



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Massimiliano Silla

Consulente Finanziario Indipendente

Certified Financial Planner – CFP®

NEWSLETTER SETTIMANALE

18 - 24 MAGGIO

ANNO 2026





MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Indice

3

MACRO

le forze che muovono i mercati

10

EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio

29

FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità

40

COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali

52

FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali

62

DISCLAIMER

informazioni legali e credits

63

CONTATTI

come raggiungermi



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Inflazione

Liquidità

Tassi

Crescita

Occupazione

MACRO

le forze che muovono i mercati



In sintesi

La settimana macroeconomica ruoterà ancora una volta attorno all'Asia e, in particolare, alla Cina, chiamata a fornire indicazioni cruciali attraverso i dati su produzione industriale e vendite al dettaglio. Sul fronte obbligazionario, riflettori puntati sulle aste di Corea del Sud e Giappone, in un contesto in cui Tokyo continua a convivere con tensioni sui rendimenti del secondario. Nei giorni successivi l'attenzione si sposterà sul PIL giapponese, sulle minute della Banca centrale australiana e sui dati relativi a occupazione britannica e inflazione canadese, storico proxy anticipatore degli USA. Mercoledì potrebbe rivelarsi la giornata più delicata: il dato sull'inflazione britannica rischia di aumentare ulteriormente la pressione sulla Bank of England e sul mercato dei GILTS, mentre le minute della FED di Jerome Powell saranno analizzate alla ricerca di segnali sui futuri tassi. Giovedì spazio ai PMI flash globali, agli indici Philly Fed e all'asta di Treasury inflation-linked (TIPS) a 10 anni. Chiusura di settimana con inflazione giapponese, indice IFO tedesco e report dell'Università del Michigan.

Cosa aspettarsi dal mercato?

I mercati si preparano ad affrontare una settimana particolarmente sensibile sul fronte obbligazionario e macroeconomico. La combinazione tra rallentamento della fiducia dei consumatori, inflazione ancora difficile da normalizzare e tensioni sui rendimenti sovrani potrebbe aumentare la volatilità, soprattutto sui bond governativi. Particolare attenzione sarà rivolta al Giappone, dove ogni nuova pressione sui rendimenti rischia di alimentare dubbi sulla sostenibilità dell'attuale equilibrio monetario della Bank of Japan. Anche il Regno Unito resta osservato speciale: un'inflazione ancora elevata obbligherebbe la Bank of England a mantenere un approccio restrittivo mentre i GILTS mostrano fragilità crescenti. Negli Stati Uniti, invece, le minute della FED e l'asta di TIPS rappresenteranno un test diretto sulla fiducia degli investitori nel lungo termine e sulle aspettative inflazionistiche future. Sullo sfondo rimane inoltre la questione energetica legata agli stoccaggi petroliferi americani e alle tensioni attorno a Hormuz.

Nuova settimana, vecchio epicentro dell'attenzione globale: la Cina. Archiviata la visita di Donald Trump, **lunedì 18 maggio** Pechino tornerà sotto i riflettori con la pubblicazione dei dati sulla produzione industriale e sulle vendite al dettaglio. Restando in Asia, Corea del Sud e Giappone saranno invece chiamati a testare il reale appetito del mercato obbligazionario attraverso aste rispettivamente di titoli a 10 e 5 anni. Auguri a Tokyo, considerando il clima che continua a caratterizzare i rendimenti sul mercato secondario nipponico. Sul fronte europeo, l'Italia diffonderà il dato relativo alla bilancia commerciale, mentre negli Stati Uniti sarà pubblicato l'indice NAHB sul mercato immobiliare.

Martedì 19 maggio il fuso asiatico inaugurerà la giornata con appuntamenti tutt'altro che marginali. Il Giappone renderà note le stime trimestrali e annualizzate sul PIL, mentre l'Australia pubblicherà le minute dell'ultima riunione della Banca centrale (unico rialzo fra tutte le principali Banche centrali) insieme all'indice WestPac sulla fiducia dei consumatori. A seguire, spazio al tasso di disoccupazione nel Regno Unito e al dato sull'inflazione canadese, storico proxy anticipatore degli USA con circa tre mesi di anticipo.

Mercoledì 20 maggio potrebbe rappresentare uno snodo politicamente e finanziariamente decisivo per il già traballante premier britannico. Londra pubblicherà infatti il dato sull'inflazione e i mercati saranno chiamati a prezzare la conseguente azione obbligata di una Bank of England che continua a confrontarsi con GILTS ormai caratterizzati da rendimenti sempre più difficili da sostenere. Successivamente, attenzione rivolta agli stoccaggi petroliferi americani, dato cruciale dopo il dissanguamento registrato nelle ultime settimane nel tentativo di sostenere un export capace di sfruttare la chiusura di Hormuz. Ma il vero focus della giornata sarà soprattutto la pubblicazione delle minute dell'ultimo board della FED guidato da Jerome Powell.

Giovedì 21 maggio sarà ancora il Giappone ad aprire la sessione con la pubblicazione della bilancia commerciale e degli ordinativi di macchinari. A seguire, un vero e proprio diluvio di dati PMI flash attraverserà il globo: da Tokyo all'India, passando per l'intera Eurozona, il Canada e infine gli Stati

Uniti, dove sono attesi anche gli indici Philly Fed relativi a manifattura, condizioni di business e Capex, oltre all'indice della Kansas City Fed. Particolarmente rilevante sarà inoltre l'asta di Treasury a 10 anni indicizzato all'inflazione (TIPS), fondamentale per comprendere il reale appetito e il sentiment degli investitori sul lungo termine.

Venerdì 21 maggio si aprirà con il dato sull'inflazione giapponese, per poi proseguire con l'indice GfK relativo al sentiment dei consumatori tedeschi e con le vendite al dettaglio nel Regno Unito. A metà mattinata arriverà un nuovo screening dello stato di salute dell'economia teutonica attraverso l'indice IFO, mentre il Canada pubblicherà sia le vendite al dettaglio sia il dato PPI. Negli Stati Uniti, infine, l'attenzione sarà rivolta con un'intensità superiore al consueto al report settimanale dell'Università del Michigan, lo stesso indicatore che soltanto la scorsa settimana aveva certificato il livello di consumer sentiment più basso dai tempi della crisi finanziaria del 2008.

Cina sotto osservazione con i dati su produzione industriale e vendite al dettaglio, considerati centrali per valutare la tenuta della crescita globale.

Tensioni sul mercato obbligazionario asiatico, con aste di Corea del Sud e Giappone in un contesto di rendimenti giapponesi sempre più delicati.

Focus su inflazione britannica e Bank of England, mentre i GILTS continuano a mostrare criticità sul fronte della sostenibilità dei rendimenti.

Attesa elevata per le minute della FED di Jerome Powell, alla ricerca di indicazioni sui futuri orientamenti di politica monetaria.

Valanga di dati PMI flash globali e indici regionali americani (Philly Fed e Kansas City Fed) per misurare lo stato reale dell'economia.

Attenzione su Treasury indicizzati all'inflazione (TIPS), sentiment dei consumatori USA e stoccaggi petroliferi americani, tra aspettative inflazionistiche e tensioni geopolitiche legate a Hormuz.

Asta obbligazionaria: collocamento sul mercato di titoli di Stato attraverso cui un governo raccoglie capitali dagli investitori.

Bilancia commerciale: differenza tra il valore delle esportazioni e quello delle importazioni di un Paese.

Board della FED: organo direttivo della Federal Reserve, la banca centrale degli Stati Uniti, responsabile delle decisioni di politica monetaria.

Bonds / Mercato obbligazionario: strumenti di debito emessi da Stati o società che riconoscono interessi agli investitori.

Capex: abbreviazione di Capital Expenditure, ovvero gli investimenti effettuati dalle imprese in beni durevoli, impianti e infrastrutture.

Consumer sentiment: indicatore che misura il livello di fiducia e ottimismo dei consumatori rispetto all'economia.

FED: Federal Reserve, banca centrale degli Stati Uniti.

GILTS: titoli di Stato emessi dal Regno Unito, equivalenti britannici dei BTP italiani o dei Treasury americani.

Indice GfK: indicatore che misura il clima di fiducia dei consumatori tedeschi.

Indice IFO: indice elaborato in Germania che misura la fiducia delle imprese e lo stato di salute dell'economia tedesca.

Indice NAHB: indicatore del mercato immobiliare statunitense elaborato dalla National Association of Home Builders.

Mercato secondario: mercato in cui vengono scambiati titoli già emessi tra investitori.

Minute della Banca centrale: verbali dettagliati delle riunioni di politica monetaria delle banche centrali.

PIL: Prodotto Interno Lordo, misura della ricchezza prodotta da un Paese in un determinato periodo.

PMI flash: indicatori preliminari sull'andamento dell'attività economica nei settori manifatturiero e dei servizi.

PPI: Producer Price Index, indice che misura l'andamento dei prezzi alla produzione.

Prezzare il mercato: processo attraverso cui gli investitori incorporano nelle quotazioni le aspettative future su economia, tassi o politica monetaria.

Proxy economico: dato o indicatore utilizzato come riferimento anticipatore per interpretare l'andamento di un'altra economia o mercato.

Sentiment degli investitori: orientamento psicologico prevalente degli operatori finanziari verso i mercati.

Stoccaggi petroliferi: quantità di petrolio e derivati presenti nelle riserve strategiche o commerciali.

TIPS: Treasury Inflation-Protected Securities, titoli di Stato americani indicizzati all'inflazione.

Treasury: titoli di Stato emessi dal Tesoro degli Stati Uniti.

WestPac Consumer Sentiment Index: indice australiano che misura la fiducia dei consumatori sull'andamento economico.



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Euro Stoxx

S&P 500

Nasdaq

Nikkei

FTSE MIB

Azionario

EQUITY

dinamiche di mercato e allocazione del rischio



In sintesi

Il 13 maggio potrebbe essere ricordato come il vero turning point del rally guidato dall'AI. Da un lato, Wall Street ha ignorato un PPI USA al 6% grazie all'ennesimo gamma squeeze alimentato dall'euforia su Nvidia, H200, Blackwell e hyperscalers. Dall'altro, il Treasury USA a 30 anni è stato collocato sopra il 5% per la prima volta dal 2007, segnalando un aumento strutturale del premio per il rischio globale. Il problema è che il rally tech si regge oggi su fondamenta sempre più fragili: deficit elevati, boom di Capex, free cash flow negativo per gli hyperscalers almeno per i prossimi due anni (**FCF_AI**), emissioni massive di debito IG e una concentrazione estrema degli acquisti tramite ETF a leva e opzioni call. Tutto questo mentre i dati macro USA continuano a mostrare un'economia surriscaldata, rendendo molto più difficile immaginare tagli dei tassi rapidi e aggressivi. In pratica, il mercato continua a correre grazie a flussi tecnici e leva finanziaria, ma con rendimenti obbligazionari che stanno tornando a contare eccome per il comparto tech.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il rischio principale è che il mercato passi improvvisamente da una dinamica dominata dal gamma squeeze a un ritorno brutale dei fondamentali macro. In quel caso, il vero spartiacque saranno i tassi USA e l'indice MOVE. Se il Treasury decennale dovesse consolidarsi sopra la "Maginot" del 4,5% e il trentennale restare oltre il 5%, il mercato potrebbe iniziare a riconsiderare il costo reale del capitale necessario a finanziare l'intera architettura AI. Il problema è che il sistema appare estremamente fragile: ETF a leva, dealer positioning e controllo della volatilità hanno creato un enorme sell vortex potenziale (**REBALANCE_SKEW**), dove eventuali ribassi potrebbero autoalimentarsi attraverso vendite forzate. In questo contesto, episodi come il sell-off del KOSPI o possibili tensioni legate a Samsung e SK Hynix rischiano di trasformarsi in catalizzatori sistemici. Lo scenario che emerge è quindi quello di uno scontro diretto tra bonds e AI (**BONDS_AI**), con volatilità destinata ad aumentare sensibilmente.

Occorre annotare la data del 13 maggio e tenerla bene in vista.

Perché quel giorno potrebbe essere ricordato come il silenzioso turning point di un rally bellico senza precedenti. E con implicazioni che rischiano di rivelarsi altrettanto destabilizzanti.

Il dato sul PPI statunitense al 6% avrebbe teoricamente dovuto innescare una brusca correzione di Wall Street. E invece, l'ennesimo e colossale gamma squeeze, alimentato dalla salita last minute del patron di Nvidia sull'Air Force One diretto con Donald Trump verso la Cina, ha travolto qualsiasi timore. La prospettiva di un'apertura sull'export di H200 e forse persino di Blackwell ha completamente monopolizzato il sentiment di mercato. Persino una settimana caratterizzata da breadth pesantemente negativa – ovvero con una larga maggioranza di titoli in territorio negativo – è stata ignorata, mentre soltanto il comparto tech continuava a sostenere il rally. Una dinamica evidentemente insostenibile.

Ma quel giorno è accaduto anche altro. Ed è lì che si annida il vero turning point.

Il Tesoro statunitense è tornato sul mercato con un'asta da 25 miliardi di dollari di titoli trentennali e, per la prima volta dall'agosto 2007, il collocamento ha richiesto un coupon superiore al 5%. Per l'esattezza, 5,046%. Il premio per il rischio sta aumentando. Ovunque. Con Giappone e Gran Bretagna in prima linea. *"Yield curve implications will be closely watched, 30-year bond yield above 5% may attract buyers to long end of curve, potentially flattening the yield curve"*, si è lasciato sfuggire qualche osservatore. Una lettura forse eccessivamente ottimistica.

