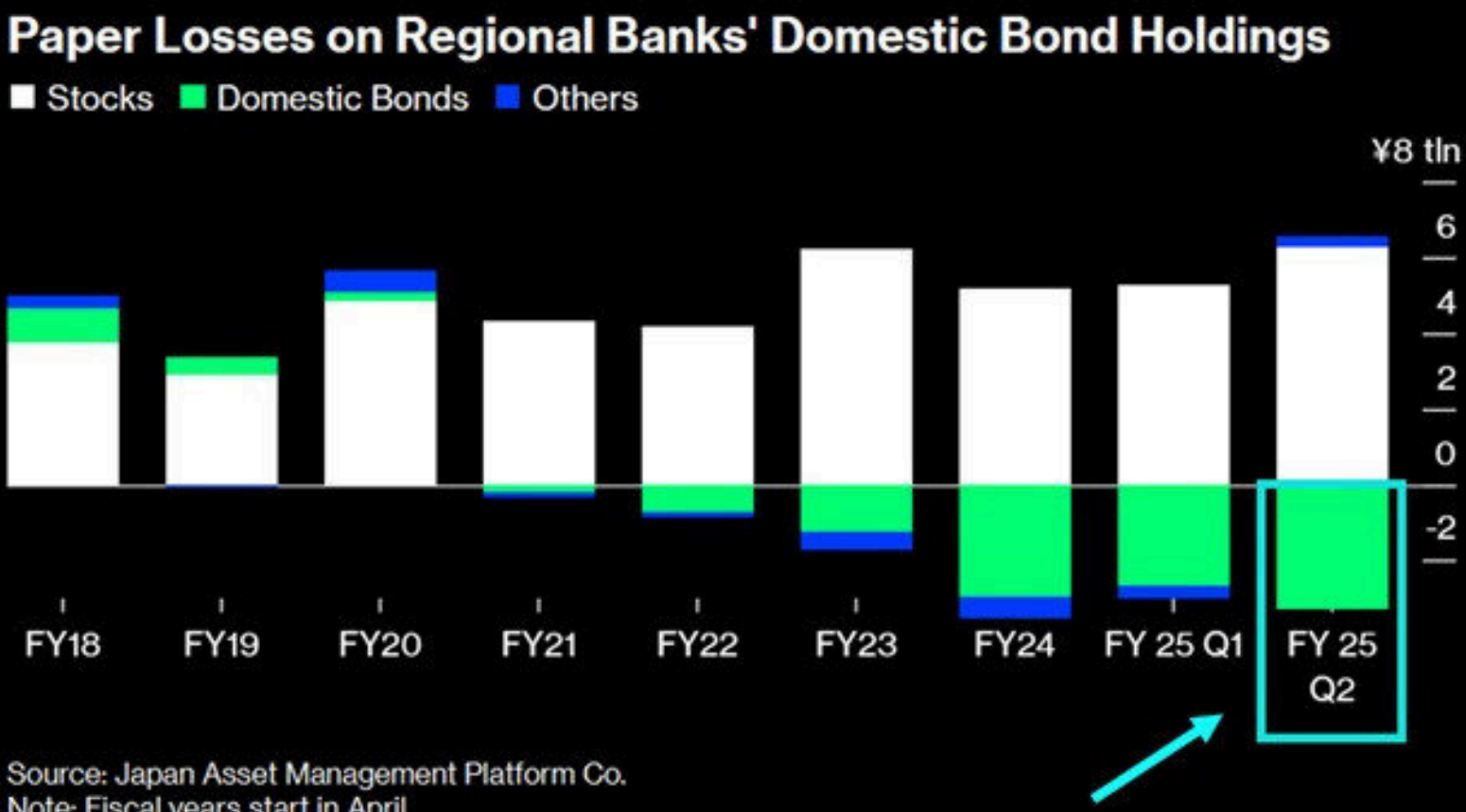


Immagine JAPAN - **Fonte** Bloomberg



FED e liquidità: il meeting di fine 2025 potrebbe includere un intervento mirato sui money markets per stabilizzare la pressione sul collaterale, anche a costo di generare volatilità di breve periodo.

Tre epicentri di rischio azionario: semiconduttori, banche e materie prime USA

Obbligazionario come vero fulcro del rischio: debiti sovrani fuori controllo e basis trade rappresentano la componente sistemica più critica dell'intero quadro macro-finanziario.

