MASSIMILIANO SILLA
MULTI FAMILY OFFICE

SOMMARIO

01 MACRO
Il lavoro americano frena, i rendimenti no

02 EQUITY
Il conto dell'intelligenza artificiale

03 FIXED INCOME
Il decennio peggiore in un secolo

04 COMMODITIES
Il diesel decide il prezzo dell'energia

05 FOREX & CRYPTO
Cripto sui flussi, oro sulle banche centrali

Consulente Finanziario Indipendente CFP®

Libero di scegliere il meglio. Per te.

La newsletter **settimanale.**

5 – 11 OTTOBRE 2026





01

Macro

Il rapporto sull'occupazione americana ha fermato la mano della Federal Reserve per ottobre, non per dicembre. Intanto l'energia e i conti pubblici europei continuano a spingere i rendimenti verso l'alto, e nella partita è entrato anche il Giappone.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 6 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

A settembre gli Stati Uniti hanno creato 29.000 posti di lavoro contro gli 84.000 attesi; agosto è stato rivisto a 133.000, la disoccupazione è al 4,2%.

- Le probabilità di un rialzo Fed a ottobre sono scese al 15% da quasi il 75% della settimana prima; resta in piedi l'ipotesi di dicembre, intorno all'85%.
- Il titolo di Stato americano a dieci anni ha toccato il 5,33%, massimo da aprile 2002, per poi rientrare al 5,18%; quello a trent'anni è passato dal 5,67% al 5,57%.
- L'indice ISM dei prezzi pagati dall'industria americana è salito da 71,1 a 77,9; il Brent, il greggio di riferimento europeo, ha chiuso la settimana sopra i 102 dollari.
- Il titolo di Stato francese a dieci anni è salito fra il 4,92% e il 4,95%, e la differenza di rendimento con quello tedesco ha superato 1,40 punti percentuali, la più ampia dal 2012.

Il mercato obbligazionario detta il ritmo, il lavoro americano frena

Un rialzo dei tassi rinviato a dicembre non basta a riportare giù i rendimenti: energia e conti pubblici europei spingono nella direzione opposta.

Il lavoro frena, la Fed rinvia

Il dato che ha riordinato la settimana è arrivato per ultimo. A settembre l'economia americana ha creato 29.000 posti di lavoro fuori dall'agricoltura contro gli 84.000 attesi, agosto è stato corretto a 133.000 e luglio è diventato negativo. La disoccupazione è salita al 4,2%, ma per una ragione meno severa: l'aumento viene in larga parte da chi è rientrato nel mercato del lavoro, non da chi lo ha perso.

Per una Federal Reserve che aveva alzato i tassi di un quarto di punto il mese scorso, è il motivo per fermarsi. Le probabilità di un nuovo rialzo a ottobre, lette nei contratti a termine sui tassi, sono scese al 15% da quasi il 75% di sette giorni prima; resta in piedi l'ipotesi di dicembre, intorno all'85%. La settimana ha prodotto un rinvio, non un cambio di rotta: il sollievo sulle obbligazioni è stato reale e breve.

Giovedì il decennale americano era salito per il quarto giorno consecutivo al 5,33%, massimo da aprile 2002; dopo il dato sull'occupazione è rientrato al 5,18%. Il resto dei numeri non descrive un rallentamento. Nell'indagine mensile ISM fra i responsabili acquisti dell'industria i nuovi ordini accelerano e i prezzi pagati salgono da 71,1 a 77,9. La domanda corre più della capacità produttiva, e l'inflazione dei beni ne esce più persistente.

L'energia entra nei rendimenti

La seconda forza della settimana arriva dal Golfo. Lunedì il presidente americano ha respinto pubblicamente la proposta iraniana per chiudere la guerra, e giovedì ha fatto sapere di avere inviato altri 9.000 soldati nella regione. Il Brent, il greggio di riferimento europeo, ha chiuso sopra i 102 dollari, e il rincaro è arrivato all'economia reale dai carburanti raffinati più che dal barile.

> Una settimana non ha cambiato la rotta della Fed: ne ha spostato la data. Il vincolo, intanto, continua a fissarlo il mercato obbligazionario.

Venerdì i Paesi del G7 hanno concordato il rilascio di 100 milioni di barili dalle riserve strategiche, e i prezzi del diesel sono scesi di poco. I governi aprono le riserve per contenere un prezzo al quale reagiscono i loro stessi mercati obbligazionari: energia e rendimenti dei titoli di Stato sono diventati la stessa questione. Un rilascio di scorte non crea offerta, sposta in avanti il momento in cui andranno ricostituite.

Francia e Giappone, due debiti collegati

In Europa la banca centrale non è ferma: il tasso sui depositi della BCE è al 2,50% e il mercato prezza altri aumenti fino al 2027, dopo un'inflazione di settembre sopra le previsioni in Germania, Francia, Italia e Spagna. Il punto di rottura è Parigi. Il titolo di Stato francese a dieci anni è salito intorno al 4,92-4,95%, massimo da circa venti anni, e la differenza di rendimento con il titolo tedesco ha superato i 140 punti base, la più ampia dalla crisi dell'euro del 2012. Nella stessa settimana i rendimenti tedeschi scendevano: non è inflazione condivisa, è un bilancio da 340 miliardi di euro di nuove emissioni l'anno prossimo.