Ecco come Charlie McElligott di Nomura apriva la sua nota del 14 maggio:

Traders' eyes are again turning to rates as macro can return to a role as primary catalyst after the "Micro Calm" of strong Equities Earnings, where after the UST long-end supply yesterday a growing number are again becoming worried about growing "Hawkish Concern" globally via the still-not-solved Energy / Petrochem supply shock from Iran, where oil is draining at a record pace through

emergency inventories which will soon begin running-dry of molecules and keep then the "Inflation Tail" will truly be alive.

Secondo lo stratega di Nomura, l'inflazione statunitense rimane ostinatamente troppo elevata e continua a muoversi nella direzione sbagliata. E, nonostante il wishful thinking del Presidente rispetto a una FED più accomodante e subordinata alle esigenze politiche, il potenziale orientamento delle Banche centrali globali sembra oggi inclinare nuovamente verso politiche restrittive, ampliando il Delta reale.

Da qui l'attenzione sull'indice MOVE, necessario per comprendere se ci troviamo di fronte a una semplice ma salutare correzione oppure a una vera crepa strutturale nell'asse portante del mercato, tema su cui torneremo più avanti. Nei prossimi due mesi saranno i tassi statunitensi a dirci se il mercato azionario tornerà ad essere macro-driven e macro-dependent, con l'inflazione nuovamente al centro della scena.

Ed è proprio qui che emerge uno dei nodi valutativi fondamentali. L'eventuale transizione da un mercato sostenuto artificialmente da un gamma squeeze permanente a un ritorno ai fondamentali rischia infatti di verificarsi in una fase di forte surriscaldamento dell'economia reale americana, più che in un contesto recessivo.

Due dati pubblicati venerdì, proprio mentre i rendimenti esplodevano, sono emblematici: l'Empire Manufacturing ha segnato 19.6 contro attese di 7.2 e un precedente di 11.0, mentre la produzione industriale è salita dello 0,7% contro attese di +0,3% e un dato precedente di +0,2%. Un'aggravante tutt'altro che trascurabile. Perché tagliare i tassi in presenza di simili dati macroeconomici significherebbe compiere un azzardo nell'azzardo.

Quel surriscaldamento, tuttavia, nasce da lontano e rappresenta il collaterale diretto della costruzione dell'architrave AI/tech. È la conseguenza combinata di elevata spesa fiscale e deficit, boom di Capex anticipato dagli hyperscalers, deprezzamento OBBA (deduzioni) al 100%, riaccelerazione

manifatturiera e industriale, vendite al dettaglio e consumi ancora sostenuti – sebbene alimentati da indebitamento e drenaggio del risparmio residuo, in pieno stile 2021 – PIL nominale al 6% e, infine, sicurezza energetica rispetto al resto del mondo, elemento di fatto pro-ciclico per l'economia statunitense.

In altre parole: l'autogol di Hormuz.

A questo si aggiunge un'altra criticità strutturale. L'intera architettura dell'AI e dei suoi investimenti faraonici continua infatti a poggiare sui premi richiesti dal mercato dei Treasuries. Oggi ci troviamo di fronte a circa 1 trilione di debito IG da emettere per finanziare la chimera AI, in un contesto in cui il Treasury trentennale viaggia oltre il 5,1% e il decennale ha ampiamente sfondato la Maginot del 4,5%.

L'aggravante? È tutta racchiusa in questo grafico (**FCF_AI**): per almeno i prossimi due anni, il free cash flow dei cosiddetti hyperscalers dell'AI sarà negativo. E, al netto del ruolo che Oracle potrebbe giocare in questo prossimo (dis)equilibrio settoriale, da una situazione simile si esce soltanto con ulteriore debito e maggiori emissioni di bond corporate. Un cul-de-sac dentro il cul-de-sac.

Nel frattempo, gli ETF a leva continuano a potenziare il movimento rialzista. La corsa all'opzionalità call sull'upside AI/Semis/Megacap tech – il vero gamma che alimenta il rally – viene ulteriormente amplificata dal complesso degli ETF a leva, dove l'85% degli attuali 179 miliardi di dollari di AUM presenta una sovrapposizione concentrica con Tech/AI/Semis/Mag7+.

Il risultato è impressionante: il ribilanciamento aggregato delle dinamiche giornaliere di performance ha generato qualcosa come 100 miliardi di dollari di acquisti nell'arco di un solo mese, di cui 38,1 miliardi nei semiconduttori, 41,8 miliardi nel tech e 11,6 miliardi nelle Mag7.

Ancora McElligott descrive questi compratori come soggetti che capitano nuovamente al rialzo e acquistano sempre di più man mano che il mercato sale, trainati sia da fonti reali sia da fonti sintetiche di gamma che agiscono in modo pro-ciclico, alimentando ulteriormente lo slancio rialzista:

It's just a larger cliff to jump off of when the eventual deleveraging event occurs...

E ancora:

Or said otherwise, "the bigger they come, the harder they fall", as the math is the math. In the scenario with this much Options Delta needing to be traded... which then will knock-into the leveraged ETF AUM at all-time-highs and hence, the daily rebalancing needs being the largest "Synthetic Negative Gamma" we've seen out of this space, it's simply going to make for really really large notional on a drawdown into whatever the pullback catalyst is.

Traduzione: l'incredibile movimento osservato negli ultimi 45 giorni rischia di invertirsi con la stessa violenza con cui si è sviluppato.

Per comprendere cosa potrebbe arrivare, basta osservare il grafico che mostra il cosiddetto sell vortex: la naturale conseguenza di un gamma squeeze sistemico e prolungato che inevitabilmente, prima o poi, si muove in reverse. Secondo Nomura, il rischio si traduce in una selling matrix da 187 miliardi di dollari (**REBALANCE_SKEW**), alimentata dal posizionamento dei dealer sugli indici, dal ribilanciamento degli ETF a leva e dalle strategie di controllo della volatilità.

Più il mercato scende, più aumenta ciò che deve essere venduto. E più si vende, più il mercato accelera al ribasso. Una dinamica autoalimentante.

Un arretramento dell'S&P del 5% potrebbe infatti innescare vendite combinate per 187 miliardi di dollari attraverso il complesso del levered chase – opzioni, dealer di ETF a leva e controllo della volatilità. In pratica, un gigantesco buyback forzato di opzioni call realizzato attraverso i ribassi.

Ancora McElligott, questa volta sul fronte dell'hedging:

...trade on a longer horizon (say, July expiry) is simply starting to get "long Skew" because nobody

has it on in a world focused on "chasing upside". In other words, when the selloff comes (and seemingly then on longer positioning from all the "force-in"), traders caught offside - again - will be grabbing into puts while the calls die - so Index Options Skew should steepen sharply into a selloff.

Il rischio concreto? Che quanto accaduto venerdì mattina in Corea del Sud, con il violento sell-off del KOSPI, rappresenti la prima vera crepa nel muro dell'AI.

Tutto ruota attorno a questo grafico (**KOSPI_NDX**) e all'analisi di Market Ear su un eventuale reverse del listino sudcoreano in modalità gamma squeeze:

NDX volatility has stayed unusually well bid even as markets have squeezed aggressively higher. We have been outlining the risk of investors getting trapped "naked" to the downside as volatility rises alongside spot, potentially discouraging investors from adding downside hedges because vols already look expensive.

E ancora:

The spot-up, vol-up dynamic has been far less extreme in NDX than what we recently saw in KOSPI, but the underlying logic may still be similar. If investors stop hedging downside risk because implied volatility already feels elevated, positioning can quickly become dangerously exposed if markets suddenly reverse lower.

Da qui l'attenzione alla data del 21 maggio, deadline fissata dai sindacati Samsung per ottenere aumenti salariali capaci di colmare il gap rispetto ai rivali di SK Hynix. In caso contrario, sono già stati proclamati 28 giorni di sciopero. Se servisse un kicker per il KOSPI reversal, eccolo servito.

Di fatto, ciò che abbiamo di fronte sembra configurarsi come una sola, gigantesca battaglia campale: bonds contro AI (**BONDS_AI**). Uno scontro fra titani aggravato da un contesto in cui appetito per il rischio e momentum hanno raggiunto una tale magnitudo (**MOMENTUM**) da lasciare poco spazio a

ulteriore upside significativo e, al contrario, spalancare le porte a un aumento della volatilità, quantomeno sulla base dei precedenti storici.

Il tutto mentre due eventi appena emersi introducono ulteriori criticità, sintetizzate nei grafici **(BREAKOUT, NDX_TSY)**.

Da un lato, il breakout del Treasury decennale – il benchmark del mondo – rimasto per mesi intrappolato in una silenziosa battaglia interna al consolidation range e ora improvvisamente esploso. Un evento di portata quasi epocale, soprattutto considerando l'uncharted territory in cui il mercato rischia di entrare, aggravato dalla contemporanea esplosione dello short term gap tra Nasdaq e MOVE.

Dall'altro lato, la rimessa in discussione di un vecchio principio che il mercato sembrava aver archiviato: ovvero che i tassi contino eccome per il comparto tech.

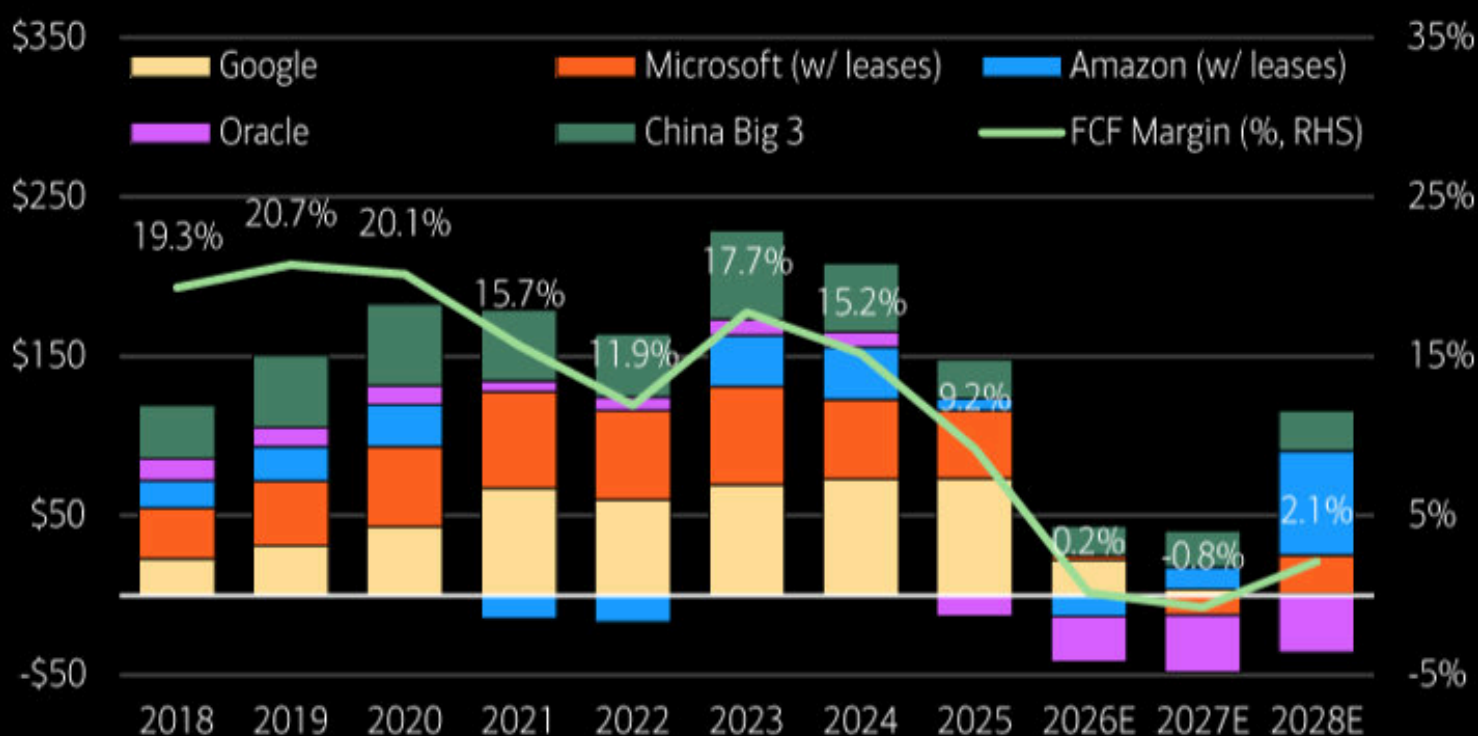
Una convinzione progressivamente evaporata quando il mercato ha preso coscienza dell'enorme cash pile detenuto dagli hyperscalers. Ma tutto ciò è avvenuto prima dell'esplosione del Capex. Da quel momento, infatti, gli hyperscalers sono tornati ad essere soggetti capital intensive, schiacciati dall'enorme mole di investimenti in chip, data center e infrastrutture. Tutte attività che richiedono finanziamenti continui.

E quei finanziamenti – emissioni obbligazionarie in testa – seguono inevitabilmente l'andamento dei rendimenti dei Treasuries. Incorporandone integralmente i premi per il rischio.

Per Rich Privorotsky di Goldman Sachs, il quadro può essere sintetizzato così:

All roads lead back to rates. And when bonds sell off, equities rarely digest it well.