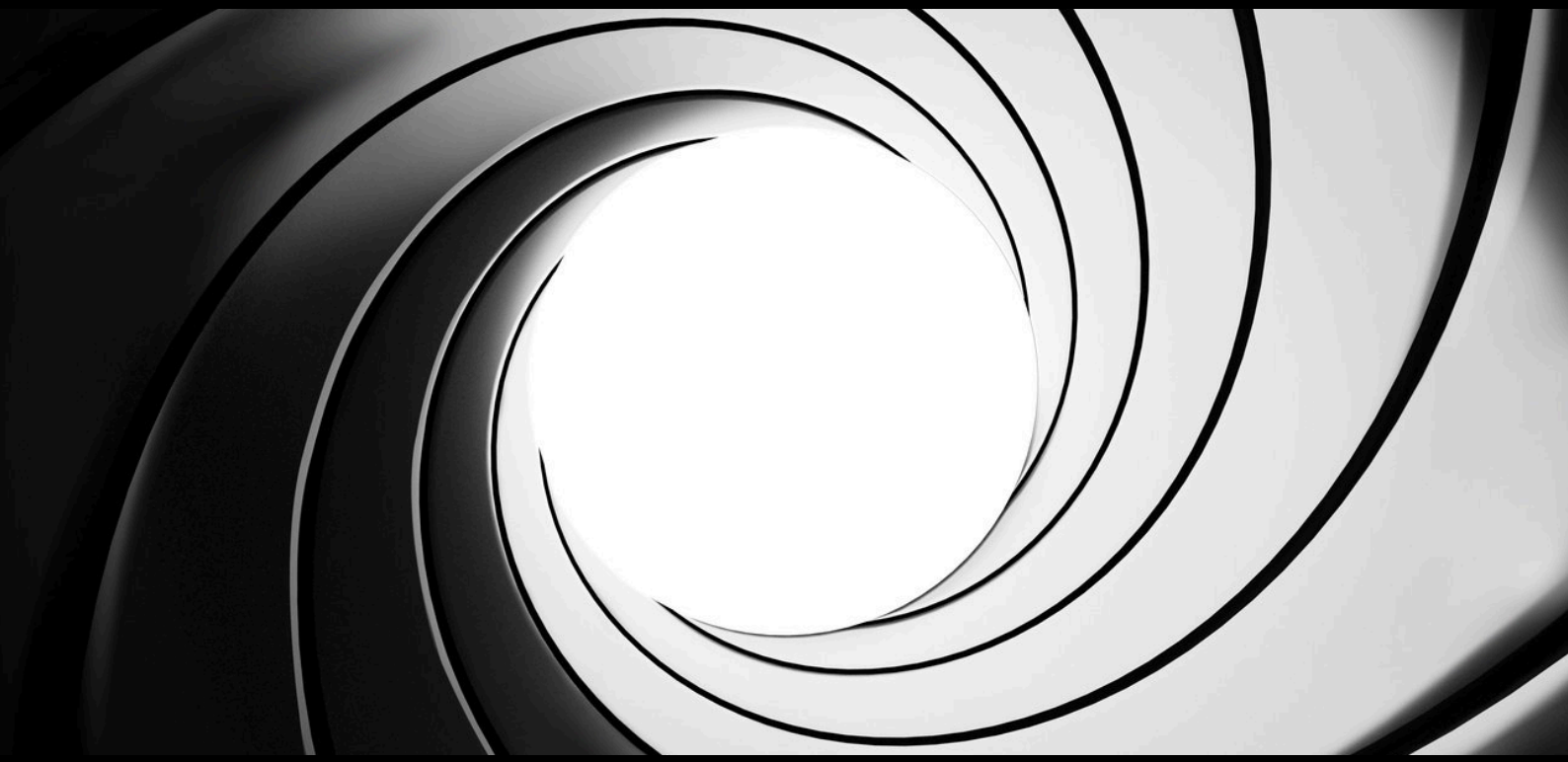
Il caso OpenAI: secondo HSBC il modello economico presenta costi e investimenti sproporzionati rispetto ai ricavi, con perdite potenziali nell'ordine dei 140 miliardi prima di raggiungere la redditività.

Possibile "QE mascherato": la FED potrebbe ricorrere a strumenti tecnici sulla gestione delle riserve che di fatto agiscono come un allentamento quantitativo implicito.

Scenario 2026: probabile rally dopo una correzione tecnica; attenzione ai flussi dal Giappone, dove la politica monetaria aggressiva potrebbe diventare un ulteriore detonatore per la volatilità globale.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Obbligazionario



Abstract



In sintesi

Il quadro che emerge è quello di un mercato finanziario concentrato sull'euforia dell'intelligenza artificiale, mentre le vere fragilità si stanno accumulando nell'obbligazionario. La BIS, la Bank of England e diversi osservatori istituzionali segnalano un crescente utilizzo dei titoli di Stato come collaterale da parte degli hedge fund, spesso per strategie altamente levereggiate come il basis trade. Contestualmente, il debito sovrano delle economie avanzate è in aumento, la durata media delle emissioni si accorcia e anche Paesi tradizionalmente prudenti – come Germania e Regno Unito – stanno ampliando le necessità di finanziamento. A complicare il quadro si aggiunge l'aumento degli attivi illiquidi nei portafogli assicurativi e pensionistici, mentre le autorità riducono i buffer di capitale richiesti alle banche proprio in un momento di maggior fragilità sistemica.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

La combinazione di leva elevata, collaterale basato su titoli sovrani e volatilità potenziale sui rendimenti rende il sistema esposto a shock improvvisi. Un eventuale movimento avverso dei tassi potrebbe infatti generare tensioni rapide e difficilmente gestibili con gli strumenti tradizionali, amplificando gli effetti attraverso il canale repo e i portafogli degli investitori istituzionali. In questo contesto, lo spread BTP-Bund sotto 70 punti base non va letto come un segnale di stabilità, ma come un equilibrio delicato che può cambiare rapidamente. Nei prossimi mesi, sarà fondamentale monitorare Londra, il mercato dei GILTS, le dinamiche sui titoli tech e le implicazioni delle scelte di politica fiscale e regolamentare, senza sottovalutare fenomeni meno visibili ma potenzialmente più destabilizzanti rispetto alla narrativa dominante sull'AI.