Per la prima volta il movimento ha toccato anche i BTP, i titoli di Stato italiani, nonostante conti pubblici migliori di quelli francesi, con avanzo primario e deficit più contenuto. Se i titoli italiani si muovono insieme a quelli francesi, il mercato chiede un premio per il rischio sovrano europeo e non solo per quello di Parigi. Parte della spinta arriva da lontano: un fondo giapponese del gruppo Sumitomo Mitsui ha liquidato per intero le obbligazioni francesi che deteneva, spostandosi su titoli tedeschi e giapponesi a breve.

Sulla causa gli analisti non concordano. Ed Yardeni sostiene che si stia smontando il carry trade sullo yen, i prestiti in valuta giapponese a costo quasi nullo reinvestiti dove rende di più: la Bank of Japan alza i tassi e quelle posizioni vanno chiuse. Deutsche Bank obietta che mancano le impronte: uno smobilizzo del carry farebbe salire lo yen, mentre yen e obbligazioni sono scesi insieme. Per la banca tedesca il canale è il titolo giapponese a dieci anni al 3,1%, che toglie al debito mondiale l'ultimo ancoraggio a basso rendimento. Il trimestre appena chiuso è comunque il peggiore in 32 anni per il rialzo dei rendimenti, e i fondi che inseguono la tendenza dei prezzi non sono mai stati così scoperti sulle obbligazioni: una posizione netta di 170 miliardi di dollari, che un rallentamento li costringerebbe a chiudere tutta insieme.

PILLOLE

01 La soglia del 5%.

Il decennale americano è rientrato al 5,18% dopo avere toccato il 5,33%. Un ritorno sopra quel massimo direbbe che il rinvio della Fed non è bastato; una discesa stabile sotto il 5% direbbe il contrario.

02 Dicembre, non ottobre.

Il numero da seguire non è la probabilità di rialzo a ottobre, scesa al 15%, ma quella di dicembre, intorno all'85%. Finché resta lì, il ciclo di inasprimento è rinviato e non chiuso.

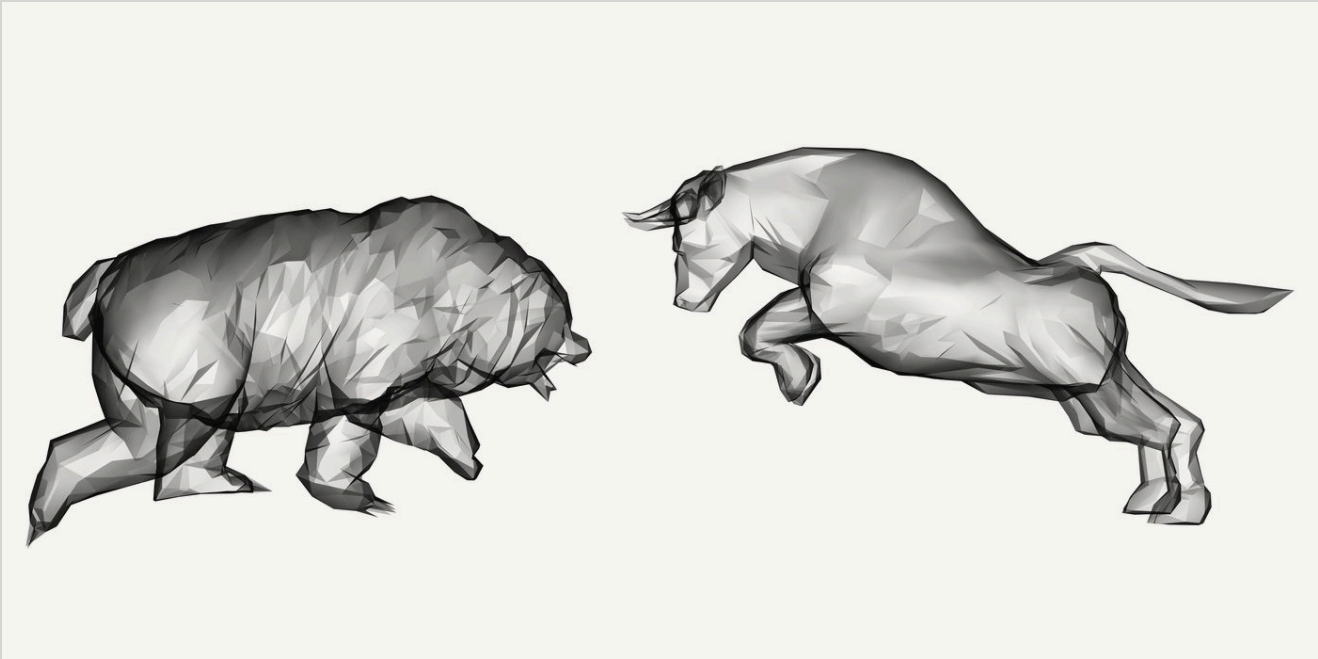
03 Il differenziale francese.

Lo spread fra titoli francesi e tedeschi misura il rischio fiscale di Parigi. Il segnale da osservare è se i BTP lo seguono: in quel caso il mercato riprezza l'intera area euro.

04 L'ancoraggio giapponese.

Per Deutsche Bank il collegamento fra Tokyo e Parigi è il rendimento del titolo giapponese a dieci anni, al 3,1%: finché sale, il debito mondiale resta senza un ancoraggio a basso rendimento.

↑ SOMMARIO



02

Equity

Goldman Sachs ha messo per iscritto quanto deve rendere la spesa per l’intelligenza artificiale. La soglia è raggiungibile, a patto che un chip resti utile cinque anni e che gli impegni presi fuori bilancio non chiedano un rendimento per conto proprio.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Grafici · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Goldman Sachs calcola che i 1.730 miliardi di dollari che i grandi gruppi tecnologici prevedono di spendere nel 2026-27 richiedano 1.420 miliardi di ricavi fra il 2028 e il 2030.