Exhibit 14: We see cloud/hyperscale aggregate FCF margin to reach ~0% between 2026-27, before turning modestly positive again (~2%) in 2028 given accelerated infra buildout in the next few years.
FCF and FCF Margin Outlook for Each Hyperscaler



Source: BofA Global Research estimates, Bloomberg

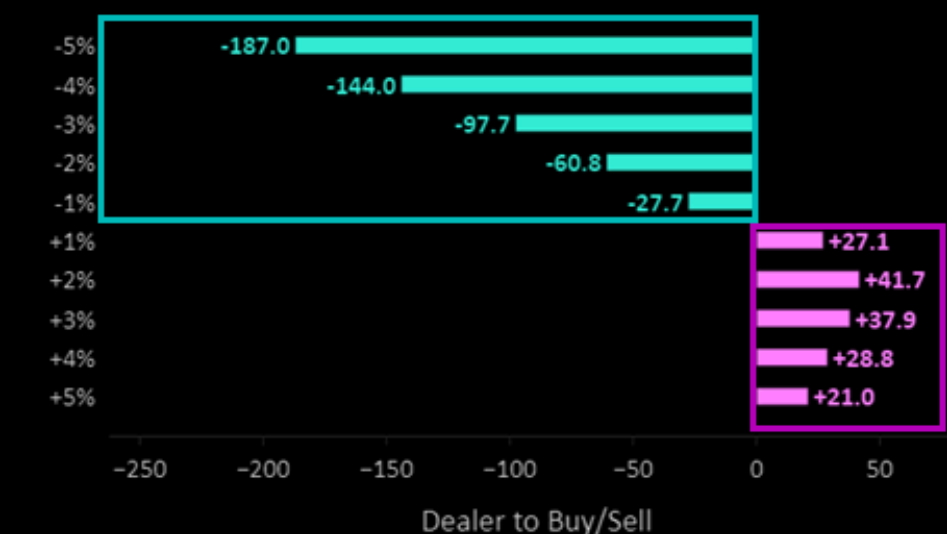
BofA GLOBAL RESEARCH

Imagine FCF_AI - Fonte Bank of America

Index + Vol Control Rebalance Projection

Option + Levered ETF Dealers + Vol Control to Buy/Sell

(In Billions USD)



	SPX	QQQ	IWM	Vol Control	Total
+5%	26.5	23.1	16.7	-45.2	21.0
+4%	23.8	18.8	13.6	-27.4	28.8
+3%	24.8	14.6	10.4	-11.9	37.9
+2%	30.0	10.2	7.2	-5.7	41.7
+1%	19.5	5.4	3.7	-1.5	27.1
-1%	-16.3	-6.0	-3.9	-1.5	-27.7
-2%	-34.8	-12.4	-7.8	-5.9	-60.8
-3%	-54.4	-19.0	-11.8	-12.5	-97.7
-4%	-71.7	-25.8	-15.9	-30.7	-144.0
-5%	-84.7	-33.0	-20.0	-49.3	-187.0

Immagine REBALANCE_SKEW - Fonte Nomura

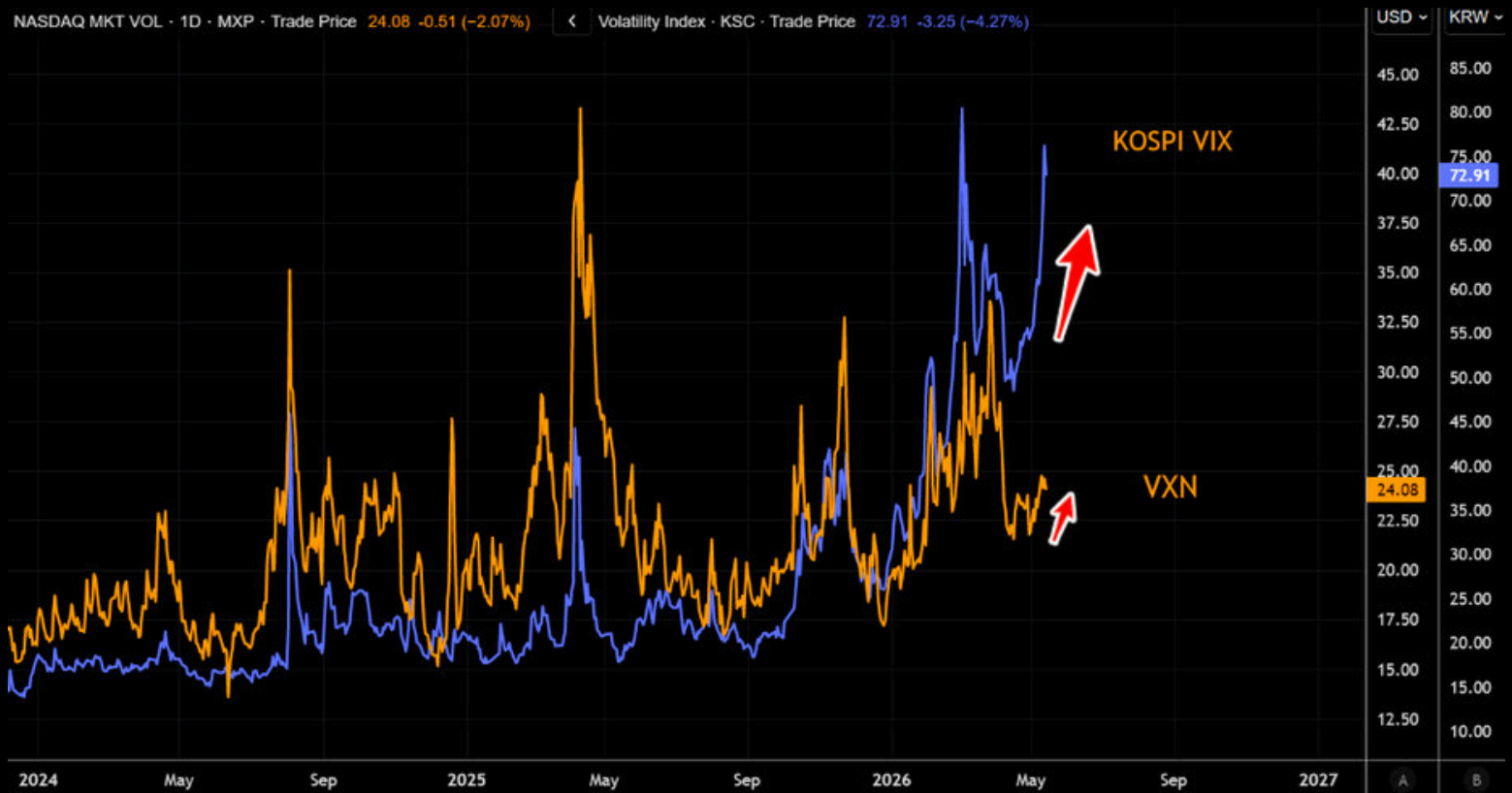
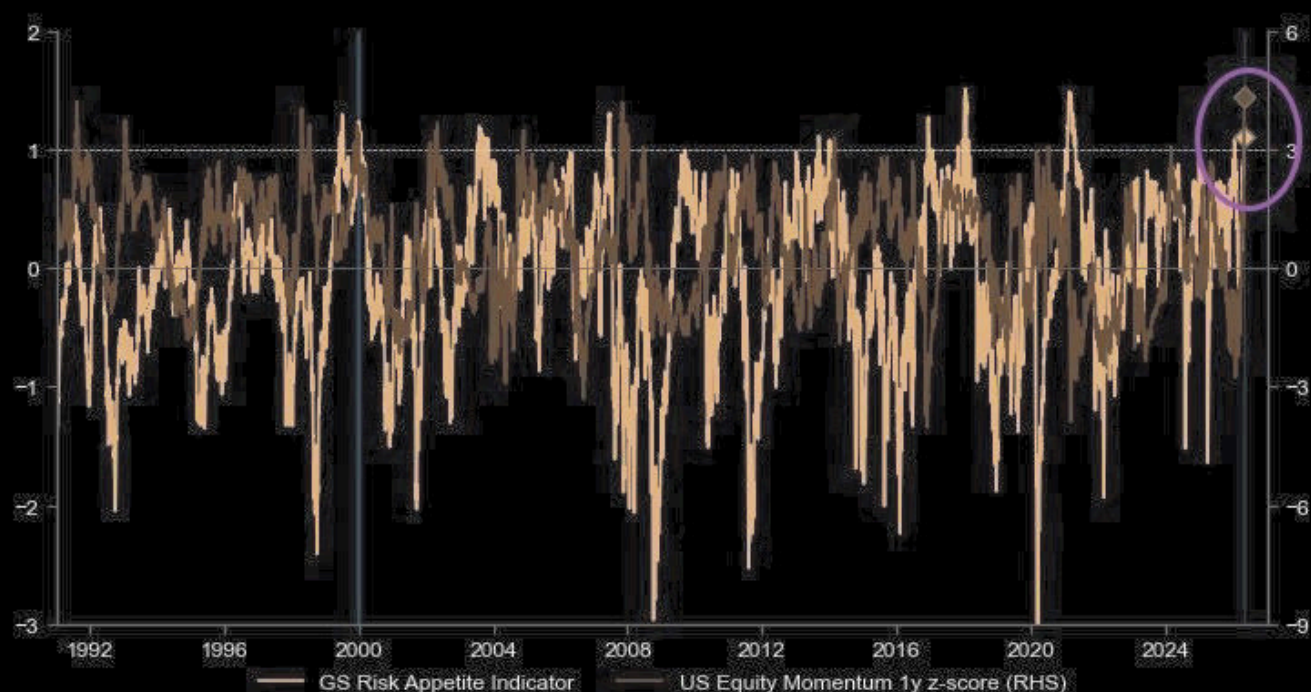


Immagine KOSPI_NDX - Fonte Market Ear



Immagine BONDS_AI - Fonte Zerohedge

Exhibit 4: Risk Appetite above 1.0 and equity Momentum z-score above 3.0 for the first time since 2000
Orange shading: RAI > 1.0 and US Equity Momentum 1y z-score > 3.0



US Equity Momentum = MSCI USA Momentum vs. MSCI USA

Source: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

Immagine MOMENTUM - Fonte Goldman Sachs



Immagine BREAKOUT - Fonte Market Ear

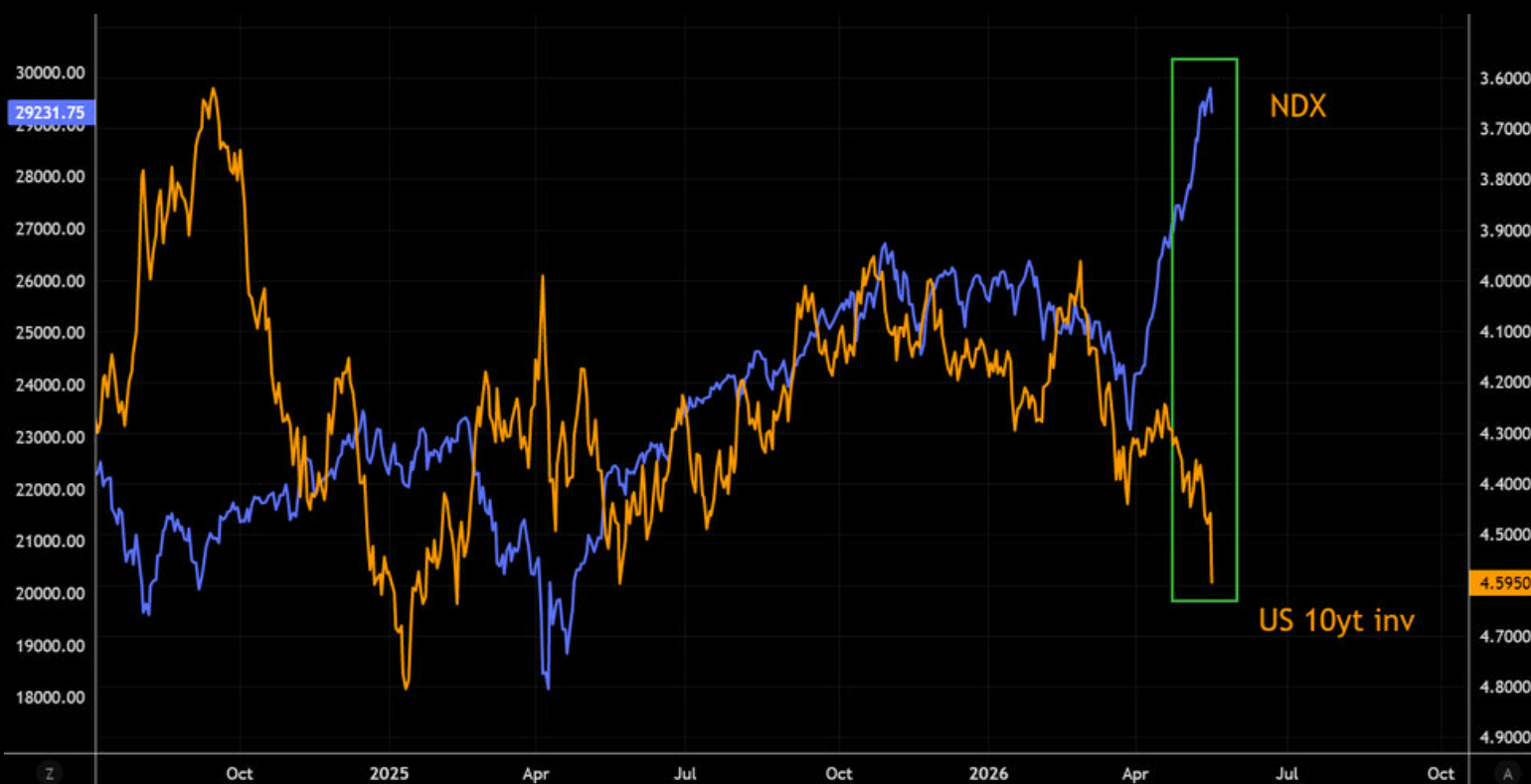


Immagine NDX_TSY - Fonte Market Ear

Il 13 maggio come turning point del rally

AI-driven: La combinazione tra PPI USA al 6%, gamma squeeze e ottimismo sull'export Nvidia (H200/Blackwell) ha consentito al tech di ignorare segnali macro che normalmente avrebbero destabilizzato Wall Street.