Lo spread BTP-Bund è sceso sotto i 70 punti base. In un contesto in cui l'attenzione generale – media compresi – rimane concentrata sull'intelligenza artificiale e sulle valutazioni ormai estremamente elevate del comparto tech, il vero elemento di vulnerabilità potrebbe celarsi altrove: nel mercato obbligazionario.

Un campanello d'allarme arriva dal numero uno della BIS, la Banca per i Regolamenti Internazionali, spesso definita la "banca centrale delle banche centrali". Secondo Pablo Hernández de Cos, infatti, qualcosa di rilevante si sta muovendo sotto traccia, ponendo le basi per un potenziale tail risk. Non si tratta di un esercizio accademico: il suo primo intervento ufficiale è stato un invito ai regolatori affinché impongano fin da subito limiti alla possibilità per gli hedge fund di prendere in prestito titoli di Stato da utilizzare come collaterale.

La motivazione è chiara. Con il debito sovrano delle economie avanzate atteso al 170% del PIL entro il 2050, il numero uno della BIS ha definito le operazioni più aggressive degli hedge fund come *"handing out free gasoline at a bonfire"*.

Parallelamente, il Financial Times ha evidenziato come i fondi pensione britannici – un termometro molto sensibile del rischio sistemico – stiano riducendo l'esposizione ai titoli tech USA, preoccupati da una possibile bolla. Una prudenza coerente con l'avvertimento contenuto in un recente report della Bank of England, il cui abstract recitava: *"The Bank of England warned that a multi-trillion dollar spending boom in artificial intelligence infrastructure financed by debt risks unraveling given materially stretched stock market valuations."*

Il Regno Unito appare oggi come uno dei possibili epicentri delle preoccupazioni della BIS. A livello globale **(JAPAN_UK)**, è in atto una marcata tendenza verso la riduzione della durata media del debito pubblico negoziabile: il benchmark sovrano è sceso ai minimi dal 2014. A guidare questo movimento sono Giappone e Regno Unito.

Altrettanto significativo è quanto emerge dal grafico **(GERMAN_DEBT)**, che evidenzia il nuovo ciclo di emissioni in cui è entrata anche la Germania, tradizionalmente rigorosa con il suo debt brake. La scorsa settimana il Bundestag ha approvato il Budget 2026, che prevede 182 miliardi di euro di emissioni nette nel 2025, contro i 143 miliardi dell'anno precedente. Il debito pubblico tedesco ammonta oggi a 2,73 trilioni di dollari ed è atteso oltre quota 3 trilioni entro due anni. Un cambio di passo rilevante per un Paese percepito come architrave della stabilità fiscale europea.

Ma la vera attenzione rimane su Londra. Il 2 dicembre la Bank of England ha pubblicato un report dedicato non all'AI, ma al basis trade degli hedge fund. Nel solo mese di novembre, infatti, questi operatori hanno preso in prestito oltre 100 miliardi di sterline in GILTS, da utilizzare come collaterale per nuove posizioni d'investimento. Una cifra record nella serie storica. È altamente probabile che tali operazioni siano collegate proprio all'esuberanza dei mercati legati all'intelligenza artificiale, criticata dalla stessa Bank of England pochi giorni prima.

L'interrogativo chiave è semplice: se il mercato dovesse muoversi in direzione opposta alle aspettative, quale sarebbe il destino dei titoli di Stato britannici posti a garanzia? E quali conseguenze ricadrebbero sui bilanci di fondi pensione e assicurazioni che detengono massicce quantità di GILTS per ragioni statutarie e regolamentari?

Il grafico **(ILLIQUID)** illustra una dinamica rilevante tra le compagnie assicurative USA, facilmente estendibile al contesto europeo e soprattutto britannico: gli illiquid assets hanno raggiunto 2,5 trilioni di dollari, pari al 37% del totale. Dieci anni fa erano al 31%. È un livello superiore al pre-Lehman, con margini di capitale ai minimi da vent'anni.