- La soglia equivale a 11,6 miliardi di dollari di ricavi all'anno per ogni gigawatt di potenza di calcolo installata, con un rendimento del capitale al 15%.
- Gli ammortamenti su quegli impianti valgono 276 miliardi di dollari l'anno, pari a 1,7 volte l'utile operativo che gli impianti stessi devono produrre.
- Meno della metà dei titoli dell'S&P 500 quota sopra la propria media degli ultimi duecento giorni, mentre l'indice resta vicino ai massimi storici.
- Il rendimento in più chiesto alle società più indebitate è salito di 39 centesimi di punto, a 3,12 punti; sul gradino più basso del debito speculativo ha superato i 10 punti, la prima volta dal marzo 2023.

Il conto dell'intelligenza artificiale si paga dal 2028

Servono 1.420 miliardi di ricavi fra il 2028 e il 2030 per giustificare la spesa di oggi: il credito ha già iniziato a dubitarne.

Il conto di Goldman Sachs

Non è più in dubbio che i grandi gruppi tecnologici possano spendere: possono, e oltre le attese. Da gennaio la media delle previsioni degli analisti sugli investimenti 2026-27 dei cinque gruppi quotati è salita del 66%, da 1.140 a 1.890 miliardi di dollari. Se quella spesa produrrà ricavi, e quanti, Goldman Sachs ha provato a calcolarlo.

Per ottenere un rendimento del capitale investito del 15% sui circa 1.730 miliardi di dollari di spesa 2026-27, i sei maggiori operatori (Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Oracle e SpaceX) devono generare circa 1.420 miliardi di ricavi cumulati fra il 2028 e il 2030. Per unità di impianto la soglia è 11,6 miliardi di ricavi all'anno per ogni gigawatt di potenza di calcolo in funzione.

Muovendo le ipotesi, la stessa banca mostra quanto la soglia si sposti: fra un rendimento nullo e uno del 30%, e con un costo per impianto fra 34 e 51 miliardi, i ricavi necessari vanno da 900 a 1.900 miliardi. Senza alcun guadagno per l'azionista ne servono 920, per ammortamenti e gestione. Goldman la giudica raggiungibile e porta una prova: al secondo trimestre 2026 Amazon, Microsoft e Google avevano contratti cloud già firmati per circa 1.690 miliardi di dollari, il 152% in più in un anno. Applicato a quei tre, il calcolo chiede il 59% degli ordini di oggi, senza crescita.

Il punto debole sono gli ammortamenti

Nel modello il numero che pesa non sono i ricavi, sono gli ammortamenti: sui soli investimenti di questi due anni valgono circa 276 miliardi di dollari l'anno, 1,7 volte l'utile operativo che quegli stessi impianti devono produrre. Tutto dipende da una variabile: quanto a lungo una scheda di calcolo resta utile prima di essere sostituita.

> La spesa per l'intelligenza artificiale non è più in discussione. In discussione è quanto a lungo un chip resti utile, e da chi arriveranno i ricavi attesi dal 2028.

Goldman assume cinque anni di vita utile. Chi è scettico ne assume tre, il ritmo con cui Nvidia rinnova le proprie generazioni di prodotto: con tre anni la soglia sale, perché i chip andrebbero ricomprati più spesso. Un calcolo di luglio misurava il rinvio: 760 miliardi di dollari di investimenti previsti nel 2026 contro 211 miliardi di ammortamenti contabilizzati, e i restanti 549 parcheggiati nei bilanci.

Il calcolo lascia fuori, dichiarandolo: affitti di lungo periodo fuori bilancio, società veicolo create per finanziare i centri di calcolo, licenze su capacità di terzi. Impegni che andranno pagati e non entrano nel rendimento. E si ferma al 2027: la fase successiva, stimata in 4.140 miliardi di spesa fra il 2028 e il 2030, resta fuori, mentre la banca consiglia l'acquisto di tutti e sei i titoli esaminati. Torsten Slok di Apollo segnala un'incoerenza a monte: gli analisti tecnologici prevedono che la cassa del comparto più che raddoppi entro il 2028, quelli dei settori che dovrebbero comprare quei servizi prevedono molto meno.

Un indice forte, un mercato fragile

Il listino americano è rimasto vicino ai massimi, ma indice e titolo mediano non raccontano più la stessa cosa. Meno della metà dei componenti dell'S&P 500 quota sopra la propria media degli ultimi duecento giorni, e i nuovi minimi continuano a superare i nuovi massimi. Il Nasdaq è stato l'unico grande indice americano a chiudere la settimana in positivo: ha corso la tecnologia, non le banche.

Il credito si è mosso prima delle azioni. Gli spread high yield, il rendimento in più chiesto alle società più indebitate, si sono allargati di 39 punti base in una settimana, a circa 312; sul gradino più basso del debito speculativo, quello che le agenzie classificano CCC, il premio ha superato i 1.000 punti base per la prima volta dal marzo 2023, e sul gradino immediatamente sopra ci sono 515 miliardi di obbligazioni e prestiti esposti a perdite. Un indice sostenuto da poche società dipende dal costo del loro debito.

I due grafici completano il quadro. Il primo misura gli impegni fuori bilancio dei grandi gruppi tecnologici, 3.560 miliardi di dollari nel monitoraggio delle ultime trimestrali, la parte che il calcolo di Goldman non include. Il secondo guarda chi fornisce oggi la leva agli strumenti costruiti su questi titoli: non sono più le banche.