Ritorno del rischio obbligazionario

globale: Il collocamento del Treasury trentennale sopra il 5% per la prima volta dal 2007 segnala un aumento strutturale del premio per il rischio, con implicazioni dirette sulla yield curve e sull'intero sistema finanziario globale.

Economia USA ancora troppo forte per

tagliare i tassi: Dati come Empire Manufacturing e produzione industriale mostrano un'economia surriscaldata, rendendo più difficile per la FED giustificare rapidi allentamenti monetari nonostante le aspettative del mercato.

L'AI dipende sempre di più dal debito:

Gli hyperscalers stanno entrando in una fase di free cash flow negativo (FCF_AI), sostenuta da enorme Capex, emissioni di bond corporate e crescente dipendenza dal costo del capitale legato ai Treasuries.

ETF a leva e opzioni stanno amplificando

il rally: La concentrazione degli AUM su Tech/AI/Semis/Mag7+ e il continuo acquisto di call stanno creando un effetto pro-ciclico che alimenta artificialmente il momentum rialzista.

Il rischio sistemico è il sell vortex:

In caso di inversione, dealer positioning, leveraged ETF e controllo della volatilità potrebbero innescare una spirale di vendite forzate (REBALANCE_SKEW), con effetti potenzialmente violenti su Nasdaq, KOSPI e mercato globale.

AUM (Assets Under Management):

patrimonio complessivamente gestito da un fondo, ETF o società finanziaria.

Blackwell: nuova architettura di chip AI sviluppata da NVIDIA destinata a data center e intelligenza artificiale avanzata.

Bond corporate: obbligazioni emesse da società private per finanziarsi sul mercato.

Breadth di mercato: indicatore che misura quanti titoli partecipano realmente a un rialzo o a un ribasso di Borsa.

Breakout: superamento deciso di un livello tecnico importante di prezzo o rendimento.

Buyback di opzioni call: ricopertura forzata di posizioni speculative rialziste tramite riacquisto di contratti derivati.

Capex (Capital Expenditure): investimenti effettuati dalle aziende per infrastrutture, impianti, tecnologia o sviluppo industriale.

Capital intensive: attività o settore che richiede enormi quantità di capitale per operare e crescere.

Cash pile: enorme riserva di liquidità detenuta da una società.

Collocamento obbligazionario: emissione e vendita sul mercato di titoli di debito.

Consolidation range: fase in cui mercato o titolo oscillano all'interno di un intervallo senza una direzione chiara.

Dealer: intermediari finanziari che comprano e vendono titoli o derivati garantendo liquidità al mercato.

Deleveraging: riduzione della leva finanziaria attraverso vendite di asset o riduzione del debito.

Delta (opzioni): misura della sensibilità del prezzo di un'opzione rispetto al movimento del titolo sottostante.

ETF a leva: ETF che amplificano i movimenti del mercato utilizzando derivati e debito.

FCF (Free Cash Flow): flusso di cassa libero disponibile dopo investimenti e spese operative.

Gamma: parametro delle opzioni che misura quanto rapidamente cambia il Delta.

Gamma squeeze: movimento esplosivo del mercato causato da acquisti forzati legati alle coperture sulle opzioni.

H200: chip avanzato per AI sviluppato da NVIDIA, utilizzato soprattutto nei data center.

Hawkish: atteggiamento restrittivo delle Banche centrali, favorevole a tassi elevati per combattere l'inflazione.

Hedging: strategia di copertura utilizzata per limitare le perdite potenziali di un investimento.

Hyperscalers: grandi colossi tecnologici capaci di gestire enormi infrastrutture cloud e AI, come Microsoft, Amazon o Google.

IG (Investment Grade): obbligazioni considerate relativamente solide dalle agenzie di rating.

Indice MOVE: indice che misura la volatilità attesa sul mercato obbligazionario statunitense.

Inflation Tail: rischio che l'inflazione rimanga persistentemente elevata nel tempo.

Kicker: elemento capace di accelerare o amplificare un movimento di mercato.

KOSPI: principale indice azionario della Corea del Sud.

Leverage / leva finanziaria: utilizzo del debito o dei derivati per amplificare guadagni e perdite.

Long end della curva: parte lunga della curva dei rendimenti obbligazionari, tipicamente oltre 10 anni.

Mag7: gruppo delle sette principali megacap tecnologiche statunitensi.

Macro-driven / macro-dependent: mercato guidato principalmente dai dati macroeconomici.

Momentum: forza e velocità con cui un trend di mercato continua nella stessa direzione.

NDX: abbreviazione del Nasdaq-100, indice composto dai principali titoli tecnologici statunitensi.

OBBA (deduzioni): riferimento a misure fiscali che consentono deduzioni accelerate sugli investimenti aziendali.

Options Skew: differenza di prezzo tra opzioni rialziste e ribassiste, usata per misurare la percezione del rischio.

PPI (Producer Price Index): indice dei prezzi alla produzione che misura l'inflazione lato imprese.

Premio per il rischio: rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per detenere asset percepiti come più rischiosi.

Pro-ciclico: fenomeno che amplifica il ciclo economico o i movimenti di mercato.

Pullback: correzione temporanea all'interno di un trend rialzista.

Rally: fase di rialzo rapido e sostenuto dei mercati finanziari.

Reverse: inversione di direzione del mercato.

Sell vortex: spirale di vendite autoalimentata che accelera i ribassi.

Semis: abbreviazione di semiconduttori.

Sentiment di mercato: umore prevalente degli investitori.

Short term gap: forte divergenza di breve periodo tra due indicatori o mercati.

Treasury: titolo di Stato emesso dagli Stati Uniti.

Turning point: punto di svolta in un trend economico o finanziario.

Upside: potenziale rialzo di un mercato o di un investimento.

UST (U.S. Treasury): abbreviazione utilizzata per i titoli di Stato statunitensi.

Volatilità implicita: volatilità attesa dal mercato e incorporata nel prezzo delle opzioni.

Wishful thinking: convinzione ottimistica basata più sul desiderio che sulla realtà.

Yield curve: curva dei rendimenti obbligazionari a diverse scadenze.

Yield curve flattening: appiattimento della curva dei rendimenti, con minore differenza tra tassi a breve e lungo termine.



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

BTP

Treasury

JGB

Bund

Schätze

Obbligazionario

FIXED INCOME

curva dei tassi, premio a termine e condizioni di liquidità



In sintesi

Il ritorno dell'attenzione sul private credit nasce da un contesto in cui tassi sovrani e mercato azionario appaiono sempre più interconnessi. In questo scenario, il settore corporate continua a mostrare fragilità tutt'altro che risolte, nonostante il mercato sembri ignorarle, distratto dall'euforia legata all'AI. Emblematica, in tal senso, la notizia rilanciata da Bloomberg relativa al nuovo veicolo creditizio di Apollo Global Management, strutturato con logiche che richiamano i CDO dell'era subprime. Parallelamente, il private credit ha progressivamente assorbito i prenditori più rischiosi usciti dall'universo high yield tradizionale: gli emittenti BB sono aumentati, mentre quelli B/CCC si sono ridotti, segnale evidente di un trasferimento del rischio fuori dal circuito bancario tradizionale. Il comparto mostra inoltre una forte concentrazione verso il settore software e presenta livelli di trasparenza spesso discutibili. A rendere il quadro ancora più delicato vi sono le scadenze del real estate commerciale statunitense: circa 875 miliardi di dollari di prestiti dovranno essere rifinanziati in un contesto di Treasury trentennale elevato e mutui prossimi al 7%.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il mercato sembra oggi sottovalutare i potenziali effetti sistemici del private credit, ma diversi segnali stanno emergendo simultaneamente. I bond vigilantes stanno implicitamente avvertendo la FED sul rischio di un policy error qualora abbandonasse la neutral stand per adottare politiche eccessivamente espansive. Tuttavia, la resilienza dei dati macroeconomici statunitensi e il continuo susseguirsi di sorprese positive evidenziate dall'indice di Citigroup (**CITI_SURPRISE**) limitano fortemente lo spazio per tagli aggressivi dei tassi. Nel frattempo, iniziano a moltiplicarsi episodi che riportano il focus sulle criticità del settore: l'indagine del Dipartimento di Giustizia sui criteri valutativi del fondo di private credit di BlackRock, le operazioni di trasferimento rischio legate a Goldman Sachs e il congelamento dell'investimento da 4 miliardi nel private credit annunciato da HSBC. Il rischio è che il private credit, oggi pari a oltre 2 trilioni di dollari e composto per il 69% da rating B- o inferiori, si trasformi nel principale focolaio di stress corporate dei prossimi mesi.

Con i tassi sovrani che, in questa fase, mostrano una correlazione sempre più marcata con l'andamento dell'azionario, appare opportuno tornare a soffermarsi sul private credit e, più in generale, sul comparto corporate. Perché, nonostante il silenzio quasi tombale calato sul settore, nulla sembra realmente risolto. Anzi. Soprattutto alla luce di notizie come quella rilanciata il 13 maggio da Bloomberg, apparentemente assorbita senza particolari scossoni da un mercato totalmente concentrato sull'ennesima cavalcata del destriero Al: *Apollo's new credit vehicle is backed by loans and stakes in its funds, echoing CDOs that faltered during the financial crisis*. E quando un player della rilevanza di Apollo Global Management torna a riproporre senza particolari remore pratiche tipiche del pieno periodo subprime, lo stato dell'arte del settore sembra commentarsi da solo.

Ad aggravare ulteriormente il quadro vi è, appunto, il segnale inviato dai rendimenti sovrani nell'ultima seduta della settimana, soprattutto fra Giappone e Regno Unito. Non casualmente, proprio nel giorno dell'addio ufficiale di Jerome Powell e dell'insediamento di Kevin Warsh. Apparentemente, i bond vigilantes stanno lanciando un avvertimento alla FED rispetto al rischio concreto di un policy error, qualora si decidesse di abbandonare la neutral stand non tanto a favore di una riduzione del costo del denaro, quanto piuttosto di un approccio apertamente espansivo, più volte richiesto dalla Casa Bianca.

Le ragioni emergono con crescente chiarezza nei numeri che, progressivamente, stanno sedimentando fino a trasformarsi in precedenti storici: il private credit ha agito come fattore di de-risk per l'universo dell'alto rendimento. Gli emittenti obbligazionari con rating BB risultano infatti aumentati del 20% dal 2010, mentre quelli B/CCC sono diminuiti del 20%. Contestualmente, il comparto high yield mostra un'esposizione al celebrato settore software pari al 3%, contro il 20% del private credit. The riskiest borrowers migrated to private credit, insomma. E insieme a loro sembrano essersi trasferite anche pratiche di accountability quantomeno opache, che i recenti tremori dell'obbligazionario rischiano ora di riportare simultaneamente in superficie. E in modalità pesci nello stagno dopo il lancio di una bomba a mano.

In questo contesto, diventa fondamentale osservare con estrema attenzione la catena alimentare del rischio corporate obbligazionario. E soprattutto il suo segmento più fragile: quello caratterizzato dal livello di protezione più basso e dal più elevato grado di deterioramento potenziale prima della definitiva "marcescenza" finanziaria.

Il grafico **(CRE)**, in tal senso, ricorda come soltanto nel corso di quest'anno andranno a scadenza prestiti legati al comparto del real estate commerciale per circa 875 miliardi di dollari. E, guarda caso, il livello di esposizione e concentrazione presso società creditizie e cosiddetti non-bank lenders parla esattamente la stessa lingua del de-risk osservato in precedenza nel comparto high yield. Vale inoltre la pena ricordare come un livello dei rendimenti del Treasury statunitense a 30 anni come quello attuale si traduca in una pressione enorme sul settore immobiliare, soprattutto considerando un tasso fisso prossimo al 7% su quella scadenza, destinato a gravare ulteriormente su mutui e finanziamenti al comparto.

Anche in questo caso, la speranza di una FED pronta a intervenire al ribasso rischia di infrangersi contro un universo macro ufficiale che continua a mostrare caratteristiche di forza e resilienza notevoli. Di fatto, un continuum di sorprese al rialzo che l'indice di Citigroup fotografa in maniera fin troppo eloquente **(CITI_SURPRISE)**.

Insomma, attenzione ai focolai collaterali, meno visibili a occhio nudo ma tutt'altro che irrilevanti. Perché, come conferma la scelta decisamente poco ortodossa di Apollo Global Management, il private credit – con i suoi oltre 2 trilioni di controvalore – si sta delineando come un accident waiting to happen di primaria grandezza. E oggi più che mai circondato da detonatori e micce estremamente corte.