Contestualmente, lo short-term borrowing è aumentato dell'82%, raggiungendo quota 400 miliardi di dollari. Come ha osservato un operatore: *"Investing retirement savings in illiquids while running thinner margins."*

In questo quadro, sorprende che la Bank of England abbia contestualmente ridotto i buffer di capitale richiesti alle banche britanniche, portando il requisito di TIER 1 dal 14% al 13%, dopo un test di resistenza considerato superato. Una decisione che appare in contrasto con la contemporanea definizione dei GILTS come strumenti divenuti strutturalmente più rischiosi e volatili, complici duration risk, liquidity risk e fiscal-solvency risk.

Inoltre, gli stress test si basano su shock "one-off", mentre l'attuale contesto suggerisce un ritorno ciclico di tensioni sul mercato, come dimostrano le recenti turbolenze nelle facilities repo, incluse quelle della stessa Bank of England.

Emblematiche le parole di un gestore: *"In traditional risk frameworks, government debt does not carry ANY risk. How can you substantiate after all we have seen over the past five years?"*

Ancor più rilevante è la dipendenza strutturale da finanziamenti repo a breve termine: la facility settimanale di Short Term

Repo mostra un fabbisogno stabilizzato oltre 80 miliardi di sterline da parte di banche, assicurazioni e fondi. È lecito domandarsi se la riduzione dei buffer non venga percepita come una forma di capitale aggiuntivo utile alla compressione artificiale dello spread.

Concentrarsi esclusivamente sull'AI significa trascurare che l'obbligazionario sta diventando una possibile mina antiuomo del sistema finanziario. Se i rendimenti iniziassero a muoversi in modo repentino nella direzione opposta rispetto alle attese, sarebbe praticamente impossibile contrastare l'impulso con strumenti ordinari.

In scenari di tensione, la distanza geografica garantita dalla Manica potrebbe azzerarsi in poche ore e gli effetti propagarsi rapidamente.

Da qui l'invito alla prudenza di fronte all'entusiasmo per lo spread BTP-Bund sotto quota 70. Domanda: perché, altrimenti, si sarebbe arrivati alla recente e anomala discussione sulla proprietà dell'oro di Bankitalia in sede di emendamenti al DEF, tale da richiedere un intervento irrituale della BCE?

Infine, attenzione al caso MPS e ai possibili sviluppi: lo spread reputazionale conta, soprattutto quando l'incertezza persiste troppo a lungo.