PILLOLE

01 La vita utile dei chip.

Nelle trimestrali la riga da leggere è la vita utile attribuita ai server: oggi sono cinque anni, gli stessi che Goldman assume. Se qualcuno scende a tre, la soglia di ricavi sale per tutto il settore.

02 Gli impegni fuori bilancio.

Affitti, società veicolo e licenze su capacità di terzi restano fuori dal calcolo del rendimento. Il dato da osservare è se le prossime trimestrali li rendono più espliciti.

03 L'ampiezza del listino.

Meno della metà dei titoli dell'S&P 500 sta sopra la media a duecento giorni: un indice vicino ai massimi poggia su poche società. Il rapporto fra nuovi minimi e nuovi massimi dice se quella base si allarga.

04 Il credito arriva prima.

Il premio chiesto alle società più indebitate si muove prima dei listini. Quando cede la parte bassa del debito societario, di norma cede poi anche il resto del mercato azionario.

↑ SOMMARIO

Due immagini per misurare la parte del ciclo che i bilanci non mostrano: quanto pesano gli impegni presi fuori dallo stato patrimoniale, e chi fornisce oggi la leva agli strumenti costruiti su questi titoli.

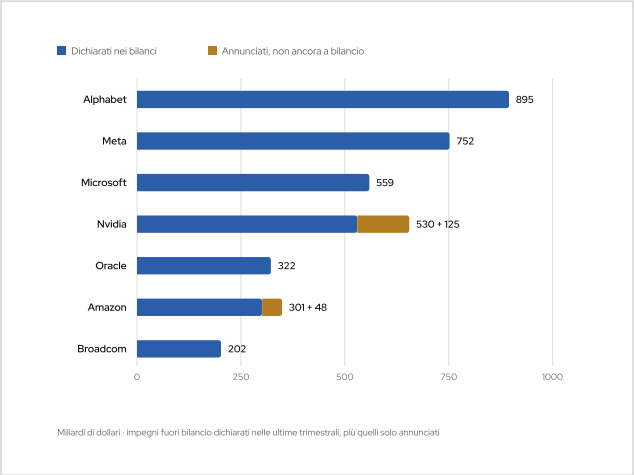


FIG. 2.1

Gli impegni fuori bilancio dei grandi gruppi tecnologici arrivano a 3.560 miliardi di dollari

Fonte: elaborazione su bilanci trimestrali e dati ZeroHedge

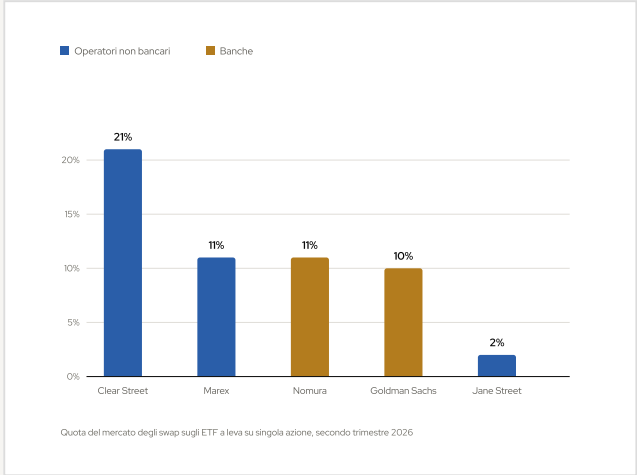


FIG. 2.2

Sugli ETF a leva su singola azione la leva la forniscono operatori non bancari

Fonte: elaborazione su dati Bloomberg e Asym Research



03

Fixed Income

Bank of America invita a cominciare ad aggiungere obbligazioni dopo il peggior decennio in un secolo. È una posizione contraria a quella del mercato, e per questo vale la pena capire su che cosa si regge.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Grafici · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

I titoli di Stato americani a lunga scadenza senza cedola, che pagano tutto alla fine, hanno perso il 65% rispetto al picco di marzo 2020.

- Chi ha comprato titoli di Stato americani dieci anni fa oggi è in perdita del 2% l'anno: il risultato peggiore in un secolo.
- Le obbligazioni lunghe dei grandi gruppi tecnologici rendono l'8,4% (Oracle), il 7,5% (Meta) e il 6,9% (Google).
- Nella settimana sono entrati 18,8 miliardi di dollari nelle obbligazioni e 15,8 miliardi nelle azioni, mentre 118 miliardi sono usciti dalla liquidità.
- I fondi obbligazionari municipali americani hanno raccolto 4,2 miliardi di dollari, il massimo da quando esiste la serie, cioè dal 2004.

Il peggiore decennio obbligazionario in un secolo attira i primi compratori

Il principale strategist di Bank of America sostiene che sia il momento di aggiungere obbligazioni, e i flussi della settimana gli danno parzialmente ragione.

La posizione contraria di Hartnett

Michael Hartnett guida la strategia d'investimento di Bank of America e per tutto l'autunno aveva descritto il mercato come «lungo intelligenza artificiale e corto tutto il resto». Nell'ultima nota settimanale ha scritto di cominciare ad aggiungere obbligazioni, contro il posizionamento prevalente. Il ragionamento parte proprio da quel posizionamento: i gestori professionali sono molto esposti alle azioni tecnologiche americane e molto scoperti sulle obbligazioni, cioè scommettono che i rendimenti continuino a salire. Per Hartnett sono scoperti troppo, e una scommessa affollata si inverte con poco: i 170 miliardi di dollari di posizione netta contraria accumulati dai fondi che inseguono la tendenza dei prezzi ne misurano l'affollamento.