Non sembra allora casuale che, proprio nella giornata dei tonfi borsistici legati all'AI che hanno ovattato tutto il resto, il Dipartimento di Giustizia statunitense abbia reso noto di aver aperto un'indagine sui criteri valutativi degli asset utilizzati dal principale fondo di private credit di BlackRock,

TCP Capital, mentre *Goldman Sachs is sounding out investors about a significant risk transfer tied to a portfolio of loans to private market funds, come riportato da Bloomberg.*

Il tutto a sole 24 ore dall'annuncio di HSBC relativo al congelamento del proprio investimento da 4 miliardi di dollari proprio nel private credit, decisione a sua volta maturata poche settimane dopo la contabilizzazione forzata di una perdita da 400 milioni legata a una cosiddetta document verification failure.

Un gustoso eufemismo che può tradursi in accountability allegra. O rating allegro. O auditing allegro. O forse, più realisticamente, in una combinazione estremamente pericolosa di tutte e tre queste componenti: le diverse facce di una medesima e inquietante medaglia di conventio ad excludendum della realtà, in un contesto in cui l'intero mercato aveva fino a quel momento mostrato un atteggiamento sostanzialmente compiacente verso questo El Dorado del finanziamento extra-bancario. E, soprattutto, verso il suo ruolo di veicolo silente ed estremamente efficiente di de-risk, come mostrato in precedenza.

Comunque sia, il vero errore oggi sarebbe lasciar uscire il private credit dal radar. Perché, al netto del capitolo real estate, questo grafico finale (**PC_SUBPRIME**) mostra in maniera plastica come il 69% del private credit presenti rating B- o inferiori e come un quarto dell'intero comparto sia già in area CCC. The reality of the asset class is concentrated subprime corporate lending, si lascia sfuggire un analista evidentemente poco incline alla diplomazia linguistica.

Loan Origination Market Share % from Banks has Retreated to <40% Since the Regional Banking Crisis

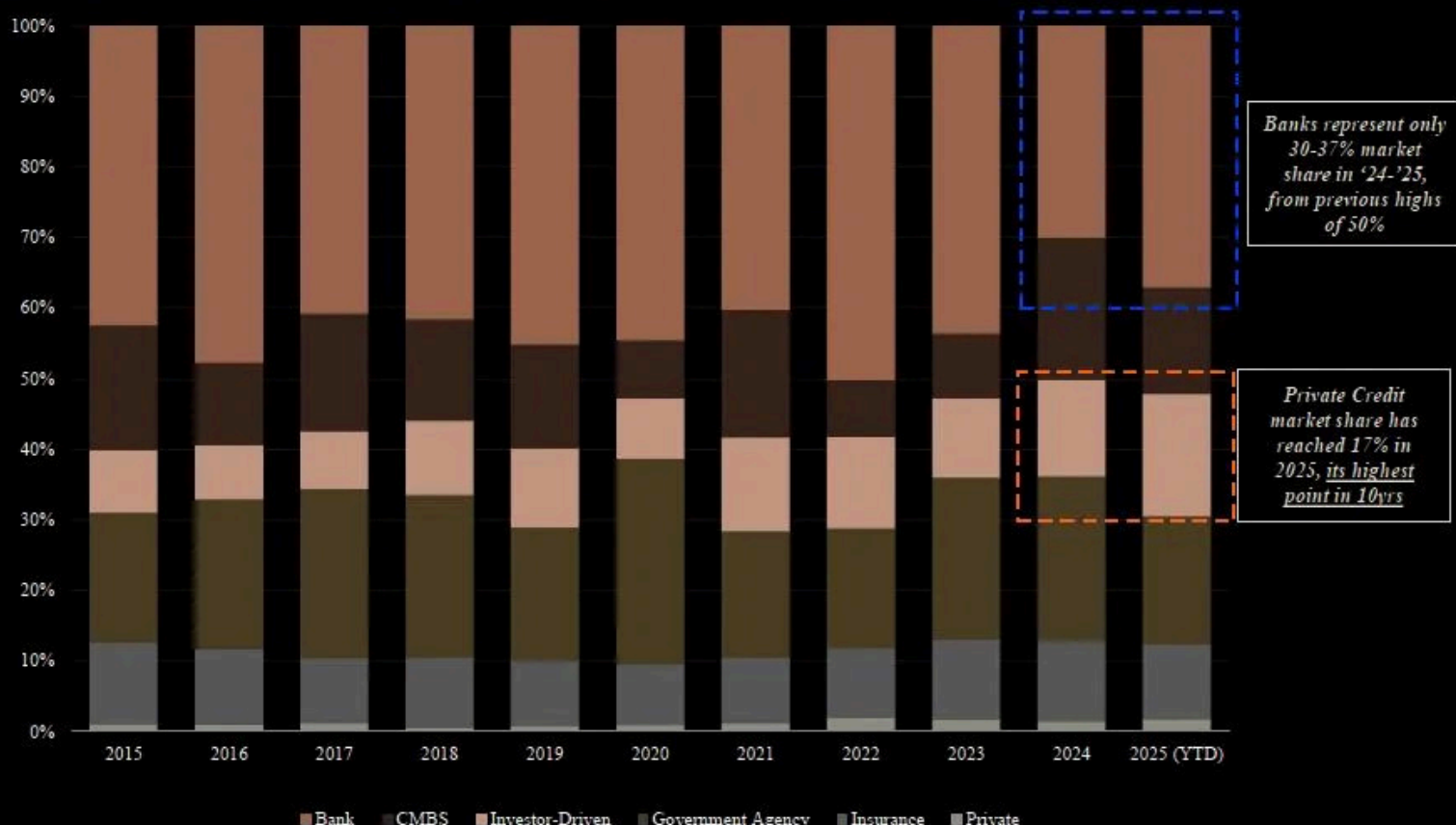


Immagine CRE - Fonte Zerohedge

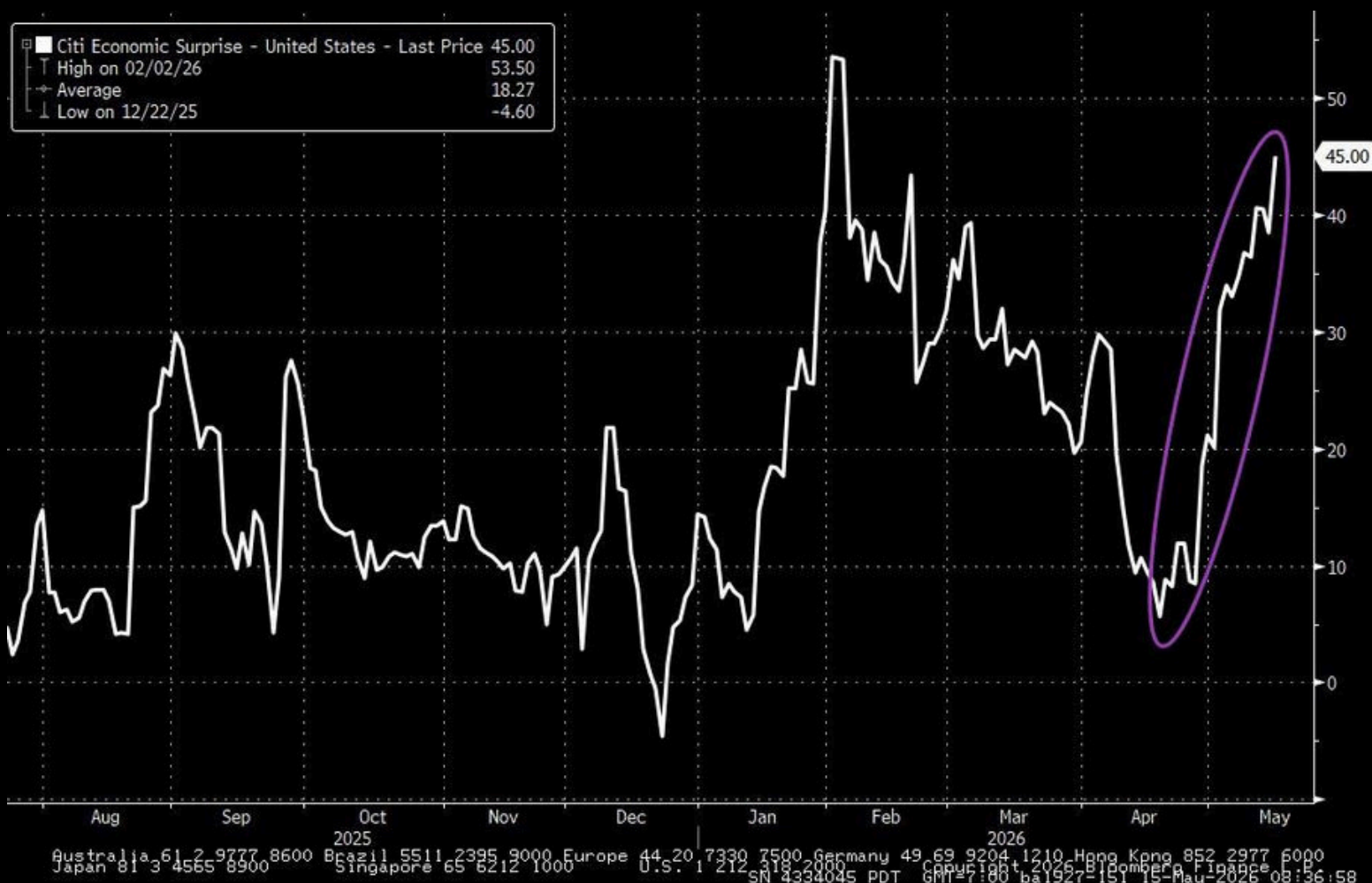
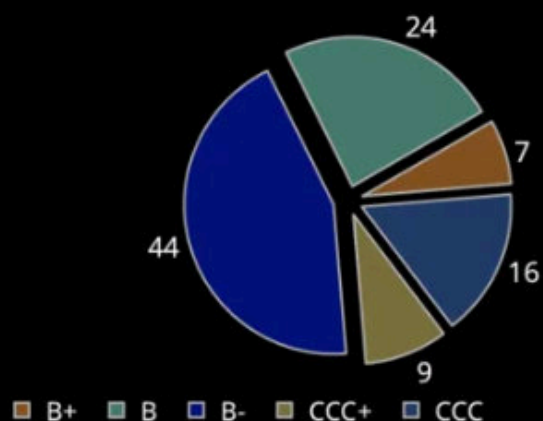


Immagine CITI_SURPRISE - Fonte Zerohedge

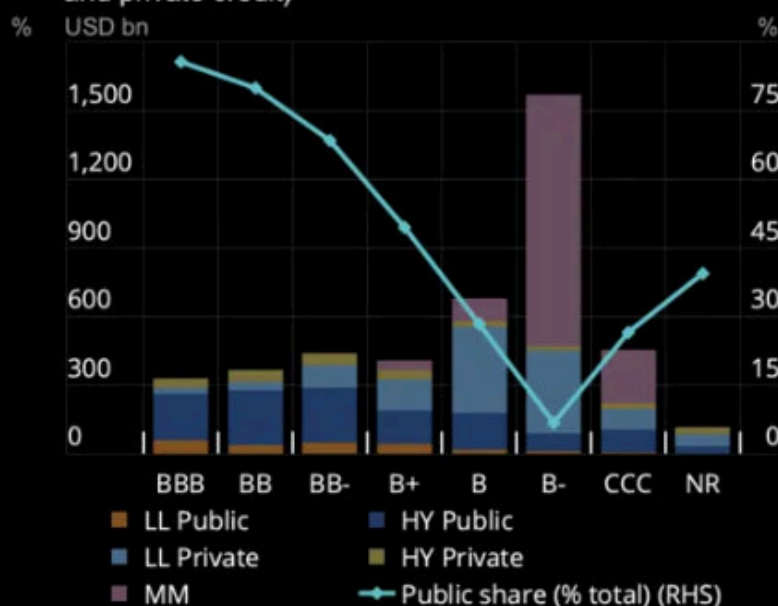
Distribution of credit ratings of private credit borrowers

Graph 6

A. Private credit rating distribution as of Q3 2025



B. Breakdown of public vs. private issuers in US leveraged credit markets (high yield, leveraged loans and private credit)



Source: Fitch ratings, Bloomberg, UBS Credit Research

Immagine PC_SUBPRIME - Fonte Fitch/UBS

Ritorno dei fantasmi subprime nel private credit: Il nuovo veicolo creditizio di Apollo Global Management, rilanciato da Bloomberg, richiama strutture simili ai CDO della crisi finanziaria del 2008.

Pressione dei bond vigilantes sulla FED: L'impennata dei rendimenti sovrani fra Giappone e Regno Unito segnala il timore del mercato obbligazionario verso una FED troppo espansiva dopo l'uscita di Jerome Powell e l'arrivo di Kevin Warsh.

Migrazione del rischio verso il private credit: I prestatori più rischiosi stanno progressivamente uscendo dall'high yield tradizionale per concentrarsi nel private credit, dove l'esposizione ai segmenti più fragili e opachi è molto più elevata.

Real estate commerciale come possibile detonatore: Nel 2026 scadranno circa 875 miliardi di dollari di prestiti CRE, in un contesto aggravato da Treasury trentennali elevati e tassi immobiliari prossimi al 7%.

Indagini, congelamenti e trasferimenti di rischio: Le mosse di BlackRock, Goldman Sachs e HSBC mostrano come il settore stia iniziando a fare i conti con problemi di valutazione, liquidità e trasparenza.

