MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner - CFP®

NEWSLETTER

SETTIMANALE

22 - 26 DICEMBRE

ANNO 2025



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Indice

Macro 3

Azionario 8

Obbligazionario 17

Commodities 26

Forex e Crypto 34

Disclaimer 40

Contatti 41

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Macro





In sintesi

La settimana, complice il periodo festivo, presenta un calendario macroeconomico più leggero ma tutt'altro che irrilevante. L'attenzione resta alta soprattutto dopo le polemiche sull'ultimo dato di inflazione USA, che molti interpretano come un segnale accomodante in vista della prima riunione FED del nuovo anno. Da lunedì 22 a venerdì 26 dicembre si susseguiranno comunque numerosi dati di fine anno: PIL e bilance commerciali in Europa, inflazione e attività economica in America Latina, una fitta agenda statunitense tra consumi, produzione e aste del Tesoro, oltre a un ruolo centrale del Giappone con minute di banca centrale e un vero concentrato di indicatori macro nella parte finale della settimana. Assente la Cina, impegnata nella riunione del Comitato permanente dell'Assemblea nazionale del Popolo.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Mercati potenzialmente meno liquidi, ma non necessariamente tranquilli. Le numerose aste a breve termine, soprattutto negli USA e in Francia, terranno alta l'attenzione sul fronte dei tassi e della domanda di debito. I dati su inflazione, consumi e produzione negli Stati Uniti potrebbero alimentare volatilità, soprattutto se dovessero rafforzare l'idea di una FED più accomodante. Il Giappone resta un osservato speciale: dalle minute della Bank of Japan ai dati su inflazione e attività reale, ogni indicazione sulla politica monetaria può avere effetti a catena su valute e mercati globali. Infine, l'assenza di dati cinesi non equivale a irrilevanza: il contesto geopolitico e le decisioni politiche restano un potenziale fattore di sorpresa, anche in una settimana apparentemente "di transizione".

Settimana festiva per gran parte del mondo e, di conseguenza, calendario macroeconomico più leggero. Non per questo, però, privo di spunti di interesse. Basti pensare al riflesso polemico suscitato dall'ultimo dato sull'inflazione statunitense: le numerose lacune nelle rilevazioni hanno indotto molti osservatori a ipotizzare una sorta di "tappeto rosso" in vista della prima riunione FED del nuovo anno.

A partire da **lunedì 22**, si entrerà comunque nel vivo con una serie di dati di fine anno. La Gran Bretagna pubblicherà il PIL, la Spagna la bilancia commerciale e l'Italia l'indice PPP su base mensile e annuale. Particolarmente degni di attenzione saranno i dati sull'attività economica del Messico e l'indice PPI canadese, affiancato dai prezzi dei materiali grezzi. Sul fronte delle emissioni, la Francia tornerà sul mercato con la consueta asta di BTF a 3, 6 e 12 mesi, mentre gli Stati Uniti risponderanno con la sessione di acquisti di Bills da parte della FED (ma non chiamatelo QE!) e con le aste del Tesoro di Bills a 3 e 6 mesi e Note a 2 anni. In chiusura di giornata, verrà diffuso anche il dato annualizzato sull'attività economica dell'Argentina.

Martedì 23 dicembre si aprirà con la pubblicazione delle minute dell'ultima riunione della Banca centrale australiana, seguite dall'asta del bond a 20 anni sudcoreano e da quella dei titoli a 4 e 12 settimane a Singapore, Paese che comunicherà anche il tasso di inflazione su base mensile e annua. In Europa saranno resi noti il prezzo delle importazioni in Germania e, per la Spagna, il tasso di crescita finale e l'indice PPI. Oltreoceano, Messico e Canada anticiperanno i dati USA: il primo con il tasso di inflazione di metà mese su base annua e mensile, il secondo con il dato sul PIL. A seguire, gli Stati Uniti: ordinativi di beni durevoli (sia inclusi sia esclusi i trasporti), prezzi CPE, ordinativi industriali (esclusa la difesa), vendite, Redbook, spesa per consumi reale, produzione industriale, capacity utilization, produzione manifatturiera, indici manifatturiero e dei servizi della FED di Richmond, per chiudere con l'asta di Bill a 52 settimane e di Note a 2 e 5 anni.

Mercoledì 24 dicembre, al netto dell'immancabile appuntamento con Una poltrona per due, la Bank of Japan pubblicherà le minute dell'ultima riunione. Potrebbe emergere qualche chiarimento in più sulla ratio dell'aumento dei tassi che, almeno stando a quanto dichiarato in conferenza stampa, sembra configurarsi più come una mossa one-off obbligata che

come l'avvio di un vero ciclo di normalizzazione. Negli USA verranno diffusi i dati sui sussidi di disoccupazione, sulle richieste e sul rifinanziamento dei mutui immobiliari, oltre all'asta di Note a 7 anni, seguita da quelle di Bill a 4, 8 e 17 settimane e dal fixing dei tassi sui mutui a 15 e 30 anni.

Nel giorno di Natale, il protagonista quasi solitario sarà il Giappone, con il dato sugli investimenti esteri, l'asta del titolo a 2 anni e gli ordinativi del mercato immobiliare. Completano il quadro la bilancia commerciale del Sud Africa e l'utilizzo delle riserve estere della Turchia.

Venerdì 26 dicembre, ancora il Giappone sotto i riflettori con una vera e propria "Santabarbara" di dati macroeconomici: tasso di disoccupazione, Tokyo Core CPI sia generale sia al netto di cibo ed energia, vendite al dettaglio e produzione industriale. Singapore risponderà con la produzione industriale, il Brasile con i prestiti bancari, l'India con i dati su prestiti e depositi, mentre la Russia pubblicherà le statistiche su tasso di disoccupazione, vendite al dettaglio, crescita dei salari reali e business confidence.

Come si sarà notato, totale assenza della Cina.

Il motivo è la contemporanea riunione del Comitato permanente dell'Assemblea nazionale del Popolo, l'organismo legislativo supremo con funzioni di ratifica delle leggi decise ed emanate dal PCC e di supervisione di istituzioni quali Presidenza della Repubblica, Consiglio di Stato, Corte suprema ed Esercito. Apparentemente poco più di una formalità in un Paese governato dal Partito Unico, ma dopo l'ultimo blitz USA sul finanziamento militare a Taiwan, conviene tenere alta l'attenzione sulle possibili sorprese. Con il cavallo di Troia dell'AI pronto a entrare in azione.



Inflazione USA e FED: le incertezze sull'ultimo dato inflazionistico alimentano il dibattito sulle reali condizioni dei prezzi e sulle aspettative per la prima riunione FED del nuovo anno.

Aste e mercato del debito: numerose emissioni a breve termine (USA, Francia, Giappone) che forniranno indicazioni sulla domanda di titoli di Stato e sulla tenuta della liquidità in un contesto festivo.

Dati macro statunitensi: consumi, produzione industriale, ordinativi e mercato del lavoro USA come principali driver potenziali di volatilità in una settimana a scambi ridotti.

Giappone sotto i riflettori: minute della Bank of Japan e raffica di dati macro (inflazione, occupazione, vendite e produzione) cruciali per interpretare la sostenibilità delle recenti mosse sui tassi.

Europa a ritmo ridotto: PIL, bilance commerciali e indici dei prezzi offrono un quadro di fine anno utile più per confermare tendenze che per generare nuovi catalizzatori.

Assenza della Cina e rischio geopolitico: nessun dato macro per via della riunione del Comitato permanente dell'Assemblea nazionale del Popolo, ma attenzione alle possibili implicazioni politiche e tecnologiche (AI) sullo scenario globale.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Azionario





In sintesi

Il DAX appare sempre più come un indice difficile da leggere con le lenti tradizionali. La sua tenuta formale e i rimbalzi tecnici convivono con un quadro macro e industriale tedesco profondamente indebolito, come riconosciuto apertamente anche dalla Confindustria locale. Il modello produttivo ed export-oriented che ha sostenuto la Germania per decenni è sotto pressione per effetto del dumping cinese, della transizione energetica mal gestita e del progressivo declino dell'automotive. Ne deriva una forte dislocazione tra l'andamento dell'indice e quello di molte aziende simbolo del vecchio paradigma industriale, mentre il recente superamento della neckline va letto più come segnale tattico che come avvio di un trend strutturale.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Nel breve periodo è plausibile un aumento della volatilità e una maggiore selettività, con movimenti guidati più da fattori tecnici e flussi che da un reale miglioramento dei fondamentali. Nel medio termine, il DAX potrebbe diventare un laboratorio di trasformazione: da un lato i titoli legati a spesa pubblica, energia, difesa e nuove filiere tecnologiche; dall'altro quelli ancorati a un modello industriale in erosione. Gennaio 2026 si profila come uno snodo potenzialmente decisivo: se le tensioni obbligazionarie e di liquidità dovessero emergere con forza, l'azionario tedesco potrebbe fungere da amplificatore degli squilibri, non tanto attraverso shock improvvisi quanto tramite una graduale ridefinizione delle valutazioni e dei rapporti di forza settoriali.