La parte storica dell'argomento si appoggia a una regola semplice: rendimenti di lungo periodo molto negativi hanno spesso segnalato buoni punti d'ingresso, come per le azioni nel 1939, nel 1974 e nel 2009, o per le materie prime nel 1933 e nel 2018. I titoli di Stato americani a lunga scadenza arrivano dal decennio peggiore in cento anni. Hartnett ammette però un limite: perché i rendimenti scendano di uno o due punti percentuali servirebbe una recessione o un incidente sul credito, e i mercati su cui si scommette sugli eventi assegnano a quello scenario probabilità nulle.

Il debito dei giganti dell'intelligenza artificiale

Il passaggio più discusso riguarda le obbligazioni con cui le grandi società tecnologiche finanziano i centri dati. Nell'ultimo anno il prezzo di questi titoli, pur classificati come debito di buona qualità, è sceso del 9% e il rendimento è passato dal 4,5% al 6,2%. Sulle scadenze lunghe dei singoli emittenti si arriva all'8,4% di Oracle, al 7,5% di Meta, al 6,9% di Google: livelli che di norma si incontrano sul debito speculativo, non su quello delle società più capitalizzate al mondo.

> Le obbligazioni su cui Wall Street scommette di più al ribasso sono le stesse che uno dei suoi strateghi vuole comprare: una delle due parti sarà smentita.

La tesi di Hartnett è che Washington non lascerà fallire l'intelligenza artificiale, diventata una priorità industriale e politica: è la scommessa che a Wall Street chiamano policy put, l'attesa che lo Stato intervenga prima del dissesto. Se così fosse, quei rendimenti pagherebbero un rischio che in ultima istanza si assume qualcun altro. Resta l'opinione di una banca, non un fatto, e per ora il mercato del credito va nella direzione opposta: a questi emittenti chiede un rendimento che in un anno è salito di 1,7 punti percentuali.

Dove si è spostato il denaro

Nei fondi obbligazionari sono entrati 18,8 miliardi di dollari, più dei 15,8 andati alle azioni, mentre dalla liquidità ne sono usciti 118 nel ribilanciamento di fine trimestre. Dentro l'obbligazionario il denaro ha scelto le scadenze lunghe e, per 4,2 miliardi, il debito di Stati e città americane: record assoluto della serie. Quel record non è un giudizio sui tassi. Gli ETF obbligazionari municipali, i fondi quotati che si comprano come un'azione, hanno appena chiuso uno dei peggiori mesi in vent'anni, e i soldi rientrano perché chi vende in perdita usa la minusvalenza a fini fiscali e poi ricompra. Un miliardo è andato alle utility, le società di luce, gas e acqua trattate come sostituto delle obbligazioni.

Hartnett indica anche i livelli che tiene d'occhio, tre fondi quotati e l'indice MOVE della volatilità dei tassi. La sequenza che teme ha un ordine preciso: prima cedono le banche, poi le società americane minori, e a quel punto l'uscita dal rischio diventa generale.

I due grafici qui sotto mostrano le due facce della stessa settimana. Il primo, di Goldman Sachs, confronta il peso degli ETF obbligazionari sul totale degli scambi in ETF, salito verso il 26%, con il rendimento del titolo americano a dieci anni spinto verso il 5,3%: quando i tassi si muovono, il mercato si esprime ormai attraverso questi strumenti. Il secondo, di Bank of America, misura il prezzo dei titoli senza cedola oltre i venticinque anni dal picco di marzo 2020 a oggi: meno 65%.

PILLOLE

01 I quattro livelli di Hartnett.

I prezzi da guardare, in quest'ordine: il fondo sui finanziari mondiali a 125 dollari, quelli sulle società americane medie e piccole a 666 e 135. Sopra 125 di indice MOVE le oscillazioni sulle obbligazioni restano ampie.

02 Rendimento alto, rischio alto.

L'8,4% di Oracle è la compensazione chiesta per il rischio dei centri dati, e lo stesso mercato glielo fa pagare altrove: la protezione contro il suo fallimento è su un massimo di 227 punti base.

03 Il denaro sulle scadenze lunghe.

Le scadenze oltre i sei anni hanno attirato 7,4 miliardi di dollari, il massimo da maggio 2025. È il flusso settimanale che dice se il rientro sulle obbligazioni lunghe continua.

04 La liquidità ha un costo.

L'uscita dalla liquidità di fine trimestre ha una ragione aritmetica: la distanza fra quanto rende oggi un titolo di Stato a dieci anni e quanto rende un conto corrente fermo.

↑ SOMMARIO

Due immagini per capire perché il tema obbligazionario è tornato al centro: dove sta andando il denaro quando il rendimento supera il 5%, e quanto profonda è stata la discesa che Bank of America chiama umiliazione.