Private credit sempre più vicino al subprime corporate: Il grafico finale (PC_SUBPRIME) evidenzia come il 69% del comparto presenti rating B- o inferiori e circa un quarto sia già classificabile in area CCC.

Accountability: Termine inglese che indica la responsabilità nella gestione e nella rendicontazione di attività finanziarie, investimenti e controlli interni.

Accident waiting to happen: Espressione inglese utilizzata per descrivere una situazione apparentemente stabile ma potenzialmente destinata a sfociare in una crisi o incidente finanziario.

Auditing: Processo di controllo e revisione dei bilanci e delle procedure contabili di una società o di un fondo.

Bond vigilantes: Investitori obbligazionari che, attraverso vendite massive di titoli di Stato, "puniscono" politiche monetarie o fiscali considerate troppo espansive o rischiose.

CCC: Categoria di rating molto basso che identifica emittenti con elevata probabilità di insolvenza.

CDO (Collateralized Debt Obligation): Strumento finanziario strutturato che raggruppa prestiti o obbligazioni in un unico prodotto suddiviso per livelli di rischio. Fu uno dei simboli della crisi subprime del 2008.

Comparto corporate: Settore del mercato obbligazionario legato ai debiti emessi dalle aziende private.

Concentrazione del rischio: Situazione in cui una quota rilevante degli investimenti è esposta agli stessi settori, strumenti o tipologie di debitori.

Conventio ad excludendum: Espressione latina che indica un accordo implicito volto a escludere o ignorare determinate realtà o criticità.

Correlazione: Relazione statistica tra due mercati o strumenti finanziari che tendono a muoversi nella stessa direzione o in direzioni opposte.

CRE (Commercial Real Estate): Settore immobiliare commerciale, comprendente uffici, centri commerciali, hotel e immobili destinati ad attività economiche.

De-risk: Processo di riduzione apparente del rischio attraverso il trasferimento degli asset più rischiosi verso altri segmenti del mercato.

Document verification failure: Espressione utilizzata per indicare problemi o irregolarità nei controlli documentali relativi a investimenti o finanziamenti.

High Yield: Segmento obbligazionario composto da titoli con rating basso e quindi più rischiosi, che offrono rendimenti più elevati per compensare il rischio maggiore.

Macro ufficiale: Insieme dei principali dati macroeconomici pubblicati ufficialmente, come PIL, inflazione, occupazione e consumi.

Neutral stand: Posizione neutrale della banca centrale, che evita interventi fortemente espansivi o restrittivi sui tassi.

Non-bank lenders: Operatori finanziari che concedono credito senza essere banche tradizionali.

Player: Operatore importante di mercato, come una banca, un fondo o una grande società finanziaria.

Policy error: Errore di politica monetaria o economica da parte di una banca centrale o di un governo.

Private credit: Finanziamenti erogati da fondi o investitori privati al di fuori del tradizionale circuito bancario.

Private market funds: Fondi che investono in attività non quotate sui mercati regolamentati, come credito privato o private equity.

Rating: Valutazione del merito creditizio di un emittente o di uno strumento finanziario.

Rating BB / B / CCC: Classificazioni utilizzate dalle agenzie di rating per indicare il livello di rischio di un'obbligazione. Più si scende verso CCC, maggiore è il rischio di insolvenza.

Real estate commerciale: Mercato immobiliare legato ad attività economiche e professionali.

Rendimenti sovrani: Tassi di interesse offerti dai titoli di Stato emessi dai governi.

Risk transfer: Trasferimento del rischio finanziario da un soggetto a un altro attraverso operazioni strutturate.

Subprime: Categoria di prestiti concessi a soggetti con elevato rischio di insolvenza.

Treasury a 30 anni: Titolo di Stato statunitense con scadenza trentennale, considerato uno dei principali riferimenti globali per i tassi di lungo periodo.

Tremori dell'obbligazionario: Espressione figurata che indica tensioni, volatilità o vendite improvvise nel mercato delle obbligazioni.

Veicolo creditizio: Struttura finanziaria creata per raccogliere capitali e investirli in prestiti o strumenti di credito.



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Agricoltura

Carni

Energia

Metalli

Materie prime

COMMODITIES

materie prime e dinamiche inflattive globali



In sintesi

L'ultima settimana dell'argento ha mostrato movimenti troppo violenti per essere archiviati come semplice pullback. Il passaggio dal +11% al -8% in pochi giorni suggerisce infatti la presenza di dinamiche più profonde, legate tanto al mercato dei derivati quanto al contesto macro globale. A livello tecnico (**SILVER**), il metallo ha per ora difeso una trendline chiave mantenuta sin dallo scorso marzo, con quota 77 dollari trasformata nella vera linea Maginot del mercato. Il crollo di venerdì è coinciso con l'OpEX e con un mercato dei derivati che vale circa 100 volte il fisico, fattore che potrebbe aver amplificato le oscillazioni. Ma il ribasso registrato anche a Shanghai indica che dietro il movimento vi siano anche fattori strutturali. Da un lato il ritorno della variabile inflattiva, alimentata da petrolio in area 112 e dalle tensioni geopolitiche legate all'Iran; dall'altro il legame sempre più stretto tra argento e comparto tech/AI, soprattutto per l'utilizzo industriale nel solare. Sullo sfondo resta poi il nodo COMEX, con tassi di leasing del fisico sopra il 4%, mismatch crescente tra carta e metallo reale e il caso delle licenze sospese a due esportatori cinesi.

Cosa aspettarsi dal mercato?

La prossima settimana potrebbe risultare decisiva per comprendere quale narrativa guiderà realmente l'argento: inflazione oppure AI. La tenuta della trendline in area 77 dollari rappresenta il primo spartiacque tecnico. Una rottura aprirebbe rapidamente spazio verso area 75, modificando il trend e aumentando il rischio di un major test ribassista. Parallelamente, però, il mercato continua a inviare segnali contraddittori. I tassi di leasing sull'argento fisico restano elevati nonostante il sell-off, indicando che la domanda reale continua a esercitare pressione su un sistema dominato dalla carta. I nuovi vincoli imposti dall'India su vendite ed export e il record delle importazioni cinesi di marzo rafforzano ulteriormente questo squilibrio strutturale. Anche il caso **COMEX_SILVER** appare tutt'altro che marginale: la sospensione immediata delle licenze di warranty e delivery di due esportatori cinesi, unita alla continua accettazione del metallo già prodotto, alimenta interrogativi sulla reale disponibilità di fisico nel sistema. In questo contesto, l'argento sembra destinato a restare un mercato da negoziare più che da detenere passivamente, con volatilità e frequenza delle oscillazioni potenzialmente in ulteriore aumento.

Attenzione all'argento. Perché quanto accaduto nell'ultima settimana sembra rappresentare qualcosa di ben diverso da un normale pullback, per quanto particolarmente violento, come il meno nobile – ma certamente più multi-task – dei metalli preziosi ci ha ormai abituato a considerare sin dalle montagne russe dello scorso inverno (**SILVER2**). Il passaggio dal +11% di metà settimana al -5% di venerdì, poi addirittura esteso fino al -8%, suggerisce infatti che dietro ai movimenti di prezzo si stia muovendo molto altro. Ed è proprio la natura di questo rinnovato attivismo a costituire la chiave interpretativa per comprendere quale possa essere la direzione futura degli investimenti.

Dal punto di vista grafico (**SILVER**), l'argento sembra, almeno per il momento, essersi salvato grazie alla tenuta di una trendline particolarmente significativa. È infatti proprio su quella linea che il violento arretramento delle quotazioni si è arrestato, mostrando come i compratori siano intervenuti almeno in due occasioni per difenderla. La medesima trendline mantenuta in modalità trincea del Carso sin dallo scorso marzo, prima del successivo risveglio rialzista. I flussi, oggi, sembrano essersi raffreddati. Ma non interrotti. Attualmente, quota 77 dollari rappresenta la vera Maginot. Qualora la nuova settimana dovesse invece sancire una rottura della trendline, il mercato potrebbe rapidamente scendere verso area 75, invertendo il trend e andando alla ricerca del major test.

A questo punto, però, diventa interessante valutare alcuni elementi di contesto.

Primo: la seduta di venerdì coincideva con l'OpEX, la scadenza delle opzioni, e questo grafico (**SILVER_OPEX**) mostra chiaramente la distribuzione percentuale degli strike prices. In altre parole, quel -8% potrebbe essere il risultato di un mercato dei derivati che vale circa 100 volte il mercato fisico e che, proprio per questo, è in grado di imporre le proprie regole. Ma questo elemento, da solo, non basta a spiegare il netto calo delle quotazioni registrato anche a Shanghai, arrivato a sfiorare i 10 dollari l'oncia.

Ed è qui che torna in gioco la variabile inflattiva, riattivata da un petrolio in area 112 e dal viaggio cinese di Donald Trump che, al netto della resa incondizionata su Taiwan, ha comunque riportato sul

tavolo l'ipotesi di nuovi attacchi contro l'Iran. Vale a dire: nuove potenziali tensioni rialziste sul greggio. Ma davvero l'argento si muove in controtendenza rispetto al petrolio?

Oppure, come molti osservano, l'esplosione rialzista delle ultime sedute era avvenuta in tandem con quella dei titoli tech/AI, poiché il mercato aveva iniziato a prezzare l'utilizzo industriale dell'argento – con il comparto solare in testa, settore nel quale la Cina mantiene una leadership incontrastata – e quindi il reverse subito da Nvidia e soci avrebbe inevitabilmente contagiato anche il metallo?

Ed ecco allora emergere l'ultima variabile, probabilmente la più interessante: la variabile COMEX. Proprio nella giornata di venerdì, infatti, il mercato di Chicago ha inviato due segnali che difficilmente possono essere derubricati a semplici coincidenze.

Primo: nonostante il forte calo delle quotazioni, i tassi di leasing sull'argento fisico sono rimasti al di sopra del 4%, segnalando la permanenza – e potenzialmente persino l'aggravarsi – di un mismatch storico tra carta e fisico. Un disallineamento che i nuovi bandi su vendite ed export annunciati dall'India nel corso della settimana finiranno inevitabilmente per incorporare nelle prezzature. Di fatto, un ulteriore segnale bullish, dopo il dato record sulle importazioni cinesi di marzo.

Ma è proprio la Cina, e il suo argento, a richiamare il secondo segnale proveniente da Chicago (**COMEX_SILVER**), dove improvvisamente è emersa un'attività di contraffazione riconducibile a due esportatori cinesi, la cui licenza di warranty e delivery è stata sospesa con effetto immediato. Un messaggio in codice del COMEX diretto a Shanghai?

A colpire, tuttavia, è soprattutto la sorta di salvataggio in corner della quantità di fisico necessaria al COMEX per mascherare la nudità del Re dei derivati, considerando che l'argento prodotto fino all'8 maggio scorso (compreso) dalle stesse due aziende continua a essere regolarmente accettato e negoziato. Chi, o attraverso quali modalità, ha avuto certezza dell'avvio dell'attività illecita proprio in quella data, mentre i prezzi ricominciavano a salire?



In sintesi: negoziare, ma evitando di restare eccessivamente investiti. Perché le montagne russe rischiano ora di aumentare ulteriormente frequenza e velocità. E già la prossima settimana potrebbe offrirci segnali molto più chiari. Sia sulla tenuta della trendline, sia soprattutto sulla dinamica macro destinata a guidare l'argento in modalità di recouple o decouple: Al oppure inflazione.