Sul fronte azionario, il DAX continua a rappresentare uno dei casi più complessi e, per certi versi, contraddittori da interpretare nel panorama europeo. Da un lato, l'indice benchmark tedesco mostra una capacità di tenuta e di rimbalzo che, a una lettura superficiale, potrebbe suggerire resilienza. Dall'altro, il contesto macroeconomico e industriale sottostante racconta una storia molto diversa, fatta di fratture strutturali e di un modello di crescita che appare sempre meno allineato alle nuove condizioni geopolitiche ed energetiche.

La stessa Confindustria tedesca ha riconosciuto apertamente la crisi del tradizionale modello produttivo ed export-oriented, per decenni fondato su energia a basso costo, domanda globale robusta e leadership manifatturiera. Oggi quel paradigma è messo sotto pressione da una combinazione di fattori difficilmente reversibili nel breve periodo: dumping diretto cinese, rallentamento della domanda globale, transizione energetica gestita in modo disomogeneo e, soprattutto, il progressivo venir meno del vantaggio competitivo dell'industria automobilistica, pilastro storico dell'economia tedesca.

Questa distorsione emerge con forza nella dislocazione tra la performance del DAX e quella dei suoi titoli flagship. Mentre l'indice beneficia del peso crescente di società con ricavi fortemente internazionalizzati e di comparti meno ciclici, molte aziende simbolo del vecchio modello industriale mostrano difficoltà operative e compressione dei margini. Le dinamiche settoriali diventano quindi decisive: non è più sufficiente "comprare il mercato", ma occorre distinguere tra chi riesce ad adattarsi al nuovo contesto e chi ne subisce passivamente gli effetti.

Le immagini richiamate **(GERMANY 1** e **2, DAX)** evidenziano bene questo scollamento. L'ultima, riferita all'andamento di venerdì scorso, mostra un rimbalzo tecnico al di sopra della neckline, segnale che sul brevissimo periodo può attirare flussi speculativi. Tuttavia, manca una forza strutturale in grado di trasformare il movimento in un trend solido: senza un miglioramento del quadro macro e degli utili attesi, il rischio è che tali rimbalzi restino fenomeni tattici, più che l'inizio di una nuova fase espansiva.

Inserendo questo scenario nel contesto delineato dal **focus obbligazionario** dell epagine successive, il quadro si fa ancora più delicato.

Un sistema assicurativo tedesco fortemente esposto a bond illiquidi e private credit, rendimenti sovrani in risalita e possibili tensioni di liquidità di inizio anno rappresentano un mix che può facilmente riflettersi anche sull'azionario, soprattutto attraverso un aumento della volatilità e una maggiore selettività degli investitori.

Non è un caso che il governo tedesco, alla vigilia della riunione UE sull'Ucraina dal forte valore simbolico e politico, abbia dato il via libera al Deutschlandfonds, un fondo da 130 miliardi di euro destinato a energia e start-up. Si tratta di un tentativo esplicito di reindirizzare il modello di crescita, spostando l'asse verso settori considerati strategici per il futuro. Parallelamente, l'accelerazione sul riarmo viene letta sempre più come una forma alternativa di warfare economico, pensata per compensare il declino dell'automotive e della grande esportazione manifatturiera **(GERMANY 3)**.

Per il mercato azionario, tutto questo si traduce in un messaggio chiaro: il DAX non va interpretato come un blocco omogeneo, ma come un indice attraversato da tensioni interne profonde. La capacità di distinguere tra titoli che beneficiano dei nuovi flussi di spesa pubblica, della transizione energetica e della riorganizzazione delle catene produttive, e titoli che restano ancorati a un modello in erosione, diventa cruciale.

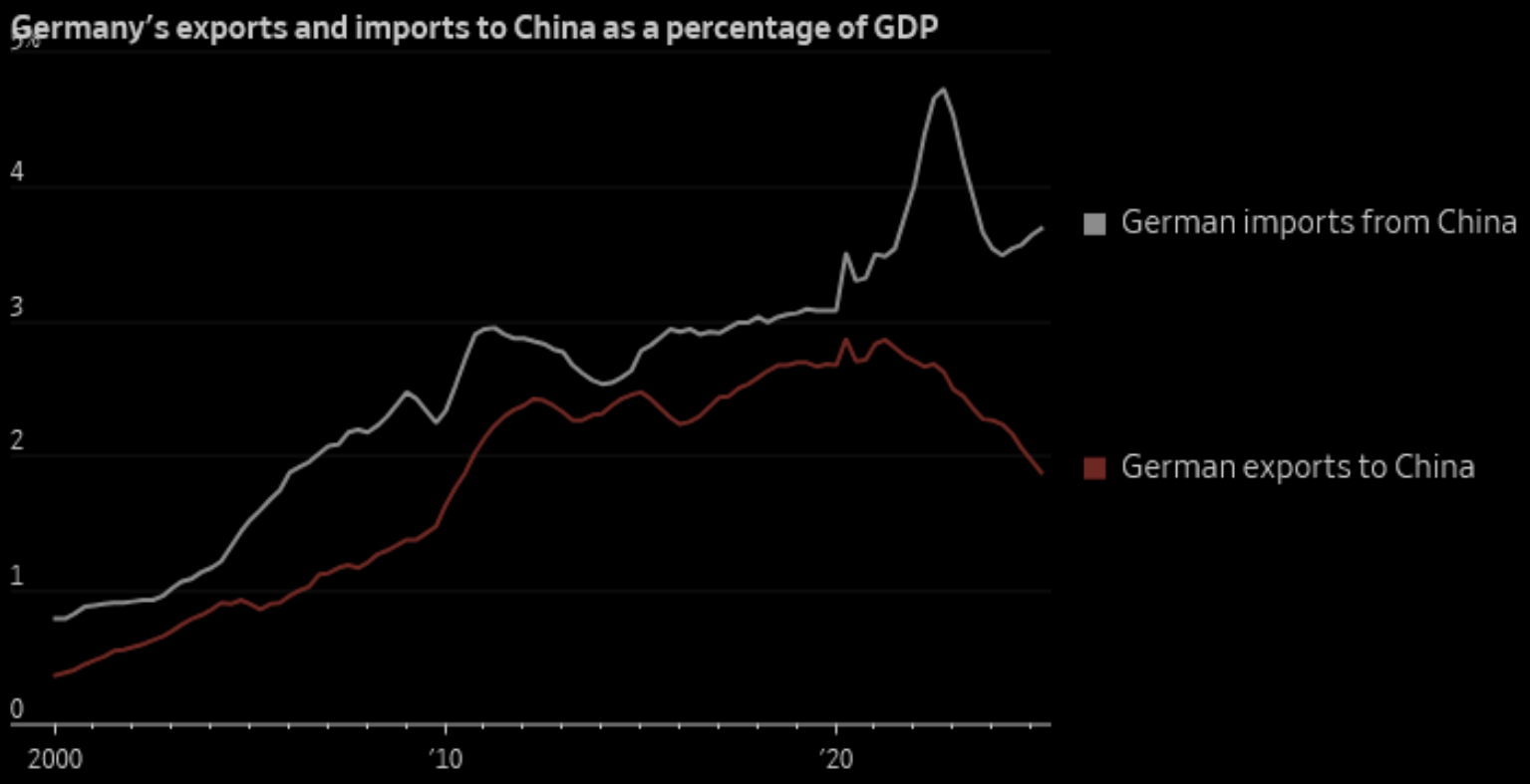
In questo senso, gennaio 2026 non appare soltanto come una data sul calendario, ma come un possibile punto di svolta. Se le dinamiche obbligazionarie e pensionistiche dovessero effettivamente innescare maggiore volatilità e tensioni di liquidità, l'azionario tedesco potrebbe fungere da cassa di risonanza di questi squilibri. Non necessariamente con un crollo immediato, ma con una progressiva ridefinizione dei rapporti di forza settoriali e delle valutazioni.

Il tempo per letture indulgenti è quindi limitato. Più che di un mercato da celebrare, il DAX sembra oggi un mercato da studiare con attenzione, perché potrebbe anticipare, nel bene o nel male, alcune delle trasformazioni più profonde che attendono l'azionario europeo nel medio termine.