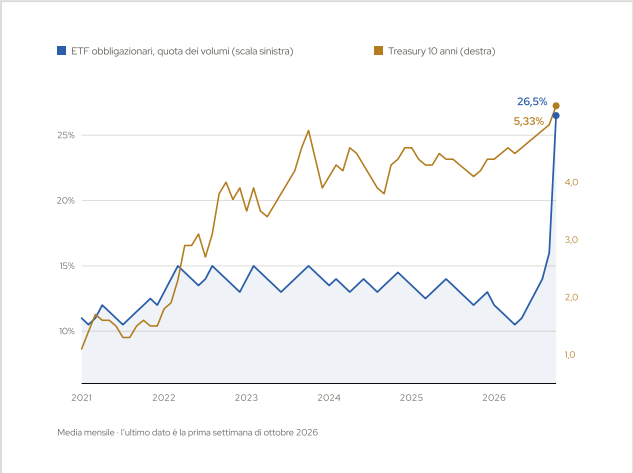


FIG. 3.1

Gli ETF obbligazionari arrivano al 26,5% dei volumi mentre il decennale supera il 5%

Fonte: elaborazione su dati Goldman Sachs

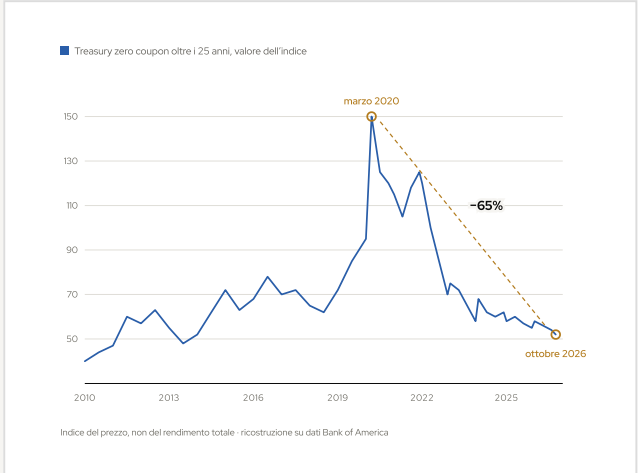


FIG. 3.2

I Treasury zero coupon oltre i 25 anni hanno perso il 65% dal picco del marzo 2020

Fonte: elaborazione su dati Bank of America



04

Commodities

Il Brent sopra i 102 dollari conta meno del diesel a 6,50 dollari al gallone. La settimana si è decisa sui carburanti raffinati e su un divieto di esportazione che a Washington stanno studiando davvero.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Il Brent ha chiuso venerdì sopra i 102 dollari al barile, con gli attacchi alle petroliere intensificati nel corso della settimana.

- I raffinatori cinesi hanno sospeso le esportazioni di carburante fuori da Hong Kong e Macao, riportando il Brent sopra i 100 dollari.
- Il G7 ha deciso il rilascio di 100 milioni di barili di scorte strategiche di greggio e gasolio: poco più di due settimane di consumo dell'Europa OCSE, che ne usa circa 6 milioni al giorno.
- Il diesel al dettaglio negli Stati Uniti ha toccato un record, con una media intorno ai 6,50 dollari al gallone, l'equivalente di un Brent a 180 dollari.
- Il mese scorso le esportazioni statunitensi di diesel avevano toccato il record settimanale di quasi 2 milioni di barili al giorno.

Il diesel, non il greggio, decide il prezzo dell'energia

Il Brent sopra i 102 dollari conta meno del gasolio: dal diesel passano trasporti, inflazione dei beni e il voto americano di novembre.

Il collo di bottiglia è la raffinazione

Il Brent ha chiuso sopra i 102 dollari, ma il prezzo che tocca l'economia reale passa dai prodotti raffinati, non dal greggio. Giovedì i raffinatori cinesi hanno sospeso le esportazioni di carburante verso ogni destinazione che non sia Hong Kong o Macao. In un giorno è uscita dal mercato una fonte di gasolio, in un sistema già ridotto dalle interruzioni nello Stretto di Hormuz e dagli attacchi ucraini alle raffinerie russe.

Venerdì è arrivata la risposta politica: il rilascio di scorte concordato dal G7 serve a disinnescare la minaccia americana di vietare l'esportazione di diesel. I prezzi sono scesi poco, e le proporzioni spiegano perché: la sola Europa OCSE consuma circa 6 milioni di barili al giorno. Frank Monkam, stratega macroeconomico di Bloomberg, ricorda che le riserve del G7 sono vicine ai minimi di decenni.

Il rilascio incide più sul gasolio che sul greggio, perché il cuscinetto di scorte di diesel è più ampio, anche se si sta esaurendo in fretta. Ma nessun rilascio crea capacità di raffinazione, e quello è il vincolo vero. Goldman Sachs osserva che il sistema fisico si adatta con rotte alternative e trasferimenti da nave a nave: la conseguenza duratura è il costo di trasporto e assicurazione, non la perdita di barili.

Perché Washington pensa a un divieto

Il diesel muove trattori, treni merci, camion e furgoni delle consegne. Negli Stati Uniti il prezzo al dettaglio ha toccato un record: i 6,50 dollari al gallone della settimana scorsa equivalgono a un Brent intorno ai 180 dollari al barile. A spingere la Casa Bianca verso un divieto di esportazione sono stati i parlamentari degli Stati agricoli, che chiedono di trattenere il gasolio in casa nel pieno della raccolta autunnale.

> Il prezzo che arriva alle famiglie lo decide la raffinazione, e la capacità di raffinazione non si rilascia dalle riserve.

I responsabili economici dell'amministrazione hanno studiato le conseguenze di un divieto temporaneo, e alcune società stanno già inserendo clausole di protezione nei contratti. L'industria petrolifera avverte che la misura farebbe salire i prezzi e propone due alternative: sospendere l'accisa federale di 0,24 dollari al gallone, oppure esentare il gasolio per autotrazione dall'obbligo di miscelazione dei biocarburanti, che vale circa 0,30 dollari al gallone. La prima passa dal Congresso, e la Camera è in pausa pre-elettorale. Una terza strada non chiede né legge né divieto: il segretario all'Energia ha detto di essere al lavoro con le raffinerie su limitazioni volontarie alle esportazioni.