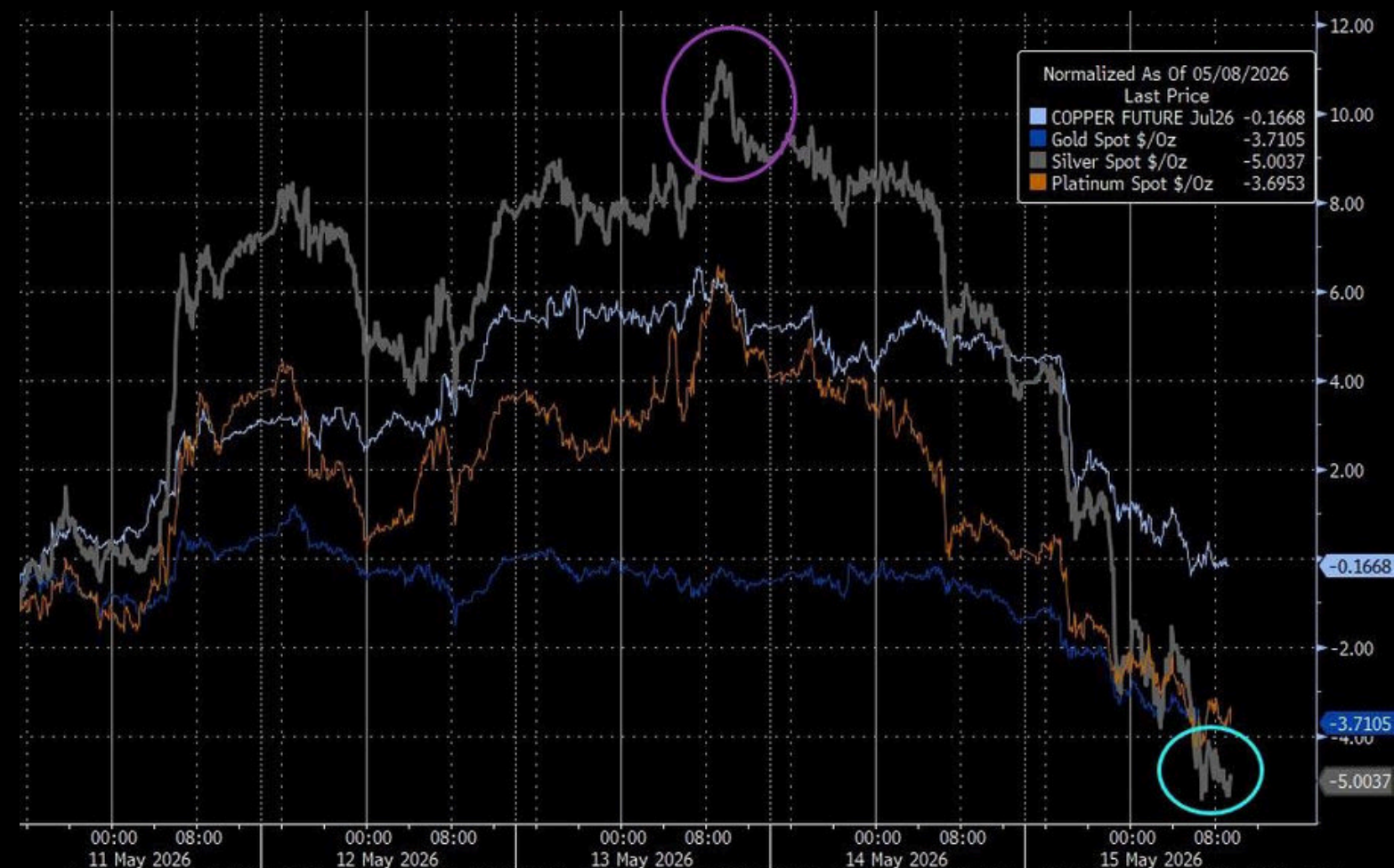


Immagine SILVER 2 - Fonte Zerohedge



Immagine SILVER - Fonte TradingView

Option Volume by Strike

Showing results for **SLV, 2026-05-15(m), calls & puts**

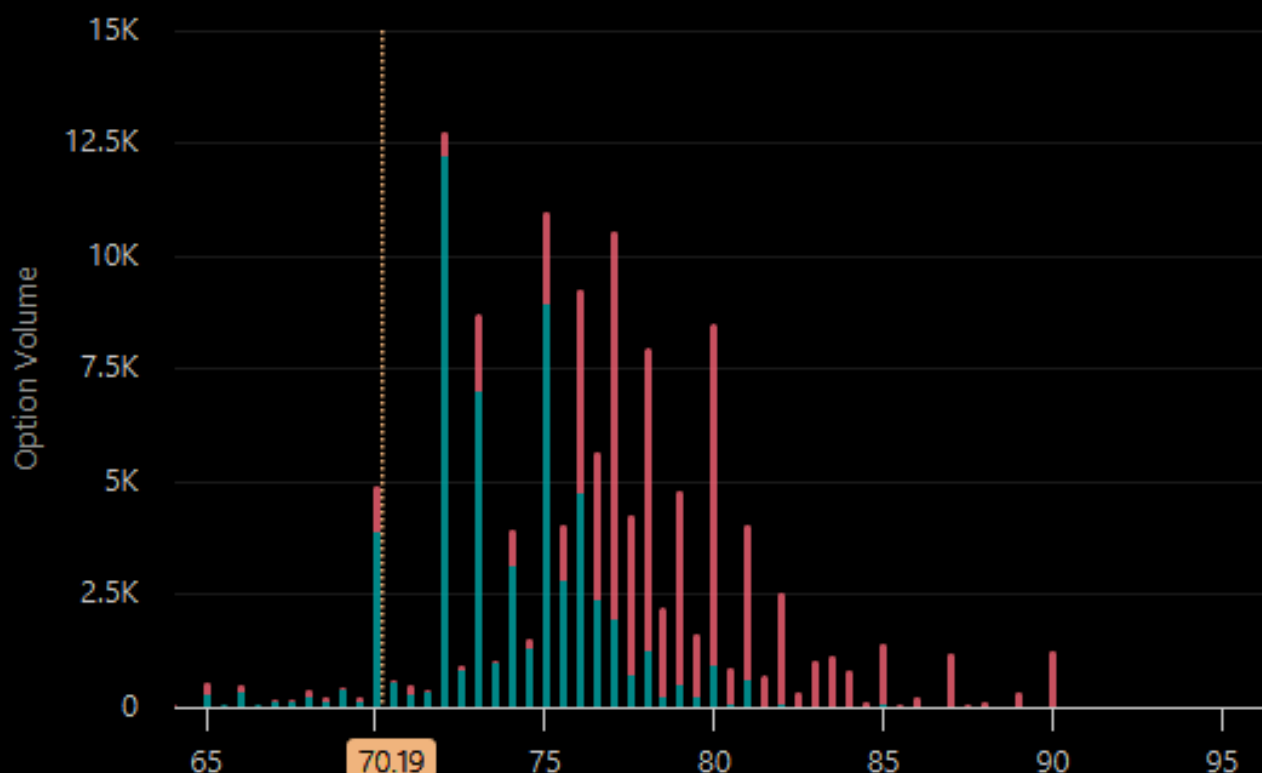


Immagine SILVER_OPEX - Fonte Cme Group



Special Executive Report

DATE: May 12, 2026
SER#: 9738
SUBJECT: Suspension of Approved Status for Warranting and Delivery of Two (2) Silver Brands under the COMEX Silver Futures Contract

Effective immediately and until further notice, Commodity Exchange, Inc. ("COMEX" or "Exchange") has suspended the approved status for registration (warranting) and delivery of the following brands of silver of the China origin that was produced on or after May 8, 2026, which currently include the Silver brands identified in the table below.

Producer	Origin	Brand Code
Guangxi Nandan Nanfang Metal Company Ltd.	China	GNNM
Minshan Environmental Energy High Tech Co., Ltd.	China	MINS

Silver produced prior to May 8, 2026, will continue to be eligible for warranting and delivery against the Exchange's Silver Futures contract (Commodity Code: SI; Rulebook Chapter 112). Silver produced on or after May 8, 2026 will not be eligible for warranting and delivery until further notice.

Immagine COMEX_SILVER - Fonte Cme Group

Volatilità anomala dell'argento: Il passaggio repentino dal +11% al -8% in pochi giorni suggerisce che il mercato dell'argento stia vivendo dinamiche ben più profonde di un semplice pullback tecnico.

Tenuta tecnica della trendline (SILVER): La difesa della trendline costruita da marzo rappresenta il principale supporto grafico del mercato, con quota 77 dollari trasformata nella vera "Maginot" dell'argento.

Peso crescente del mercato dei derivati (SILVER_OPEX): La coincidenza con l'OpEX evidenzia come un mercato dei derivati circa 100 volte superiore al fisico possa amplificare e indirizzare i movimenti delle quotazioni.

Inflazione, petrolio e geopolitica come driver del metallo: Petrolio sopra area 112, tensioni Iran-USA e viaggio cinese di Donald Trump riportano al centro il rischio inflattivo e il legame tra argento e materie prime energetiche.

Connessione tra argento e settore tech/AI: Il mercato sta sempre più prezzando l'utilizzo industriale dell'argento, soprattutto nel solare e nella filiera AI, creando una correlazione indiretta con Nvidia e il comparto tecnologico.

Segnali di stress strutturale dal COMEX (COMEX_SILVER): Leasing del fisico sopra il 4%, mismatch tra carta e metallo reale e sospensione delle licenze di due esportatori cinesi alimentano dubbi sulla reale disponibilità di argento fisico nel sistema.

Bullish: termine inglese utilizzato nei mercati finanziari per indicare un orientamento rialzista, cioè l'aspettativa che prezzi o quotazioni possano salire.

COMEX: principale mercato statunitense per la negoziazione di futures e derivati su metalli preziosi come oro e argento, parte del CME Group di Chicago.

Decouple / Recouple: termini utilizzati per descrivere la separazione o il riallineamento tra due mercati o variabili economiche precedentemente correlate.

Derivati: strumenti finanziari il cui valore dipende dall'andamento di un'attività sottostante, come materie prime, azioni, valute o tassi.

Distribuzione degli strike prices: ripartizione dei diversi livelli di prezzo ai quali sono state emesse opzioni sul mercato.

Flussi: movimenti di capitale in entrata o in uscita da un mercato, settore o strumento finanziario.

Leasing sull'argento fisico: prestito temporaneo di argento fisico in cambio di un tasso di interesse, spesso utilizzato tra operatori professionali del mercato dei metalli.

Major test: livello di mercato particolarmente importante che viene "messo alla prova" dai prezzi per verificare la solidità di un trend.

Mismatch tra carta e fisico: squilibrio tra la quantità di contratti finanziari legati a una materia prima e la reale disponibilità fisica della stessa.

OpEX (Options Expiration): giornata di scadenza delle opzioni finanziarie, spesso caratterizzata da elevata volatilità sui mercati.

Pullback: correzione temporanea dei prezzi all'interno di un trend principale ancora rialzista.

Reverse: inversione improvvisa di direzione dei prezzi o del sentiment di mercato.

Strike price: prezzo prefissato al quale un'opzione può essere esercitata entro una certa data.

Trendline: linea tracciata sui grafici finanziari che collega minimi o massimi di prezzo per individuare la direzione del trend.

Variabile inflattiva: fattore economico in grado di alimentare l'inflazione, cioè l'aumento generale dei prezzi.

Volatilità: intensità e velocità delle oscillazioni dei prezzi di mercato in un determinato periodo.

Warranty e delivery: certificazioni e autorizzazioni necessarie affinché un metallo fisico possa essere consegnato e negoziato ufficialmente sui mercati regolamentati.



MASSIMILIANO SILLA
FINANCIAL ADVISOR

Bitcoin

Yuan

Euro

Ethereum

Yen

Dollaro

Valute e Cripto

FOREX & CRYPTO

liquidità globale, valute e asset digitali



In sintesi

Settimana decisiva per comprendere non solo la direzione di Bitcoin, ma soprattutto il ruolo che la cryptovaluta sta assumendo all'interno del mercato globale. Il grafico **(BTC_ERASE)** mostra infatti come il rally seguito al voto favorevole del Comitato bancario del Senato sul Clarity Act – con Bitcoin salito fino a 82.000 dollari e 55 miliardi di market cap aggiunti – sia stato completamente riassorbito nel giro di appena 24 ore. Prima il ritorno in area 80.000 dollari con 40 miliardi evaporati, poi ulteriori vendite dopo le dichiarazioni di Donald Trump sul mancato progresso nei colloqui tariffari con Xi Jinping. Da qui il dubbio centrale: semplice dinamica buy the rumors and sell the news oppure segnale di qualcosa di molto più profondo? Il mercato crypto sembra infatti comportarsi sempre più come proxy diretto delle tensioni geopolitiche e del comparto AI, anche alla luce dei timori su Taiwan e del contemporaneo tonfo dei titoli tecnologici legati ai semiconduttori. Sullo sfondo resta inoltre l'incertezza politica attorno al Clarity Act e alle sue tempistiche legislative.

Cosa aspettarsi dal mercato?

Il mercato sembra suggerire che la vera partita non riguardi soltanto la regolamentazione del settore crypto, ma soprattutto il controllo del futuro processo di tokenizzazione del debito sovrano statunitense. Il Clarity Act, approvato dal Comitato bancario del Senato con un voto di 15 a 9 **(CLARITY_SCHEDULE)**, dovrà infatti ottenere il via libera della House of Representatives entro il 27 luglio e del Senato entro il 10 agosto. In caso contrario, tutto slitterebbe all'autunno, in piena campagna per il mid-term, offrendo alla lobby bancaria maggior spazio per attività di moral suasion sui candidati. Il sospetto è che parte del Sistema finanziario, Primary Dealers in testa, stia utilizzando l'elevata volatilità del comparto e il continuo flusso di annunci su ETF e piattaforme crypto per rallentare non tanto l'apertura agli investimenti istituzionali, quanto il forcing del Tesoro verso crypto-Treasury o C-Bond. Uno scenario reso improvvisamente concreto dalla decisione di Ministero delle Finanze e Bank of Japan di rendere negoziabile H24 su blockchain il debito nipponico. Di fatto, il Clarity Act rischia di diventare il terreno di scontro su chi controllerà il futuro arbitraggio del debito di Zio Sam.

Settimana cruciale per comprendere non soltanto la direzione futura di Bitcoin, ma soprattutto quale sia oggi la reale natura del proxy rappresentato dalla principale cryptovaluta. E, per estensione, dall'intero comparto crypto. Questo grafico **(BTC_ERASE)** fotografa con estrema chiarezza il contesto attuale. Dopo il voto favorevole del Comitato bancario del Senato al Clarity Act nella giornata di giovedì scorso, Bitcoin ha registrato un'immediata accelerazione fino a quota 82.000 dollari, aggiungendo circa 55 miliardi di market cap.

Archiviata però con altrettanta rapidità l'euforia iniziale, la price action ha iniziato a suggerire un ritorno del timore in vista dell'approdo del testo di legge al Senato per il voto definitivo. Nel giro di appena 18 ore, la cryptovaluta è infatti tornata in area 80.000 dollari, cancellando circa 40 miliardi di capitalizzazione. A questi si sono poi sommati ulteriori 20 miliardi evaporati quando Donald Trump, di ritorno dalla Cina, ha confermato come il confronto con Xi Jinping non avesse prodotto alcun progresso concreto sul fronte tariffario.