Azionario



Immagine GERMANY 1 - **Fonte** TradingView



Note: Data is through 2Q 2025.
Sources: Destatis; Marion Mühlberger and Ursula Walther at Deutsche Bank Research (2025 data)

Immagine GERMANY 2 - **Fonte** Destatis

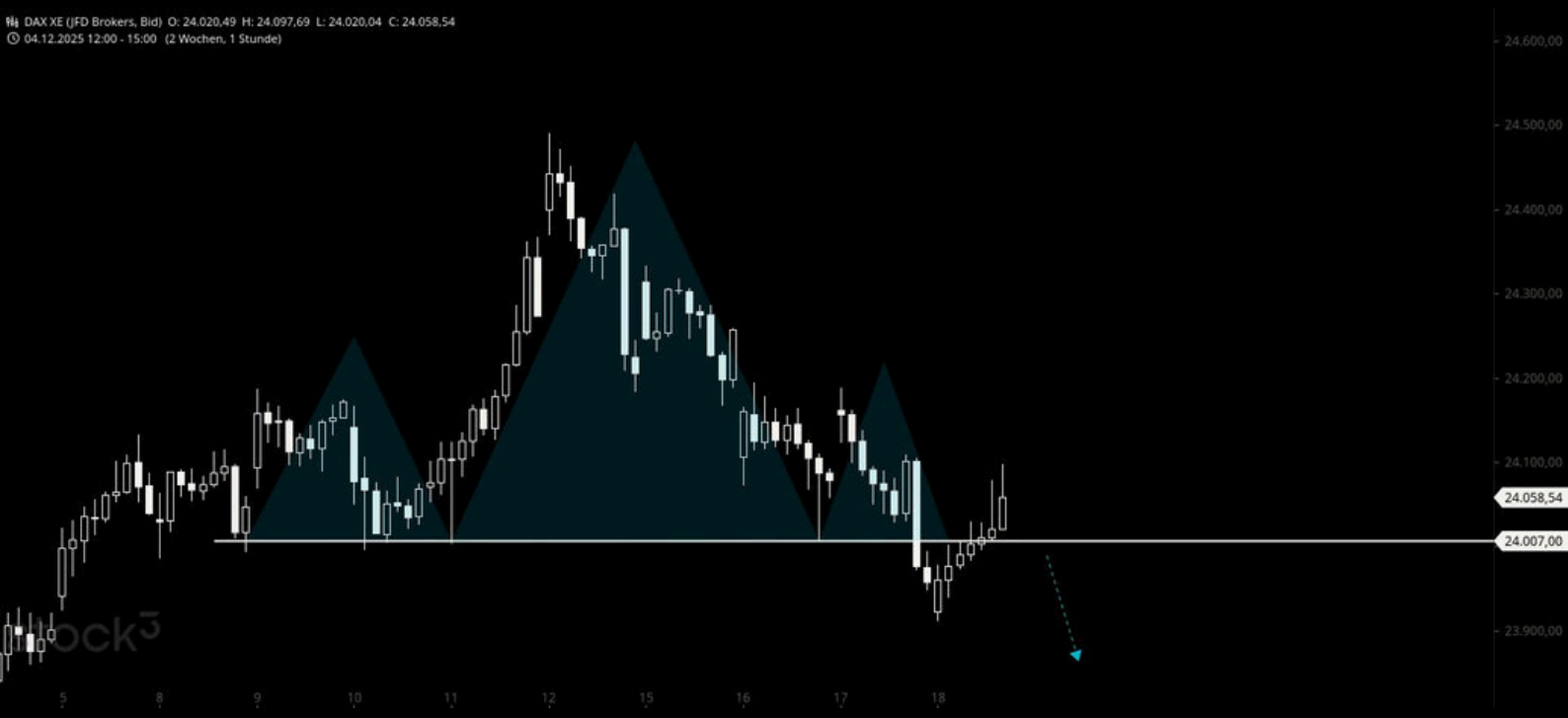


Immagine DAX - **Fonte** TradingView

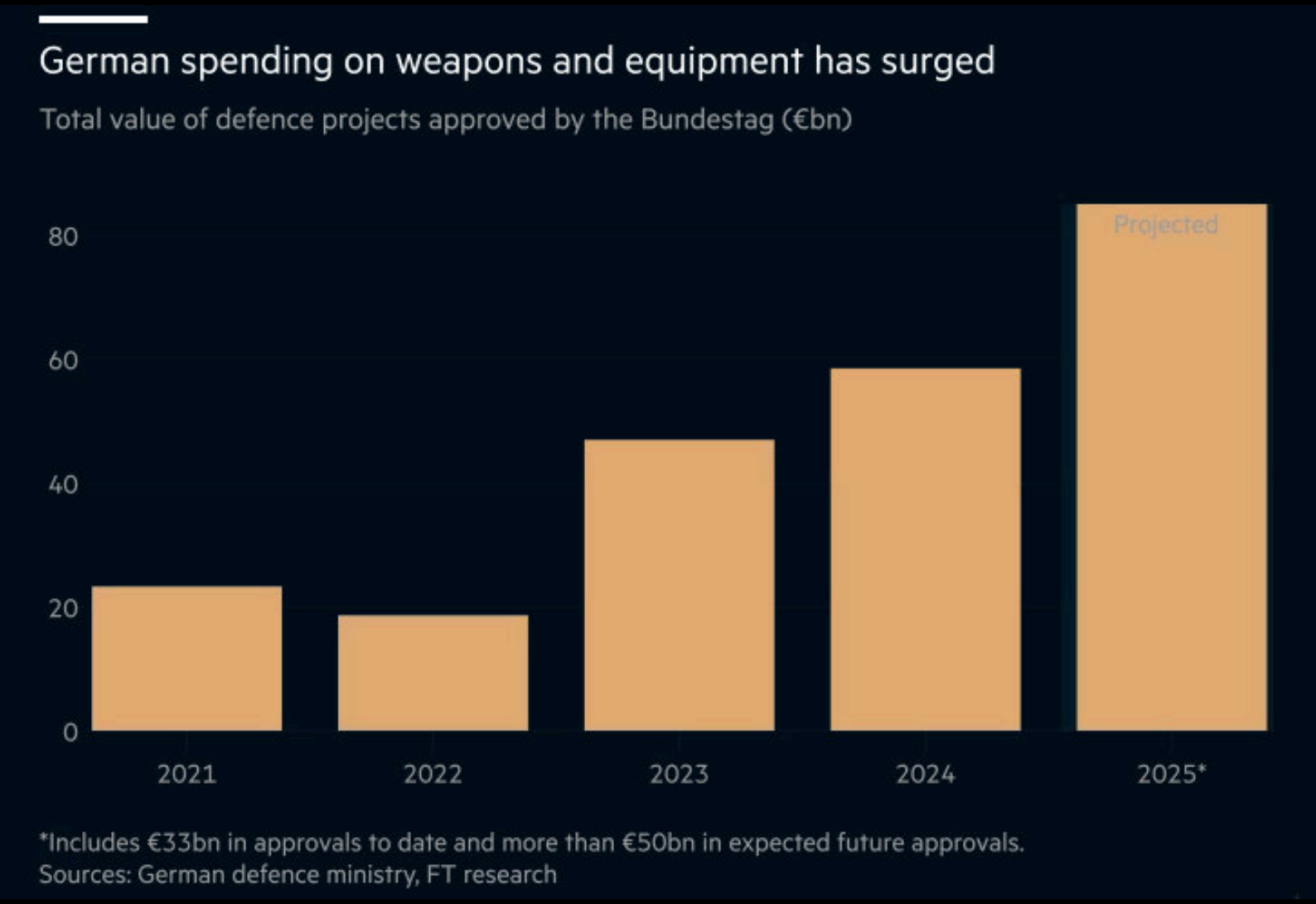


Immagine GERMANY 3 - **Fonte** Financial Times



Indice vs realtà economica: il DAX tiene, ma riflette sempre meno la debolezza strutturale dell'economia tedesca.

Modello industriale in crisi: export, automotive ed energia non garantiscono più il vantaggio competitivo del passato.

Dislocazione settoriale: pochi titoli globali sostengono l'indice, molte aziende storiche restano sotto pressione.

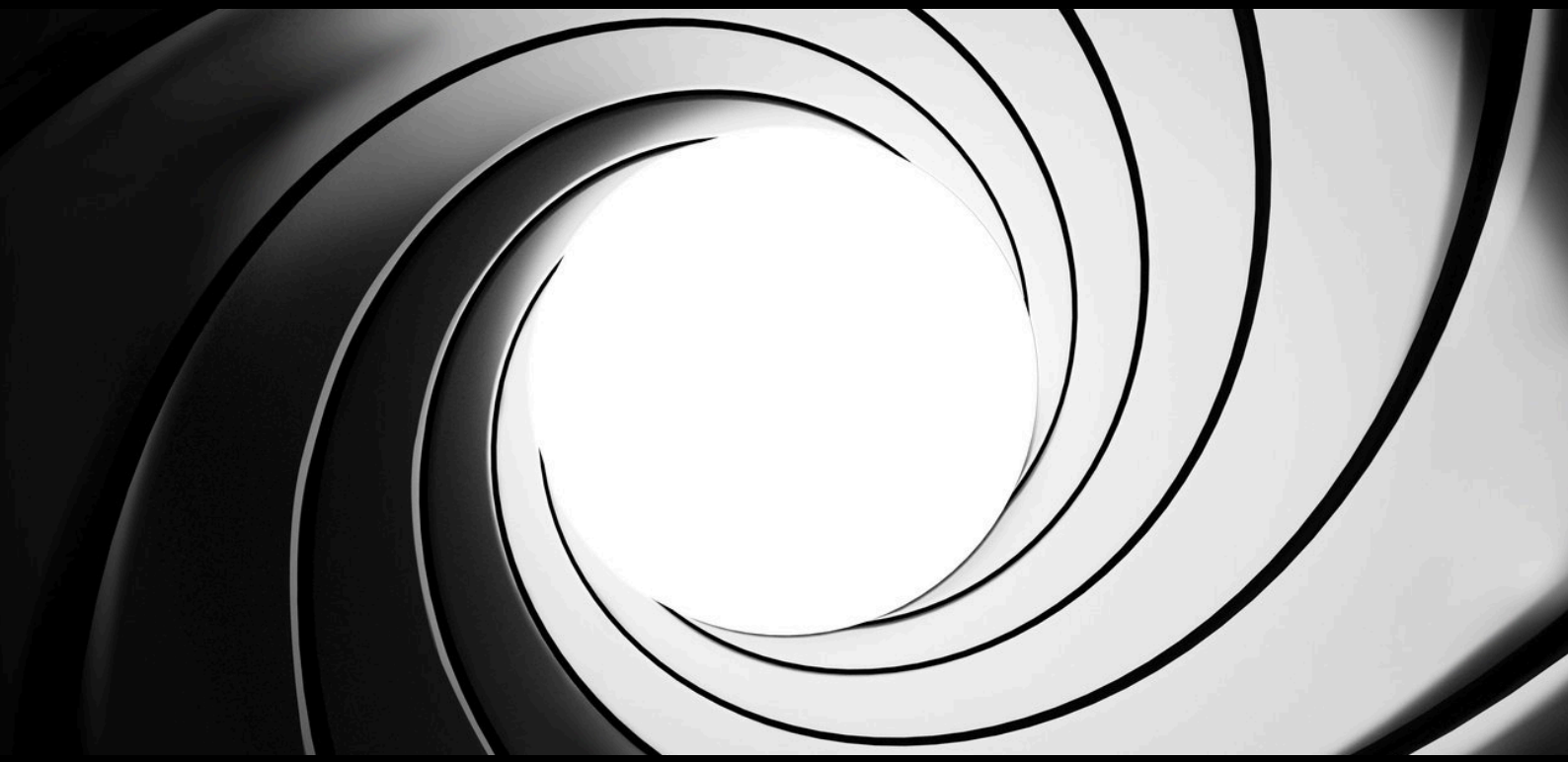
Segnali tecnici fragili: i rimbalzi recenti appaiono tattici, privi di fondamentali solidi.