Immagine JAPAN_UK - **Fonte** Bloomberg

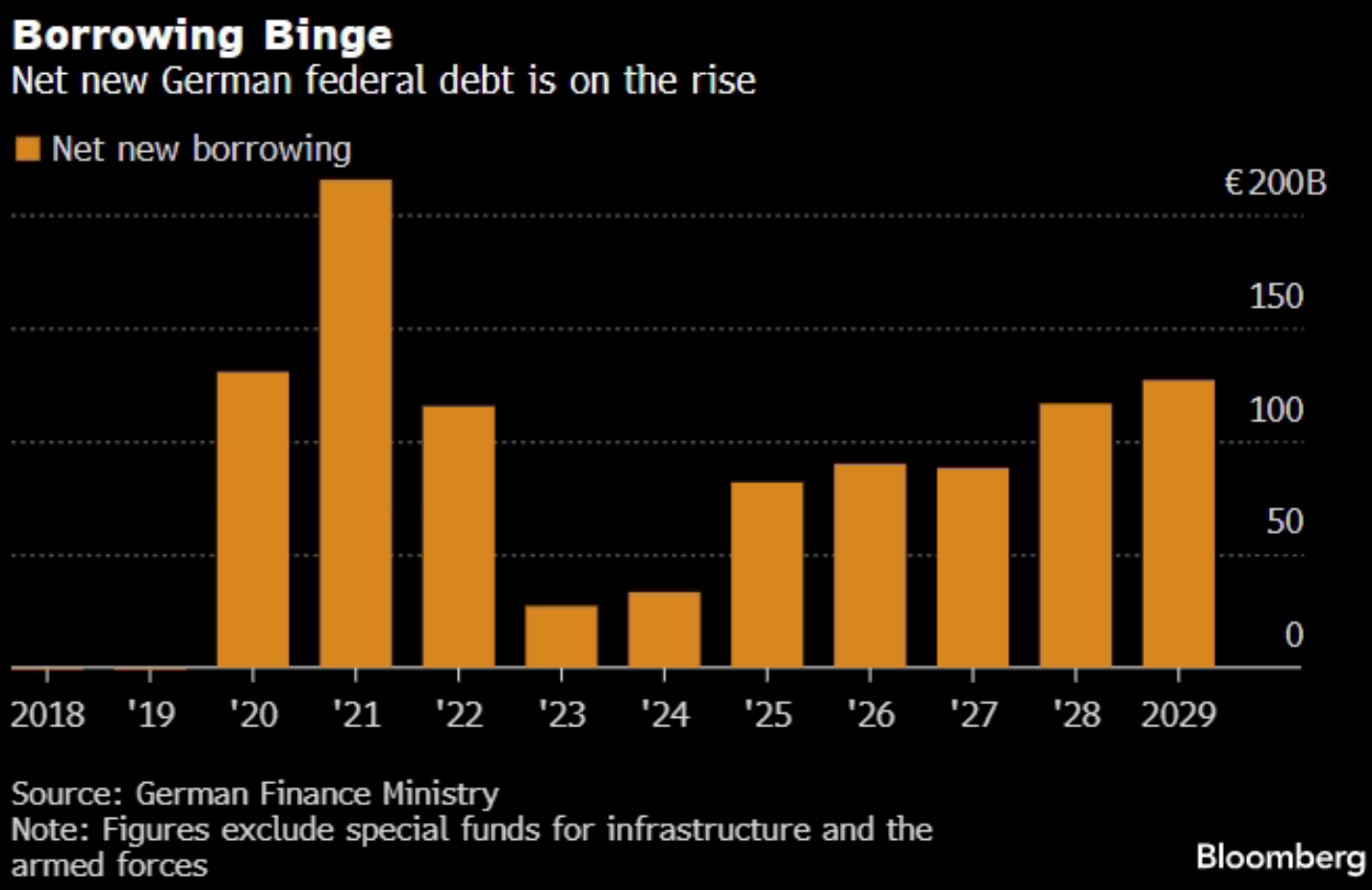


Immagine GERMAN_DEBT - **Fonte** Bloomberg

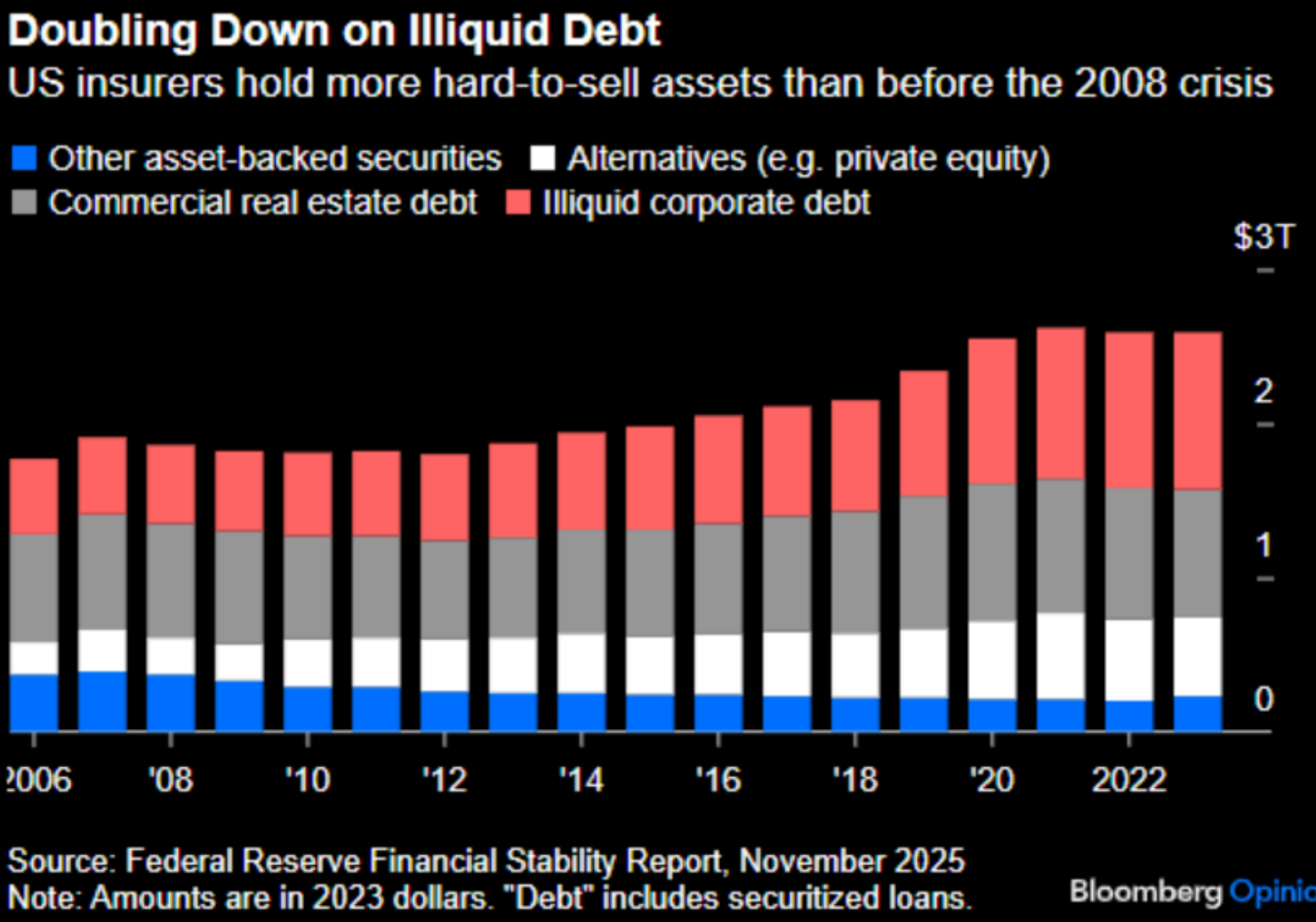


Immagine ILLIQUID - **Fonte** Bloomberg



Rischio sistemico sull'obbligazionario: la uso crescente dei titoli di Stato come collaterale da parte degli hedge fund sta creando un potenziale tail risk sottovalutato dai mercati.