In sostanza, l'intero incremento di 55 miliardi generato dal via libera al Clarity Act è stato completamente riassorbito nell'arco di appena 24 ore. La domanda, a questo punto, diviene inevitabile. Si è trattato del classico schema buy the rumors and sell the news successivo all'approvazione del Clarity Act? Oppure Bitcoin si starebbe progressivamente trasformando nel proxy diretto di dinamiche geopolitiche ben più ampie, a partire dall'esito deludente del viaggio cinese di Donald Trump? Anche perché l'unico risultato concretamente emerso sembrerebbe essere stato un implicito disimpegno preventivo degli Stati Uniti rispetto a una potenziale azione di forza cinese su Taiwan.

Il mercato crypto starebbe quindi segnalando, in modo implicito ma estremamente eloquente, il timore che Taipei – autentica fabbrica a cielo aperto di chip e semiconduttori – possa finire sotto il controllo totale di Pechino? E che dunque Bitcoin si stia trasformando sempre più in un proxy diretto dell'AI, anche alla luce del simultaneo tonfo azionario registrato venerdì dall'intero comparto tecnologico?

Attenzione, inoltre, agli ostacoli che ancora si frappongono lungo il percorso di conversione in legge del testo approvato con 15 voti favorevoli e 9 contrari dal Comitato bancario del Senato, come evidenzia questa utile tabella (**CLARITY_SCHEDULE**). Primo elemento critico: la tempistica, ancor prima degli evidenti conflitti di interesse che coinvolgono Donald Trump e la sua famiglia. Qualora infatti il testo non ottenesse il via libera della House of Representatives entro il 27 luglio e successivamente quello del Senato entro il 10 agosto, l'intero iter slitterebbe alla sessione autunnale. In piena campagna elettorale per il mid-term.

Ed è proprio in quel contesto che la lobby bancaria potrebbe iniziare a esercitare tutta la propria capacità di moral suasion sui candidati, nel tentativo di ottenere quel rallentamento legislativo che le pressioni presidenziali hanno finora reso impossibile. Dopo mesi di attesa, il mercato sembra quindi suggerire un messaggio piuttosto chiaro: the window is open but closing fast per quella che alcuni considerano la legislazione più importante del prossimo decennio.

Resta tuttavia un interrogativo tutt'altro che marginale. Ovvero, che una parte del mercato e del Sistema finanziario – con i Primary Dealers in prima linea – stia utilizzando questo continuo jo-jo di acquisti e vendite, accompagnato da annunci pressoché quotidiani di nuove piattaforme ed ETF, non tanto per frenare la regolamentazione del settore o l'apertura agli investimenti istituzionali, inclusi fondi pensione e previdenza complementare, quanto piuttosto per ostacolare il forcing del Tesoro verso un processo di tokenizzazione del debito destinato ad aprire la strada ai prodromi di crypto-Treasury o C-Bond.

Uno scenario che fino a pochi mesi fa appariva relegato a un orizzonte di lunghissimo termine ma che la decisione assunta il mese scorso da Ministero delle Finanze e Bank of Japan – ovvero rendere negoziabile H24 il debito nipponico su blockchain – ha improvvisamente trasformato in una prospettiva molto più concreta e ravvicinata. Quantomeno nei timori di monopolio nutriti dai Signori del Debito e dell'ultima istanza.



Di fatto, il Clarity Act rischia così di trasformarsi nell'arma centrale di una guerra di interessi contrapposti – e trilionari – attorno a quello che rimane il più grande terreno di speculazione e arbitraggio finanziario esistente: il debito di Zio Sam.

8 BTC Futures Contract (Jun 2026) · 30 · Binance O78,818.4 H79,046.4 L78,724.8 C78,956.2 +77.5 (+0.10%) -2,213.6 (-2.73%)

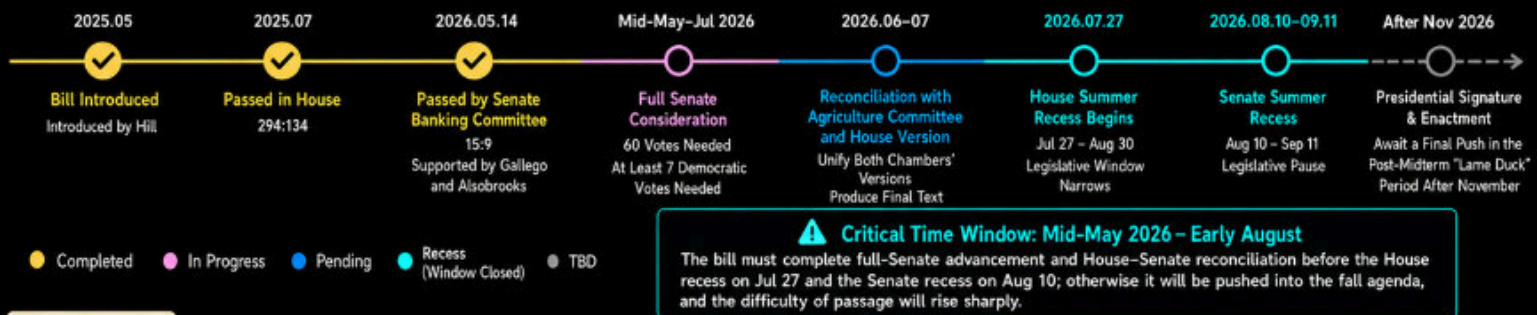


Immagine BTC_ERASE - Fonte TradingView



Enable crypto investment for the global masses

CLARITY Act Legislative Process, Key Milestones & Core Hurdles (2026)



Core Hurdles

1 SEC-CFTC Division of Responsibilities

Direction Clear | Classification Pending



- CFTC would oversee more digital commodity spot trading, while the SEC would regulate issuances and trading with stronger securities characteristics.
- The broad direction is relatively clear, but token classification, the stablecoin pathway, and secondary-market enforcement boundaries still need refinement.

2 Stablecoin Rewards Boundary

Interim Compromise | Still Needs Defending



- Prohibits passive yield similar to bank deposit interest.
- Preserves room for rewards tied to genuine transactions, payments, or platform use.
- The banking industry may continue to press for a narrower carve-out.

3 AML & National Security

Direction Clear | Intensity TBD



- Stricter KYC, AML, transaction monitoring, and reporting obligations.
- The direction is broadly clear, but enforcement intensity, scope, and cost burden still need to be settled.
- Smaller platforms and regulatory-arbitrage business models face pressure.

4 Ethics & Conflicts of Interest

Biggest Political Risk | Unresolved



- Democrats are focused on whether politicians, government officials, and related parties can profit from crypto businesses.
- The controversy is directly tied to crypto interests associated with the Trump family.
- If restrictions are too weak, Democratic support may be hindered; if too strong, Republicans and the industry may push back.
- This directly affects the 60-vote threshold in the Senate.

5 DeFi & Developer Liability

Boundaries Unset | Affects Implementation



- Distinguish truly non-custodial protocols from platforms with frontend control, fees, or upgrade authority.
- Liability boundaries for wallets, frontends, nodes, and protocol developers still need clarification.
- If too broad, it leaves enforcement loopholes; if too narrow, it suppresses open-source innovation.



Core Assessment

The CLARITY Act has made key progress, but not all hurdles have been resolved. The SEC/CFTC division of responsibilities and stablecoin rewards now have a direction; the biggest unresolved risk is whether the ethics and conflict-of-interest provisions can keep Democrats on board. If more Democratic support cannot be secured and test reconciliation completed before the summer recess, the bill could be dragged into the fall agenda.

Whether It Becomes Law Next Depends on Three Things

- Whether 60 Senate Votes Can Be Secured
- Whether the Ethics & Conflict-of-Interest Provisions Can Keep Democrats Voting Yes.
- Whether the Interim Compromise on Stablecoin Rewards Can Hold in Subsequent Negotiations.

Recess Schedule (Legislative Window Limited)



- House Summer Recess: Jul 27 - Aug 30
- Senate Summer Recess: Aug 10 - Sep 11

Presidential Signature & Enactment: Await a Final Push in the Post-Midterm "Lame Duck" Period After November

Bitcoin oltre la speculazione: la settimana appare cruciale per capire se Bitcoin sia ancora soltanto una cryptovaluta altamente speculativa oppure stia diventando sempre più un proxy di dinamiche macro-finanziarie, geopolitiche e tecnologiche molto più ampie.

Effetto Clarity Act e brusca inversione: dopo il voto favorevole del Comitato bancario del Senato sul Clarity Act, Bitcoin è salito fino a 82.000 dollari aggiungendo circa 55 miliardi di market cap, salvo poi cancellare l'intero rialzo nell'arco di appena 24 ore.

Il peso delle tensioni USA-Cina: parte della violenta correzione sembra legata anche alla delusione per il viaggio cinese di Donald Trump e all'assenza di progressi concreti sul fronte tariffario nei colloqui con Xi Jinping.

Taiwan, semiconduttori e AI: il mercato crypto pare riflettere crescenti timori geopolitici legati a Taiwan, nodo centrale della produzione globale di chip e semiconduttori, rafforzando l'idea di un Bitcoin sempre più correlato al comparto AI e tecnologico.

Iter legislativo ancora fragile: il Clarity Act (CLARITY_SCHEDULE) deve ancora superare ostacoli politici e temporali significativi, con il rischio di slittamento alla sessione autunnale e possibili pressioni della lobby bancaria in piena campagna per il mid-term.

Tokenizzazione del debito e nuovi equilibri finanziari: dietro la volatilità del comparto crypto potrebbe nascondersi lo scontro tra Tesoro, Primary Dealers e Sistema finanziario sul futuro della tokenizzazione del debito sovrano, dai crypto-Treasury ai C-Bond negoziabili su blockchain H24.

Arbitraggio finanziario: strategia che punta a sfruttare differenze di prezzo dello stesso strumento o di strumenti collegati su mercati differenti.

Blockchain: registro digitale distribuito e decentralizzato che consente di registrare transazioni in modo trasparente e teoricamente immutabile.

Buy the rumors and sell the news: espressione di mercato che descrive il comportamento degli investitori che comprano su aspettative positive e vendono quando la notizia attesa diventa ufficiale.

C-Bond: ipotetica obbligazione governativa tokenizzata e negoziabile tramite infrastrutture blockchain.

Capitalizzazione / Market cap: valore complessivo di un asset o di una società, calcolato moltiplicando il prezzo per il numero totale di unità esistenti.

Clarity Act: proposta di legge statunitense finalizzata a definire regole più chiare per il settore delle cryptovalute e degli asset digitali.

Crypto-Treasury: possibile evoluzione dei titoli di Stato USA emessi o negoziati tramite tecnologia blockchain.

Fondi pensione complementari: strumenti di previdenza integrativa destinati ad affiancare la pensione pubblica.

Forcing del Tesoro: pressione esercitata dal Dipartimento del Tesoro USA per accelerare un determinato processo o riforma finanziaria.

House of Representatives: Camera dei Rappresentanti degli Stati Uniti, uno dei due rami del Congresso americano.

Mid-term: elezioni di metà mandato negli Stati Uniti, che si svolgono a metà della presidenza.

Moral suasion: pressione indiretta o persuasione esercitata da istituzioni o gruppi influenti senza imposizioni formali.

Price action: andamento del prezzo di un asset osservato attraverso i movimenti di mercato.

Primary Dealers: grandi istituzioni finanziarie autorizzate a operare direttamente con il Tesoro e la Federal Reserve sul mercato dei titoli di Stato USA.

Proxy: strumento o asset che il mercato utilizza come rappresentazione indiretta di un altro fenomeno economico o geopolitico.

Tokenizzazione del debito:

trasformazione di titoli obbligazionari tradizionali in asset digitali registrati su blockchain.

“ 16 settembre 2008:
davanti alla solita
edicola, in piedi,
leggevo attonito
una prima pagina
indelebile.
Il Sole 24 Ore
raccontava la grande
crisi finanziaria. ”

*Il ricordo in 160 caratteri di
Massimiliano
Consulente finanziario*

#Opinion Reader

Da 160 anni coniughiamo tradizione
e innovazione per renderti autore della tua opinione.

160° | **Il Sole 24 ORE**

ilsole24ore.com/160



Organismo di vigilanza
e tenuta dell'albo unico
dei Consulenti 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

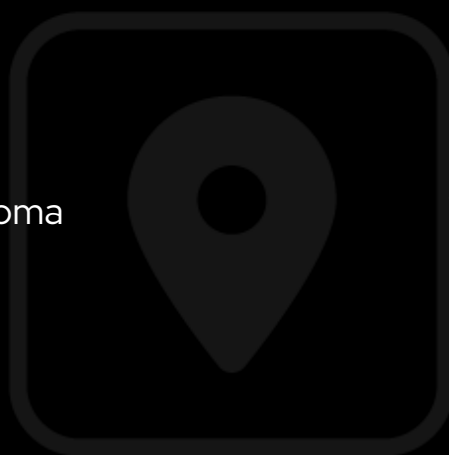
Certified Financial Planner – CFP®

SEDE DI ROMA

Viale dell'Arte 25, 00144 Roma

+39 06 9670 1880

+39 334 221 81 09



SEDE DI MILANO

Via San Raffaele 1, 20121 Milano

+39 02 3035 6801

+39 334 221 81 09



www.massimilianosilla.com



info@massimilianosilla.com



[massimiliano-silla](#)



[massimiliano_silla](#)