Ruolo dello Stato: Deutschlandfonds e riarmo indicano un cambio forzato del modello di crescita.

Volatilità in aumento: le tensioni obbligazionarie potrebbero riflettersi sull'azionario, con gennaio 2026 come snodo chiave.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Obbligazionario





In sintesi

Il focus obbligazionario ruota attorno a un equilibrio sempre più fragile tra scelte politiche europee, stabilità finanziaria e dinamiche di mercato. Il prestito da 90 miliardi all'Ucraina e il mancato utilizzo degli asset russi congelati hanno creato un precedente rilevante sul piano istituzionale, mentre emergono rischi sistemici legati alle compagnie assicurative europee, in particolare tedesche, fortemente esposte a bond corporate illiquidi e private credit. È questo contesto che aiuta a spiegare la prudenza della Banca Centrale Europea, più che la sola narrativa sull'inflazione. A ciò si sommano rendimenti sovrani in risalita, con il Bund trentennale al 3,54%, e segnali di tensione sui derivati, già visibili nei volumi anomali sui futures Eurex.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Il biennio 2026–2027 si profila come uno snodo critico per il reddito fisso europeo. La riforma del sistema pensionistico olandese, con il passaggio da defined-benefit a defined-contribution, potrebbe ridurre in modo strutturale la domanda di bond e swap a lunghissima scadenza, amplificando il rischio di bear steepening della curva e di un basis trap scenario. Secondo le stime, la domanda di swap long-end potrebbe calare fino al 30%, con effetti su liquidità, costi di copertura e volatilità. In questo quadro, anche la European Insurance and Occupational Pensions Authority ha lanciato segnali d'allerta, mentre analisi come quelle di ING indicano una possibile rotazione verso scadenze 10–20 anni. Il rischio di sell-off di inizio anno resta concreto: non tanto per default, quanto per squilibri di liquidità e per l'effetto a catena tra rendimenti, coperture e stabilità finanziaria dell'eurozona.

Siamo davvero certi che il compromesso raggiunto a Bruxelles sul prestito da 90 miliardi di euro all'Ucraina per il prossimo biennio rappresenti una sconfitta per la Commissione UE e per la Germania?

Se ci si limita ad analizzare esclusivamente il nodo degli asset russi congelati, la risposta sembrerebbe affermativa. In questo senso, la strenua opposizione del Belgio, impegnato a difendere Euroclear – primo potenziale bersaglio di una rappresaglia russa e già sotto revisione da parte di Fitch per la sola ipotesi di utilizzo di quei fondi – ha avuto un peso determinante. Non a caso, a far propendere verso la soluzione alternativa dell'emissione di debito comune è stata la richiesta, avanzata proprio da Bruxelles, di 410 miliardi di garanzie comuni.

Ma siamo davvero di fronte alla sconfitta di Von der Leyen e Merz, oppure a un investimento strategico per il futuro? In altre parole: si scrive Kiev, ma si legge MES?

Se inizialmente nessuno sembrava prendere sul serio la denuncia presentata dal governo russo presso la sezione dedicata del Tribunale di Mosca – *"Recupereremo dalle banche europee le perdite causate dal blocco e dall'utilizzo illegale dei suoi asset presso la Corte arbitrale russa per un importo pari agli asset detenuti illegalmente e ai mancati profitti"* – oggi appare altrettanto trascurata la serie di anomalie procedurali che circondano l'accordo.

In primo luogo, al netto della formula backed by EU budget headroom, Slovacchia, Ungheria e Repubblica Ceca si sono chiamate fuori sia dalla partecipazione al prestito sia dalle sue potenziali liabilities. Inoltre, quanto accaduto costituisce di fatto un precedente operativo sul principio di unanimità: oggi sul prestito a Kiev, domani su decisioni relative al Budget europeo? A ciò si aggiunge la formulazione finale delle conclusioni del Consiglio, che include la frase *they will revert to this at next meeting*, e il fatto che il meccanismo legale del compromesso sia contenuto in un documento non pubblico, denominato EUCO 26/25.

Da qui la domanda centrale: siamo sicuri che il "forzare la mano" a Von der Leyen e Merz, sapendo fin dall'inizio che il Belgio non avrebbe mai ceduto, non fosse una scelta consapevole per arrivare a un compromesso in grado di fornire il framework desiderato per future decisioni a maggioranza qualificata? Ad esempio, la ratifica del MES riformato, necessario per ampliarne le risorse in caso di crisi

finanziaria, oggi bloccata dal veto governativo e parlamentare italiano e quindi ancora in versione light.

Questo quadro si intreccia direttamente con le scelte della BCE, che all'ultimo board ha deciso di mantenere i tassi fermi. È solo una questione di inflazione e della consueta data dependency? Oppure perché, in caso di crisi finanziaria, lo spazio di intervento rispetto a FED e Bank of England è ormai estremamente ridotto, rendendo difficile persino un jumbo-cut seguito da programmi espansivi? Christine Lagarde conosce la risposta e sa che, probabilmente, in primavera sarà necessario riaprire la cassetta degli attrezzi.

Il motivo emerge da un report passato quasi inosservato della European Insurance and Occupational Pensions Authority, con sede – non casualmente – a Francoforte, la stessa città della BCE. Protagoniste dello studio sono soprattutto le compagnie assicurative tedesche, che detengono 91,8 miliardi di euro di bond corporate illiquidi. Di fatto, oltre il 40% del debito privato in mano alle assicurazioni tedesche rappresenta una vera e propria mina vagante, "anti-uomo" nel senso più letterale **(EUROPEAN_INSURERS).**

Sul totale di 1,2 trilioni di euro di debito corporate detenuto dalle compagnie europee, quello illiquido o unlisted pesa per il 13%. Lo studio è chiaro: qualora il mercato imponesse la vendita di questi titoli al di sotto del book value, le perdite di bilancio sarebbero significative e inevitabili.

È questo il contesto che la BCE conosce, ma non esplicita apertamente, rifugiandosi nella narrativa dei tassi fermi e dell'inflazione in stabilizzazione. Ed è lo stesso contesto in cui l'Europa stava per mettere a rischio la propria clearing house nella disputa sugli asset russi congelati.

Dal 2016 a giugno scorso, le esposizioni delle assicurazioni europee al private credit – quello che negli Stati Uniti ha già mostrato criticità rilevanti, da Tricolor Holdings a First Brands – sono cresciute dell'80%, raggiungendo 594 miliardi di euro, pari al 5,8% del totale. I fondi pensione europei risultano esposti per 128,4 miliardi di euro, ovvero il 4,4% degli asset totali al 31 dicembre 2024, sempre su bond illiquidi o unlisted.

Si tratta di titoli di debito emessi prevalentemente da piccole e medie imprese, che offrono rendimenti più elevati in cambio di minori obblighi di trasparenza e accountability. Il caso del conglomerato immobiliare austriaco Signa, fallito di

recente, rappresenta un esempio emblematico di questo modello di finanziamento.

Secondo il report EIOPA, solo Germania, Francia e Olanda concentrano il 72% dell'esposizione assicurativa europea al private credit, una concentrazione che agirebbe da amplificatore delle perdite in caso di crisi finanziaria. Non sorprende che il 39% dei bond illiquidi faccia capo al Paese di residenza dell'emittente, contro il 22% dei bond liquidi.

In Germania operano grandi gruppi come Continentale Versicherungsverbund, Gothaer Group e Signal Iduna Group, già colpiti dalla crisi di Signa Group, oltre al principale fondo pensione nazionale, Bayerische Versorgungskammer, anch'esso fortemente esposto ai segmenti più rischiosi del commercial real estate USA.