Leva elevata e basis trade nel Regno Unito: a novembre gli hedge fund hanno preso in prestito oltre 100 miliardi di sterline in GILTS, il massimo storico, esponendo Londra a possibile epicentro della prossima instabilità.

Debito sovrano in espansione e maturità in riduzione: Stati come Giappone, Regno Unito e persino Germania stanno accorciando la duration del debito e aumentando le emissioni.

Fragilità di fondi pensione e assicurazioni: con quota elevata di attivi illiquidi e maggiore leva.

Contraddizioni nelle scelte regolamentari: la Bank of England riduce i buffer di capitale mentre definisce i GILTS più rischiosi e mentre aumentano le tensioni nelle facilities repo, segnale di un sistema sotto stress.

Spread BTP-Bund e segnali da non ignorare: il restringimento sotto 70 punti base non è garanzia di stabilità; la disputa sull'oro di Bankitalia o il caso MPS mostrano vulnerabilità reputazionali e politiche che possono incidere rapidamente sui mercati.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Commodities, Forex e Crypto





Abstract



In sintesi

La revoca delle sanzioni USA a Lukoil non è legata ai negoziati sull'Ucraina, bensì alla crescente dipendenza valutaria e finanziaria della Russia dalla Cina. L'emissione del panda bond da 2,6 miliardi di dollari, interamente acquistato da compagnie petrolifere russe perché le banche cinesi non possono operare su Mosca, mostra come gli yuan generati dal commercio bilaterale siano ormai "intrappolati" nel sistema russo. È un segnale geopolitico forte: la Russia ha perso autonomia monetaria mentre la Cina consolida il proprio ruolo nel nuovo equilibrio globale. Nel frattempo, le Banche centrali mondiali accelerano sugli acquisti d'oro, non come rifiuto del dollaro, ma come protezione dal rischio di sanzioni e congelamenti.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

La mossa americana su Lukoil va letta come un messaggio diretto a Pechino, più che a Mosca, in un contesto in cui la weaponization delle materie prime e la gestione delle riserve stanno ridefinendo i rapporti di forza globali. Washington potrebbe concedere ulteriori aperture diplomatiche nei colloqui sull'Ucraina, mentre la Cina si prepara alla "fase due": applicare la stessa strategia all'Europa, in particolare sul fronte delle terre rare. Per i mercati questo si traduce in tre direttrici: crescente domanda di oro come hedge geopolitico, volatilità sulle valute emergenti legate a blocchi politico-commerciali e un progressivo spostamento delle catene strategiche verso settori controllati o influenzati da Pechino. In altre parole, un contesto in cui la geopolitica continuerà a sovradeterminare prezzi, flussi e fiducia degli investitori.

Per quale motivo il 4 dicembre Donald Trump ha revocato le sanzioni a Lukoil, dopo meno di un mese dalla loro introduzione? La scelta non è collegata allo stato dei negoziati per una tregua in Ucraina, che – come riconosciuto da tutte le parti coinvolte – presentano ancora più criticità che progressi e non dispongono di una road map credibile.

Perché, allora, rinunciare a quello che Washington aveva presentato come un elemento di pressione per convincere il Cremlino a negoziare (e cedere)?

La risposta va cercata in un'altra direzione, più significativa.

Tutto parte dal 2 dicembre, due giorni prima della decisione della Casa Bianca. In quella data la Russia ha emesso un bond da 2,6 miliardi di dollari, denominato però in yuan (20 miliardi in valuta cinese). Si tratta, a tutti gli effetti, di un panda bond. Il tema è stato rapidamente ricondotto al filone della cosiddetta de-dollarizzazione, concetto spesso elastico e utilizzato in modo opposto tanto per minimizzare quanto per enfatizzare scenari di "reset" monetario globale.

In questo caso, però, la realtà è diversa. Nessuna quota di quel bond è finita a investitori cinesi. La Borsa di Mosca, infatti, a differenza di Lukoil, resta soggetta a sanzioni, impedendo alle banche cinesi qualsiasi operatività. Qui entra in gioco un equilibrio delicato: le nuove linee rosse che regolano il tacito accordo di convivenza geopolitica tra Stati Uniti e Cina. Per Pechino la priorità è Taiwan; per Washington è limitare l'impatto della de-dollarizzazione.

Chi ha acquistato, dunque, quel panda bond? Aziende petrolifere russe, obbligate a impiegare gli yuan accumulati attraverso il commercio bilaterale post-sanzioni, yuan che non possono utilizzare in altro modo. Una forma di auto-riciclaggio valutario, dagli evidenti risvolti geopolitici.