Che cosa dice il modello di Goldman

Daan Struyven, responsabile della ricerca sulle materie prime di Goldman Sachs, ha modellato un divieto di novanta giorni, da inizio ottobre almeno a dicembre. La banca lo definisce molto plausibile, pur non essendo il suo scenario centrale. Il primo effetto va in direzione opposta all'intuizione: 1,6 milioni di barili al giorno che non partono più restano in casa, e finché c'è spazio nei depositi ogni settimana di divieto toglie 0,25 dollari al gallone al diesel americano, poco meno del 4%.

Il problema è la durata. I depositi americani si riempiono in nove o dieci settimane, e da quel punto il meccanismo si rovescia: il margine di raffinazione, cioè quanto rende un barile lavorato, scivola sotto zero, le raffinerie rallentano e con il diesel producono meno anche benzina e carburante per aerei, che escono dallo stesso barile. A depositi pieni, ogni settimana di divieto aggiunge 0,30 dollari al gallone alla benzina americana.

Fuori dagli Stati Uniti l'effetto è di segno opposto. Ogni settimana di divieto vale 3 dollari al barile in più sul gasolio all'ingrosso europeo, il gasoil ARA, poco meno del 2%, e le riserve strategiche del continente possono compensarne circa la metà: a fine giugno l'Europa OCSE ne aveva ancora 190 milioni di barili. Sulla benzina il cuscinetto pubblico è quattro volte più sottile, e le raffinerie di tutto il mondo stanno già spostando la lavorazione dalla benzina al diesel: da lì l'effetto arriva al pieno di un automobilista europeo. Revocato il divieto i prezzi si ricollegherebbero, diesel americano in rialzo e diesel estero in calo, ma su un livello più alto, perché nel frattempo si sarebbe lavorato meno greggio.

PILLOLE

01 Il differenziale di raffinazione.

Il margine fra greggio e carburanti, non il prezzo del barile, dice quanto arriva alla pompa. Se il Brent scende e il gasolio non lo segue, il problema sta nelle raffinerie.

02 Nove o dieci settimane.

Nel modello di Goldman lo stoccaggio americano di diesel si riempie in nove o dieci settimane. Oltre quella soglia il meccanismo si rovescia: margini negativi, raffinerie che rallentano, benzina più cara.

03 L'accisa come alternativa.

Due misure agiscono sul prezzo interno americano senza toccare le esportazioni: la sospensione dell'accisa federale e l'esenzione dall'obbligo di miscelazione dei biocarburanti. Se vengono annunciate, il divieto diventa meno probabile.

04 Il dato da segnare.

Mercoledì 7 ottobre l'agenzia americana dell'energia pubblica le riserve settimanali di petrolio e di distillati, cioè gasolio e prodotti simili: la misura che dice se le scorte risalgono o scendono.

↑ SOMMARIO



05

Forex & Crypto

Citi alza gli obiettivi su Bitcoin ed Ether e dice da dove dovrebbe arrivare il movimento: i flussi verso i fondi quotati. L'oro resta fermo ma continua a trovare compratori fisici, e il dollaro raccoglie ciò che l'euro perde sulla Francia.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Citi ha alzato l'obiettivo a dodici mesi su Bitcoin da 82.000 a 113.000 dollari, con 151.000 nello scenario favorevole e 43.000 in quello avverso.

- Per Ether l'obiettivo base passa da 2.240 a 3.028 dollari, con 4.244 nello scenario favorevole e 1.157 in quello avverso.
- Bitcoin è salito oltre 87.000 dollari, massimo dal 23 settembre, poi ha restituito tutto dopo i dati sull'occupazione americana.
- L'oro è rimasto sui 4.200 dollari l'oncia e la Banca di Corea compra oro per la prima volta dal 2013.
- Il rial iraniano ha toccato 2.584.650 per dollaro il 1° ottobre, contro circa 35.800 di dieci anni fa.

Citi alza gli obiettivi sulle cripto, l'oro resta sui 4.200 dollari

Il prezzo delle cripto dipende ormai dai flussi negli ETF e da regole che un'amministrazione futura può revocare: due fragilità da pesare prima della cifra.

Gli obiettivi di Citi poggiano sui flussi

Il movimento era partito a ridosso di due fatti dello stesso giorno: un riacquisto di titoli del Tesoro americano, annuncio che aveva alimentato i timori di svalutazione della moneta, e l'incontro fra l'amministrazione e gli operatori del settore. Citi ritiene che la parte normativa abbia pesato almeno quanto quei timori, e su quello sfondo ha rivisto al rialzo le stime a dodici mesi: 113.000 dollari su Bitcoin, 3.028 su Ether. Le ragioni indicate sono tre: l'attività sulle reti, il contesto macroeconomico e i flussi verso gli ETF, i fondi quotati in borsa che replicano il prezzo delle due monete.

Nel modello il motore principale sono i flussi: Citi lega un miliardo di dollari di flussi negli ETF a un movimento del 3,5% sul prezzo. È la componente alzata rispetto alla previsione di giugno, dove era piatta; l'ipotesi di adozione resta invece una crescita degli utenti del 20% nello scenario base. La settimana ha dato ragione al meccanismo: dopo nove sedute in cui gli ETF americani hanno assorbito circa 3 miliardi di dollari, con una interruzione a metà settimana, il prezzo è salito oltre 87.000 dollari, massimo dal 23 settembre.