Ecco perché la BCE non taglia i tassi ora: perché potrebbe doverlo fare in primavera, e in modalità emergenziale. In questo quadro, il contributo da 1,3 miliardi di euro richiesto dal Governo italiano alle compagnie assicurative nel testo revisionato del DEF rischia di agire come accelerante di un incendio interno. E l'eventuale estensione della querelle MPS alla credibilità di Generali, cassaforte del debito italiano, rappresenterebbe un ulteriore elemento di fragilità.

Nel frattempo, mentre il Bund tedesco a 30 anni vedeva il rendimento salire fino al 3,54%, massimo dal 2011, si osservava anche un anomalo aumento dei volumi sui futures Eurex nel mese di dicembre, quasi in anticipo rispetto a movimenti più ampi legati a rendimenti sovrani dell'eurozona particolarmente "frizzanti". A questo si collega una notizia dell'8 ottobre, rilanciata da Bloomberg: "BofA scraps year-end vacations for traders on dutch pension risk". Dal 2026, il sistema pensionistico olandese passerà dal regime defined-benefit (DB) a quello defined-contribution (DC), nell'ambito di una riforma strutturale che un senior trader ha definito un evento destinato a reshaping European fixed income markets. Nel biennio 2026-2027, il mercato che da solo rappresenta il 50% degli asset pensionistici UE potrebbe innescare un basis trap scenario, caratterizzato da bassa liquidità, elevato basis risk e maggiore volatilità.

I fondi pensione olandesi detengono circa il 65% dei bond sovrani dell'eurozona e stanno già riducendo l'esposizione a durate ultra-lunghe. ntro gennaio prossimo, 550 miliardi di euro migreranno verso strutture

DC, seguiti da altri 900 miliardi entro il 2027. Le proiezioni parlano di 100-150 miliardi di riduzione della domanda per bond e swap governativi oltre i 30 anni. Secondo ING, lo smobilizzo dei receiver swaps 30+ potrebbe ridurre la liquidità e aumentare i costi di transazione, mentre i shorter tenors (10-20 anni) potrebbero beneficiare di maggiore liquidità. Tuttavia, la curva swap dell'euro sembra orientata verso un bear steepening, con spread 10-30 attesi in ampliamento tra 10 e 30 punti base **(DUTCH_PENSIONS)**.

Solo nel gennaio 2026, lo smobilizzo di circa 70 miliardi di euro di nozionale in hedge su swap a lunga scadenza potrebbe aumentare il fabbisogno di emissioni di debito core dell'eurozona, già orientate verso maturità più brevi. Il rischio è un feedback loop: minore domanda, rendimenti più alti, ulteriore pressione sulla curva. La stessa BCE ha messo in guardia da una possibile sell-off di inizio anno sui bond a lunga scadenza, con implicazioni per la stabilità finanziaria e per il mismatch tra liabilities pensionistiche e strumenti di copertura disponibili. Con i fondi pensione olandesi meno attivi come hedge di lungo periodo, la domanda di swap a lunga scadenza potrebbe ridursi fino al 30%.

In questo contesto, una minore liquidità e trumenti più volatili rischiano di generare un secondo mismatch, aumentando automaticamente costi di copertura e volatilità di mercato.