I numeri aiutano a contestualizzare: nel 2024 il commercio bilaterale tra Cina e Russia ha raggiunto 245 miliardi di dollari, con il 99% delle transazioni regolate in valute locali. Apparentemente, un successo della de-dollarizzazione. Ma quando nel settembre 2024 il tasso repo sullo yuan a Mosca è salito al 212%, le banche cinesi hanno respinto il 98% delle richieste di pagamento provenienti dalla Russia. La Banca centrale russa ha dovuto aprire una linea di emergenza per garantire liquidità in yuan, una valuta che non può essere "stampata" in Russia né ottenuta tramite swap ordinari.

Cosa rivela questo quadro riguardo

all'emissione del panda bond del 2 dicembre e alla successiva decisione statunitense di togliere le sanzioni a Lukoil? Anche considerando che, circa venti giorni prima, Donald Trump aveva già concesso un'esenzione agli acquisti di gas russo per l'Ungheria?

Rivela che le sanzioni hanno reso Mosca non solo fiscalmente dipendente dalla Cina – che, insieme all'India (partner che Vladimir Putin ha appena visitato ufficialmente), costituisce oggi l'architrave dei breakeven energetici russi – ma anche dipendente sul piano valutario. È esattamente questo che Pechino intendeva evidenziare a Washington. Ed è esattamente ciò che Putin non può mostrare alla propria opinione pubblica.

Sul piano globale, il dollaro rappresenta il 56,3% delle riserve valutarie mondiali, una quota ancora elevata ma ai minimi dal 1994. Lo yuan resta fermo al 2%. È la dimostrazione che la de-dollarizzazione rimane, al momento, un'ipotesi più ideologica che reale. Tuttavia, un altro dato merita attenzione: per tre anni consecutivi, le Banche centrali mondiali hanno acquistato oltre 1.000 tonnellate d'oro l'anno, il massimo dagli anni Sessanta.

Questo fenomeno evidenzia un trend chiaro: chi gestisce riserve non sta sostituendo dollari con yuan, ma sta utilizzando l'oro come unica forma di copertura efficace contro il rischio di sanzioni o congelamento dei capitali. Il dibattito tra Mosca, Bruxelles e Francoforte sull'uso dei beni russi per finanziare l'Ucraina rende questo tema ancora più evidente. Un nodo che Pechino vuole controllare, irrigidendo o allentando la presa a seconda delle necessità.

Non sorprende, quindi, quanto rivelato da Reuters il 5 dicembre: le banche cinesi a controllo statale starebbero acquistando dollari per frenare artificialmente l'apprezzamento dello yuan. Una scelta che può essere interpretata come un alleggerimento della tensione o, al contrario, come una violazione silenziosa della red line monetaria americana.

Per Washington, infatti, l'esperimento del panda bond rappresenta una prima vittoria strategica cinese nella weaponization delle materie prime, ben più concreta delle discussioni sulla de-dollarizzazione nei dibattiti online. Una trappola di natura sovrana: la "trappola di Tucidide", declinata su scala finanziaria.

La Russia dispone sì di materie prime ed energia, ma registra per il 2025 un deficit di bilancio di 5,7 trilioni di rubli, cinque volte le stime iniziali, mentre il Fondo sovrano ha perso il 65% dal 2022. In questo contesto, il panda bond rappresenta anche una forma di competizione sui rendimenti: titoli in yuan accessibili alle aziende energetiche che devono riciclare la valuta cinese derivante dal commercio bilaterale, commercio che – al netto del distacco europeo entro due anni e della contrapposizione energetica statunitense – appare destinato a crescere. Esattamente ciò che Pechino desidera.

Prima si allenta il nodo, poi lo si stringe.

Per questo motivo Washington ha voluto inviare un segnale – più a Pechino che a Mosca – tramite la sospensione delle sanzioni a Lukoil. Se, nel caso russo, l'uso delle materie prime come leva geopolitica implica anche una forma di dipendenza monetaria, Pechino può rivendicare un punto decisivo.

Occorrerà quindi prestare attenzione alle dinamiche che emergeranno nei colloqui sulla crisi ucraina. È probabile che Washington sia pronta a concedere ancora molto. E se ciò avverrà, la Cina – che finora ha mantenuto un atteggiamento di totale indifferenza verso il tavolo negoziale – potrebbe passare alla "fase due": applicare un playbook simile all'Europa, questa volta attraverso il controllo delle terre rare.

Non è casuale che Emmanuel Macron abbia guidato una delegazione di circa 40 CEO di aziende strategiche nella recente visita di Stato in Cina. Né è casuale che, come evidenziato dal grafico **(RARE_EARTH)**, gli Stati Uniti abbiano pubblicato un documento di rottura sul fronte della difesa, accompagnato da un attacco diretto all'Europa in merito alla multa a X, definendo l'UE un ostacolo alle libertà americane.

In questo contesto, è lecito chiedersi: siamo certi che la minaccia principale da cui difendersi sia davvero la Russia?