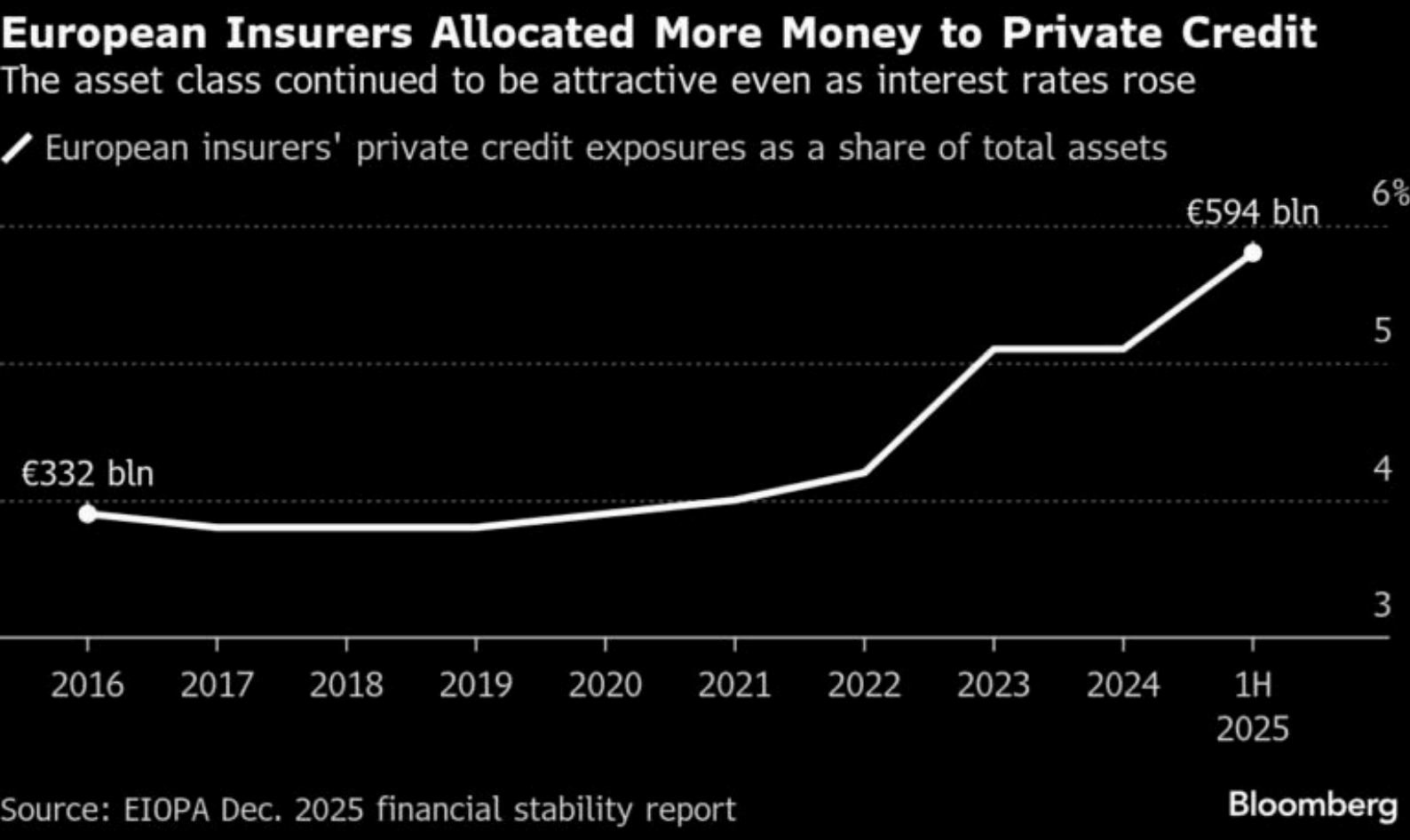


Immagine EUROPEAN_INSURERS - **Fonte** Bloomberg

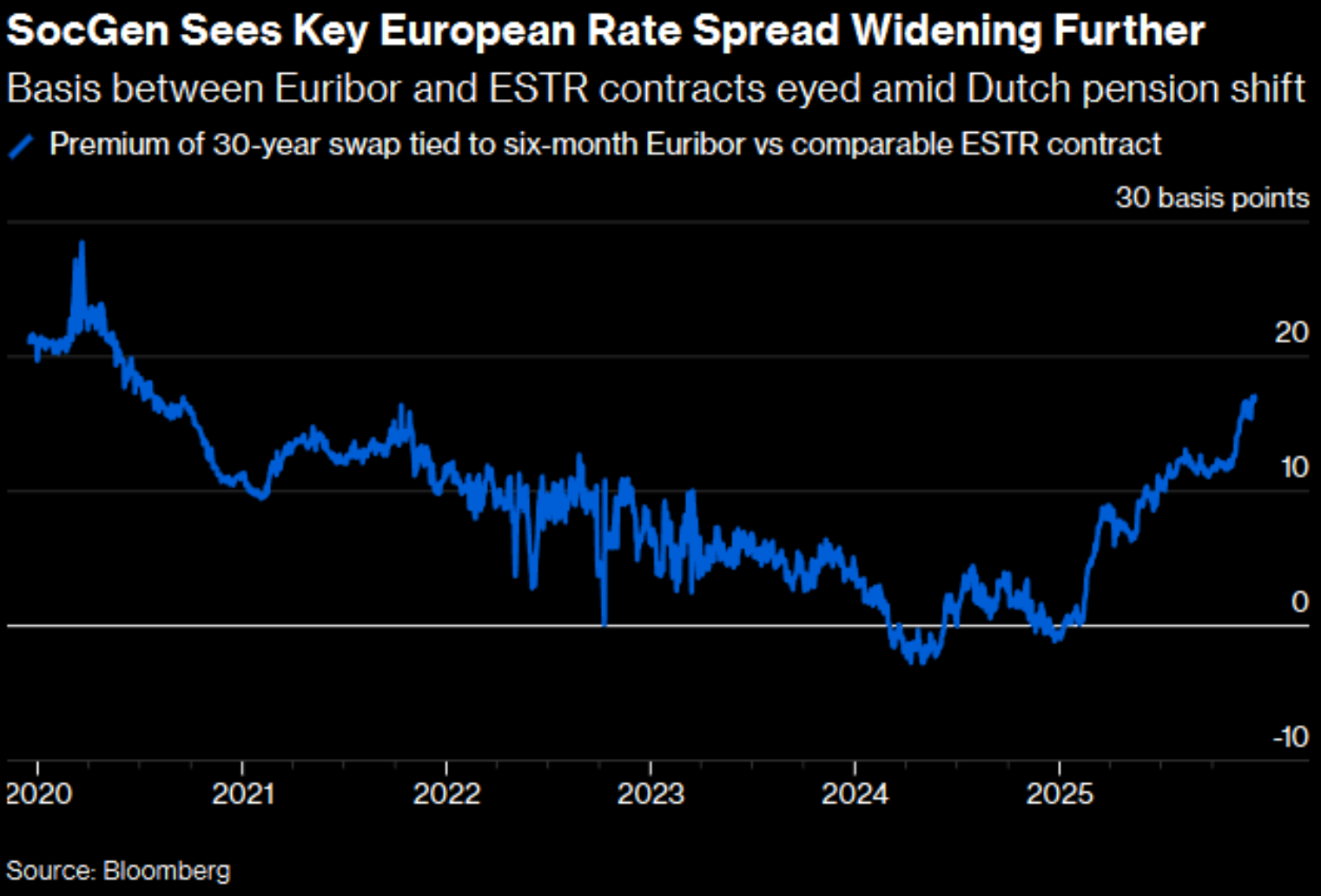


Immagine DUTCH_PENSIONS - **Fonte** Bloomberg



Prestito UE da 90 miliardi all'Ucraina: scelta del debito comune al posto degli asset russi congelati, con un precedente istituzionale rilevante sul principio di unanimità.

Rischi sistemici nel settore assicurativo: forte esposizione delle compagnie europee, soprattutto tedesche, a bond corporate illiquidi e private credit.

Prudenza della BCE: tassi fermi non solo per l'inflazione, ma per lo spazio di manovra limitato in caso di crisi finanziaria.

Pressione sui rendimenti sovrani: Bund trentennale al 3,54% e segnali di tensione nei volumi dei futures Eurex.

Riforma delle pensioni olandesi: passaggio da DB a DC dal 2026 con riduzione strutturale della domanda di bond e swap a lunga scadenza.

Rischio di volatilità e basis trap: possibile bear steepening della curva, calo della liquidità sul long-end e aumento dei costi di copertura.

MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Commodities





In sintesi

La competizione sull'intelligenza artificiale si sta spostando dal fronte dei chip a quello, ben più strutturale, dell'energia. La Cina dispone già oggi di una capacità elettrica nettamente superiore a quella statunitense (3,9 terawatt contro 1,3) e di costi dell'energia drasticamente più bassi, con un vantaggio che si riflette direttamente sulla sostenibilità economica dei data center. Secondo le stime di Goldman Sachs, entro il 2030 Pechino potrebbe contare su una spare capacity di 400 gigawatt, pari a tre volte la domanda di potenza per l'AI attualmente incorporata nelle proiezioni di mercato. Il messaggio è chiaro: l'AI non vive di solo silicio, ma soprattutto di elettricità.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

Nel 2026 gli Stati Uniti potrebbero reagire ai vincoli energetici con una strategia duale: da un lato la delocalizzazione di facilities AI in Paesi con abbondanza di energia a basso costo (Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Canada); dall'altro, un'accelerazione degli investimenti nelle reti domestiche. In questo contesto assumono rilievo le mosse di BlackRock sulle infrastrutture energetiche e i segnali che arrivano dai grafici di Bank of America, che indicano un potenziale "El Dorado" ancora poco scontato dai mercati azionari. La partita resta aperta: gli USA appaiono oggi più lenti rispetto alla Cina, ma non strutturalmente deboli. Chi intercetterà per primo questo cambio di paradigma potrebbe beneficiarne in modo significativo.

Con la speranza che Babbo Natale abbia portato un buon paio di guanti da giardiniere a chi intende sfidare il "coltello che cade" rappresentato dagli strike delle opzioni call sull'argento per la metà del mese di gennaio (in base a delivery che potrebbero conoscere un drastico reverse), l'attenzione si sposta sull'energia.

Partendo da quanto emerge chiaramente dai grafici citati **(ENERGY 1, ENERGY 2, ENERGY 3)**, si coglie una dimostrazione plastica di come l'intelligenza artificiale sia stata finora gestita e negoziata seguendo quasi esclusivamente una logica di leva finanziaria. Una logica che ha avuto come perno inizialmente GPU e chip e, successivamente, i data center con il loro Capex. La chip war è stata – e resta – il dito che indica il problema. Ma è alla Luna dell'energia che occorre guardare.

Le due immagini mostrano infatti come, tra posizioni overweight e underweight, il mercato azionario non abbia ancora pienamente interiorizzato questa presa di coscienza. La realtà della capacity, invece, non lascia spazio a dubbi. È la power war. La rete cinese dispone di circa 3,9 terawatt, a fronte di 1,3 terawatt di quella statunitense: una ratio di capacità elettrica pari a 3x rispetto agli USA, già oggi. Tra il 2010 e il 2024, Pechino ha aggiunto alla propria capacity un quantitativo che, da solo, supera quello di tutto il resto del mondo. E, sempre oggi, la Cina ha 30 reattori nucleari in fase di costruzione. Gli Stati Uniti, zero. L'Europa non pervenuta.

Ancora più rilevante è il dato sui costi: i data center in Cina pagano l'energia 3 centesimi di dollaro per kilowatt/ora; in Virginia – patria dell'AI statunitense – lo stesso costo sale a 9 centesimi di dollaro. Un divario strutturale. Perché l'AI non si muove sui chip: si muove con l'elettricità. Il chip è il cervello, l'elettricità è il sangue.

Secondo le stime di Goldman Sachs, la spare capacity cinese entro il 2030 è quantificabile in 400 gigawatt, tre volte l'intera domanda di potenza per l'AI oggi contemplata nelle proiezioni ufficiali – le stesse che gonfiano le market cap di Wall Street. In questo contesto, nel 2026 l'America potrebbe decidere di puntare su aperture all'estero di facilities legate all'AI, citando esplicitamente i power constraints come driver primario di tale scelta.

La guerra del futuro, almeno per ora, si vince o si perde sui kilowatt, non sul silicone. Come osserva un analista del settore, the Century belongs to whoever can keep the lights on. I Paesi su cui puntare per una strategia di delocalizzazione?

Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Canada.

Da qui anche l'attenzione sulla scommessa di BlackRock sulle reti energetiche interne statunitensi: proprio nel 2026, e alla luce di questo scenario, potrebbe iniziare a generare dividendi interessanti per il sistema. Non sorprenderebbe, inoltre, un aumento esponenziale di operazioni analoghe tramite fondi e veicoli dedicati, come il Global Infrastructure Partners (GIP) messo in campo nei mesi passati dal colosso statunitense per l'acquisizione di compagnie e utilities quali ALLETE e AES.

In sintesi, l'alternativa statunitense potrebbe articolarsi lungo una strategia che non fondi il successo e lo sviluppo dell'AI sulla rincorsa ai terawatt record cinesi, ma su due direttrici complementari: da un lato la delocalizzazione di facilities all'estero; dall'altro l'ampliamento e gli investimenti infrastrutturali, su base locale, delle reti. Un terreno di scontro ancora gestibile, in cui gli Stati Uniti – per essere chiari – rispetto a Pechino risultano oggi più lenti, ma non strutturalmente deboli.

Un potenziale El Dorado, come confermano i grafici di Bank of America. E, come spesso accade, chi prima ci crede, più guadagna.