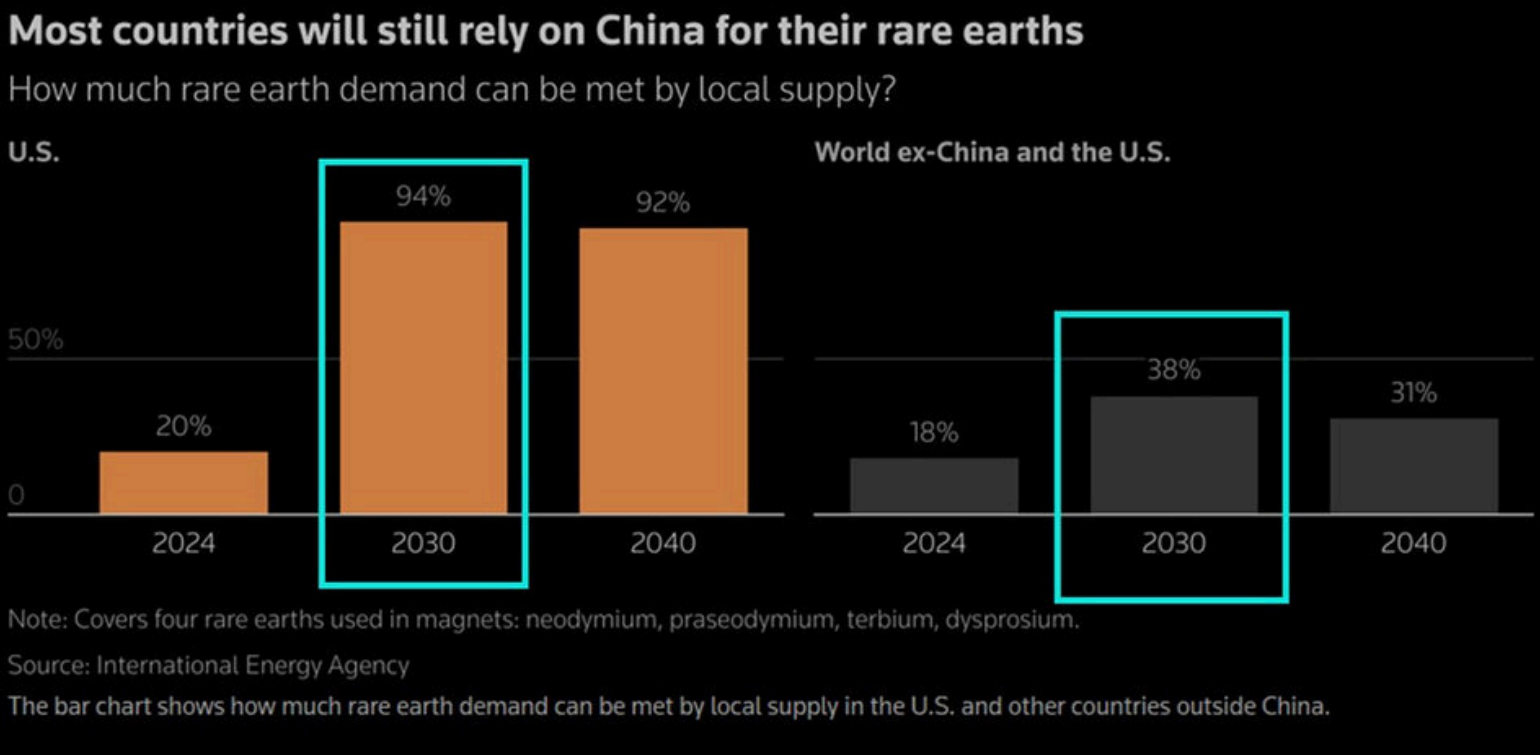


Immagine RARE_EARTH - **Fonte** International Energy Agency



Revoca delle sanzioni USA a Lukoil: decisione non legata ai negoziati sull'Ucraina, ma alla necessità di inviare un segnale strategico alla Cina.

Panda bond russo da 2,6 miliardi di dollari: interamente acquistato da compagnie petrolifere russe, evidenziando l'impossibilità di accesso degli investitori cinesi per via delle sanzioni su Mosca.

Dipendenza valutaria della Russia dalla Cina: gli yuan accumulati nel commercio bilaterale non sono liberamente utilizzabili, creando una forma di "vincolo monetario" che rafforza la posizione di Pechino.

Limiti della de-dollarizzazione: il dollaro resta al 56,3% delle riserve mondiali, lo yuan al 2%; la vera risposta al rischio sanzioni è l'accelerazione degli acquisti d'oro da parte delle Banche centrali.

Weaponization delle materie prime: il panda bond è percepito da Washington come un primo successo cinese nella competizione sistemica sul controllo delle risorse strategiche.

Prossima fase dello scontro geopolitico: Pechino potrebbe applicare all'Europa lo stesso schema utilizzato con la Russia, partendo dalle terre rare, mentre gli USA ridisegnano alleanze e narrative nel confronto con UE e Cina.



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