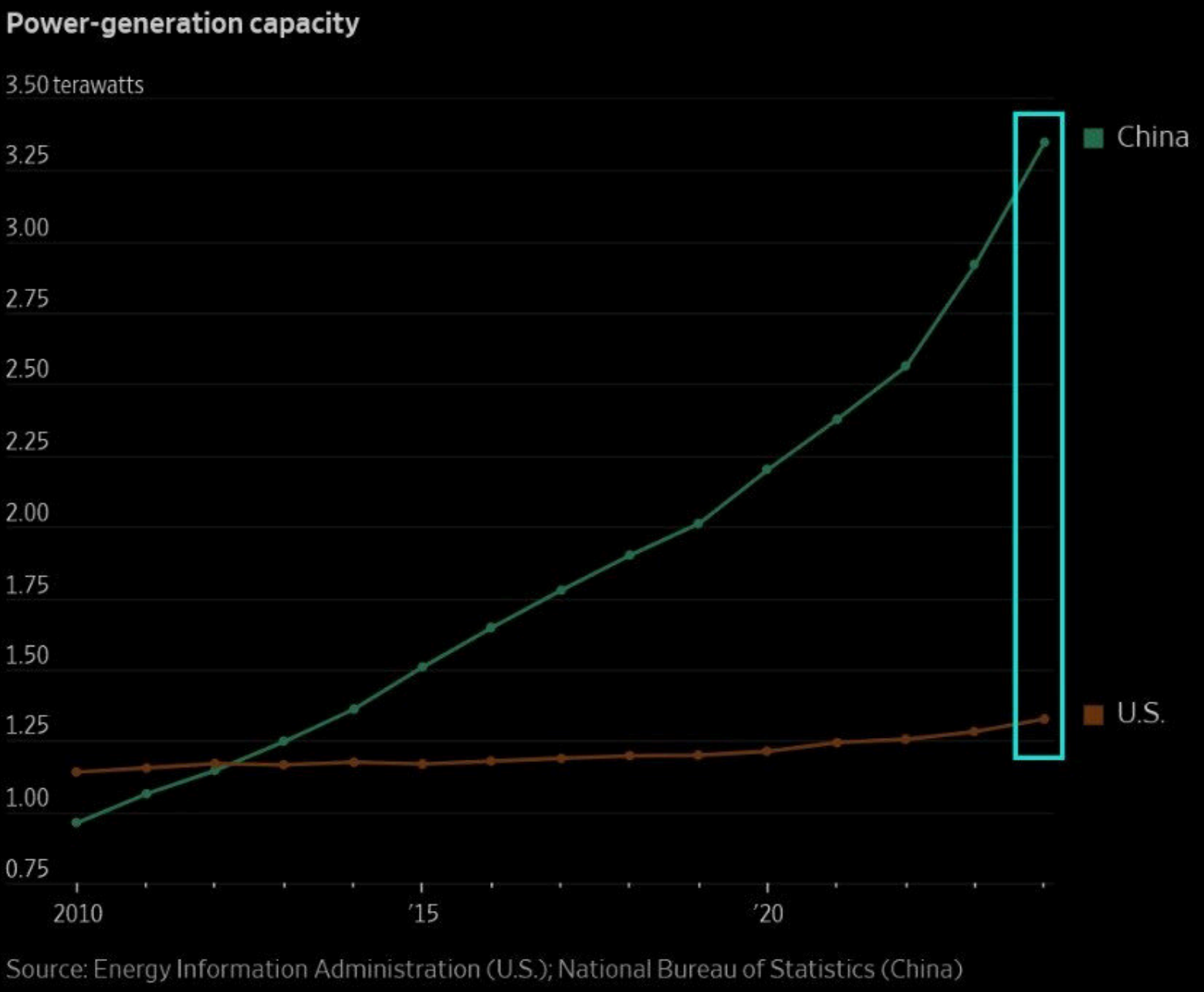
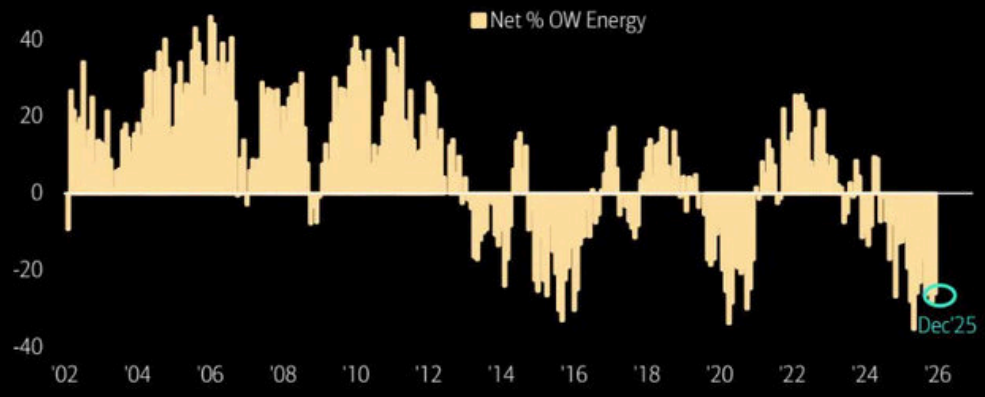


Immagine ENERGY 1 – **Fonte** EIA/NBS

Chart 15: FMS investors stick to a large underweight on the energy sector...
Net % of FMS investors saying they are overweight the energy sector



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

FMS investors are the most UW energy among equity sectors...energy allocation remained a low net 26% UW in December (up slightly from last month's net 28% UW).

Relative to history, allocation to energy is nearly 2 standard deviations below the average of the past 20 years.

Immagine ENERGY 2 - **Fonte** Bank of America

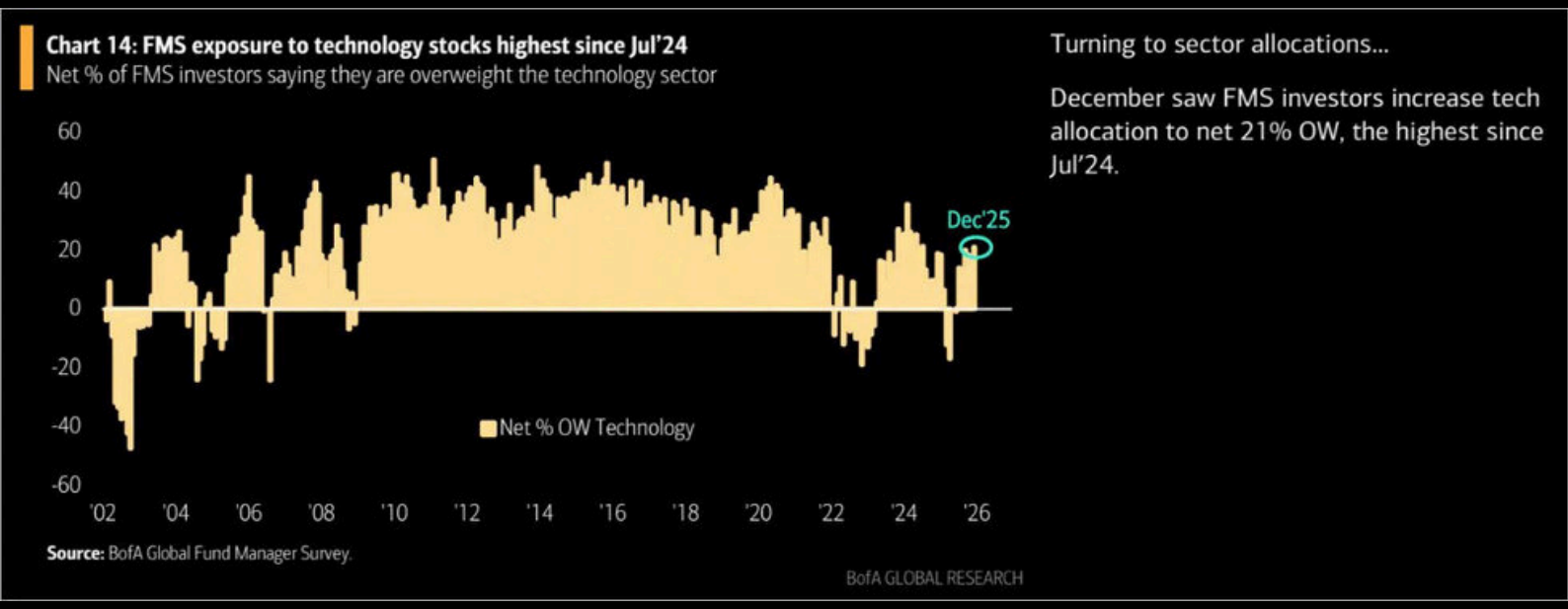


Immagine ENERGY 3 - **Fonte** Bank of America



La competizione sull'intelligenza artificiale si sta spostando dai chip all'energia, con l'elettricità che diventa il vero fattore abilitante dello sviluppo dell'AI.

La Cina gode già oggi di un vantaggio strutturale in termini di capacità elettrica (3,9 terawatt contro 1,3 degli USA) e di costi dell'energia nettamente inferiori.

Tra il 2010 e il 2024 **Pechino ha aumentato la propria capacity più del resto del mondo** messo insieme e ha 30 reattori nucleari in costruzione, contro zero negli Stati Uniti.

Secondo le stime di Goldman Sachs, **la spare capacity cinese entro il 2030 potrebbe raggiungere 400 gigawatt,** tre volte la domanda di potenza per l'AI oggi stimata.

Nel 2026 gli **Stati Uniti potrebbero puntare su delocalizzazioni di facilities AI** all'estero e su un rafforzamento delle infrastrutture energetiche domestiche per superare i vincoli di potenza.

Le strategie di investimento sulle reti energetiche, come quelle promosse da BlackRock e osservabili nei dati di Bank of America, indicano un potenziale di crescita ancora non pienamente riflesso dai mercati.

Forex e Crypto





In sintesi

Il recente rialzo dei tassi di 25 punti base deciso dalla Bank of Japan, che ha portato il costo del denaro ai massimi da 30 anni, non ha innescato una crisi paragonabile a quella dell'agosto 2024 legata al carry trade. Anzi, lo yen si è indebolito verso il dollaro. Questa apparente calma non riflette un miglioramento strutturale, ma piuttosto una gestione attiva della politica monetaria volta a contenere le tensioni su debito pubblico e rendimenti, mentre il governo procede con un poderoso stimolo fiscale in un contesto inflazionistico ancora in crescita.

Cosa ci si può aspettare dal mercato?

La stabilità attuale poggia su basi fragili. I toni accomodanti del governatore Ueda, che non ha aperto a ulteriori rialzi nel 2026, e l'indifferenza del mercato verso i tassi reali giapponesi hanno temporaneamente rassicurato gli operatori. Tuttavia, uno yen vicino a 157 contro dollaro, non lontano dalla soglia critica di 160, e il rendimento del titolo di Stato a 30 anni al 3,425% segnalano che le tensioni sono solo rinviate. Le prossime riunioni della BOJ (22-23 gennaio e 18-19 marzo) potrebbero diventare catalizzatori: un'inversione improvvisa dello yen o un ulteriore deterioramento del mercato obbligazionario rischiano di riaccendere, in modo ritardato ma violento, lo smobilizzo del carry trade.

"Warn of fire, then sell the extinguisher".

Chi, come il sottoscritto, ha seguito con particolare attenzione le recenti mosse della Bank of Japan rischia di essere accusato di aderire pedissequamente a uno dei principi fondanti di molte banche d'affari. La differenza, tuttavia, è evidente: a differenza di Goldman Sachs e soci, io non ho estintori da vendere.

L'aumento di 25 punti base dei tassi di interesse deciso da Tokyo venerdì scorso – che ha portato il costo del denaro in Giappone al massimo degli ultimi 30 anni – non ha infatti innescato alcun armageddon. Quantomeno, non qualcosa di paragonabile a quanto accaduto nell'agosto 2024, quando si manifestò la prima vera crisi del carry trade. In quell'occasione, la decisione del 31 luglio di alzare i tassi fu seguita quasi immediatamente da uno smobilizzo miliardario di posizioni. Oggi, invece, il quadro appare per ora ordinato. Anzi, lo yen si è deprezzato nei confronti del dollaro.

Che cosa sta accadendo?

In primo luogo, il grafico **(CARRY1)** mostra come la probabilità di uno tsunami simile a quello del 2024 sia attualmente molto remota. Non per un miglioramento strutturale, bensì perché, negli ultimi mesi, la Bank of Japan ha agito in modo tale da sterilizzare qualsiasi potenziale deragliamento dei pattern di mercato. In sostanza, ha utilizzato la leva della politica monetaria per tamponare una situazione debitoria che, in condizioni normali, imporrebbe vendite reali di asset sovrani, aumenti delle imposte e tagli alla spesa.

È accaduto invece l'esatto contrario. Il governo nipponico ha appena varato un programma di stimolo senza precedenti, per di più in una fase di accelerazione delle dinamiche inflazionistiche. Non a caso, la Bank of Japan ha proceduto al rialzo dei tassi.

Se si vuole utilizzare lo yen come cartina di tornasole, le variabili da tenere a mente sono almeno due.

La prima riguarda la conferenza stampa del governatore Ueda: nel spiegare le mosse della Banca centrale, non ha fatto alcun cenno alla possibilità di ulteriori rialzi nel 2026. Al contrario, il tono è apparso marcatamente da colomba, in aperto contrasto con l'idea di un percorso di normalizzazione dei tassi che individui nella decisione di venerdì scorso la mossa inaugurale. È la prima ragione per cui, al momento, tutto appare placido come un lago alpino.

La seconda ragione è che ormai nessuno guarda più ai tassi reali di mercato del Giappone. Si parte anzi dal presupposto che un debasement tale da vedere lo yen reagire a un aumento dei tassi con una discesa fino a 157 contro dollaro sia qualcosa da celebrare. Eppure, quel livello resta comunque a sole tre figure da quella che storicamente è considerata la soglia di allarme, ossia 160.

Se la logica è quella di una Banca centrale che alza i tassi in modo one-off, mentre il governo espande la spesa in maniera esponenziale, lo yen non può che fungere da parafulmine, da vaso comunicante per compensare rendimenti fuori controllo. In parallelo, però, il titolo di Stato giapponese a 30 anni, il cui rendimento è balzato contemporaneamente al massimo storico del 3,425%, parlava chiaramente la lingua di un redde rationem soltanto rinviato.

Passata l'euforia di chi, dopo la grande paura di fine anno, ha riposto l'estintore, l'attenzione potrebbe concentrarsi con maggiore intensità sulle prossime riunioni del board della BOJ – 22-23 gennaio e 18-19 marzo, le principali candidate – chiamate a definire quella traiettoria di politica monetaria che Ueda ha deliberatamente lasciato nel vago.

Si proseguirà con i rialzi, fino alla soglia-Maginot dell'1%? Impossibile.

Attenzione, quindi, a considerare l'incendio definitivamente domato. Perché proprio uno yen che, improvvisamente, invertisse la rotta e mostrasse al mercato crepe nella sua funzione di argine alle esondazioni obbligazionarie già in atto da settimane – e ora addirittura in ulteriore espansione – potrebbe innescare uno smobilizzo ritardato del carry trade, secondo la dinamica tipica dei fuochi inesplosi di Capodanno.

In sintesi: prudenza. Estintore a portata di mano. Ma anche guanti ignifughi.

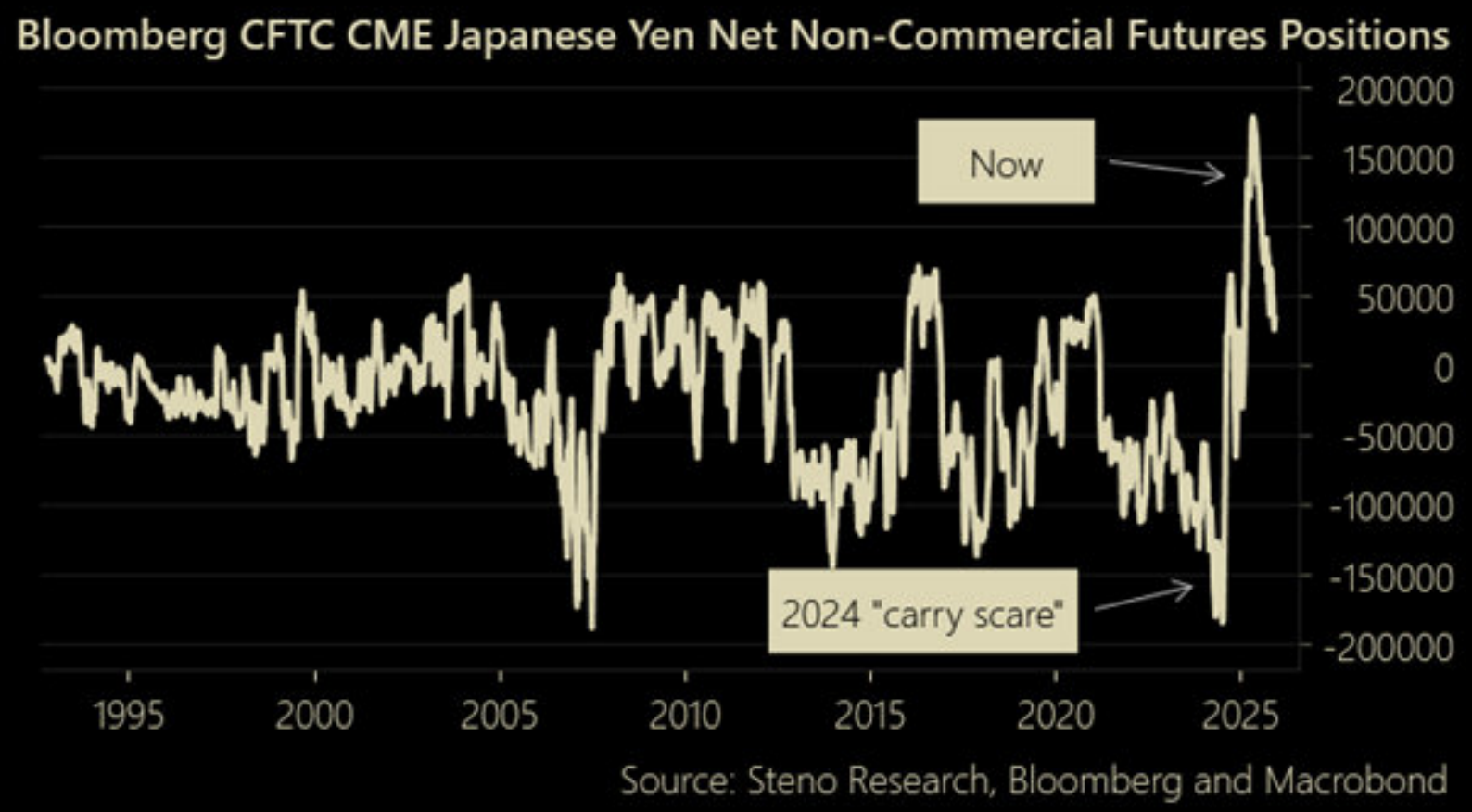


Immagine CARRY - **Fonte** Steno Research/Macrobond



Rialzo dei tassi BOJ: aumento di 25 punti base che porta il costo del denaro in Giappone ai massimi da 30 anni, senza effetti immediati di crisi.

Assenza di armageddon sul carry trade: scenario molto diverso dall'agosto 2024, quando il rialzo del 31 luglio innescò smobilizzi massicci.

Debolezza dello yen: nonostante il rialzo dei tassi, lo yen si deprezza fino a 157 contro dollaro, avvicinandosi alla soglia storica di allarme 160.

Politica monetaria accomodante: toni "da colomba" del governatore Ueda e nessuna indicazione di ulteriori rialzi nel 2026.

Contrasto con la politica fiscale: forte stimolo governativo in un contesto di inflazione in crescita, con la BOJ chiamata a fare da argine.

Segnali dal mercato obbligazionario: rendimento del JGB a 30 anni al 3,425%, massimo storico, che suggerisce tensioni rinviate e possibili rischi futuri.



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