Poi sono arrivati i dati sull'occupazione americana, i tassi reali (i rendimenti al netto dell'inflazione attesa) sono risaliti e Bitcoin ha restituito l'intero guadagno. Ether segue una logica diversa. Citi ne ha alzato la stima perché le misure di attività degli utenti sono cresciute negli ultimi tre mesi, ed è più sensibile all'attività per il suo uso come denaro programmabile, moneta che incorpora le istruzioni del pagamento. Bitcoin viene raccontato come riserva di valore.

Una regola non è una legge

Il secondo motore della settimana è stato normativo. Il Clarity Act, la legge americana che dovrebbe fissare le regole del mercato delle cripto-attività, non è riuscito ad avanzare al Senato a metà settembre. Secondo Citi gli annunci successivi della SEC, l'autorità americana di vigilanza sui mercati, hanno attenuato il clima negativo, e la banca li definisce un fattore positivo temporaneo ma significativo. Aggiunge che una legge offrirebbe più chiarezza di un regolamento.

> Lo stesso analista che indica 113.000 dollari fra un anno ammette un intervallo fra 43.000 e 151.000: conta l'ampiezza, non la cifra centrale.

La distinzione non è formale. Una regola di un'autorità si cambia con un atto della stessa autorità; una legge del Congresso ha bisogno del Congresso. Citi stessa segnala il rischio che un cambio di amministrazione nel 2028 revochi le regole adottate dalle agenzie, pur precisando che la scadenza cade oltre il suo orizzonte di dodici mesi. Io quell'orizzonte lo trovo corto: chi tiene cripto in portafoglio ragiona sul proprio, non su quello di una nota di ricerca.

L'oro tiene, il dollaro guadagna

L'oro ha seguito lo stesso percorso di Bitcoin: un rialzo breve dopo i dati sull'occupazione, poi il ritorno sui minimi della settimana, intorno ai 4.200 dollari l'oncia. Sotto il prezzo, però, la domanda fisica assorbe i ribassi: le vendite di monete d'argento Silver Eagle sono raddoppiate e la Banca di Corea è tornata a comprare oro per la prima volta dal 2013. I fondi su oro e metalli preziosi hanno raccolto 275 milioni di dollari, l'afflusso più basso in tre settimane.

Sul fronte valutario il dollaro ha preso ciò a cui l'euro ha rinunciato. La moneta europea paga la questione francese: il titolo di Stato di Parigi a dieci anni è sul livello più alto da circa venti anni, e la sua distanza da quello tedesco è la più ampia dal 2012, con i rendimenti tedeschi in discesa. Un titolo di Stato americano al 5% e un dollaro in rialzo, insieme, stringono le condizioni finanziarie di tutto il mondo.

All'estremo opposto della scala c'è il rial iraniano, arrivato a 2.584.650 per dollaro sul mercato parallelo: una perdita del 98,6% del valore in dieci anni. Più della metà di quel movimento è avvenuta dopo l'inizio della guerra, il 28 febbraio, quando il cambio era intorno a 1,65 milioni; nel solo mese di settembre il rial è passato da circa 2,14 a 2,58 milioni.

PILLOLE

01 I flussi prima delle notizie.

Per Citi un miliardo di dollari di flussi negli ETF vale il 3,5% di prezzo, e fra lo scenario avverso e quello favorevole, 43.000 e 151.000 dollari, c'è un rapporto di oltre tre volte.

02 Ether si misura sull'uso.

Citi ha alzato la stima su Ether per l'attività degli utenti, non per i flussi. Su Ether il numero da osservare è l'uso della rete; su Bitcoin, il denaro che entra.

03 Regolamento o legge.

Il Clarity Act fermo al Senato lascia la chiarezza ai regolamenti della SEC, che la prossima amministrazione può riscrivere. Il passaggio da osservare è il ritorno di quel testo in calendario.

04 La domanda fisica sotto l'oro.

Finché una banca centrale compra, come ha fatto quella coreana, i ribassi dell'oro trovano un compratore. Gli acquisti ufficiali sono il dato da seguire, più del prezzo giornaliero.

↑ SOMMARIO

Un glossario non si legge dalla prima all’ultima voce: si consulta. Le parole segnate nel testo portano qui.

A – B

Ammortamento

La quota con cui ogni anno il costo di un impianto viene scaricato sul conto economico, distribuito lungo gli anni in cui lo si userà. Più breve è la vita stimata, più pesa ogni anno.

C – D

Carry trade

Prendere a prestito denaro dove costa quasi nulla, per esempio in yen giapponesi, e investirlo in titoli che rendono di più. Funziona finché il costo del prestito resta basso.

Denaro programmabile

Moneta digitale che può incorporare le istruzioni del pagamento, per esempio versare una somma solo al verificarsi di una condizione. È l'uso che distingue Ether da Bitcoin.

E – F

ETF

Fondo quotato in borsa che replica il prezzo di un indice o di un bene, per esempio Bitcoin. Si compra e si vende come un’azione, in ogni momento della giornata di mercato.

G – I

Gasoil ARA

Il prezzo di riferimento del gasolio all'ingrosso in Europa, quotato per i depositi di Amsterdam, Rotterdam e Anversa. È il numero da cui partono i listini europei del diesel.

Indice MOVE

Misura di quanto si attende che oscillino i prezzi dei titoli di Stato americani nei mesi successivi. Per le obbligazioni svolge il ruolo che l'indice VIX svolge per le azioni.

L – M

Margine di raffinazione

La differenza fra il prezzo del greggio e quello dei carburanti che se ne ricavano. Misura quanto guadagna una raffineria, e quindi quanto le conviene lavorare un barile in più.

N – P

Policy put

L'aspettativa che lo Stato o la banca centrale intervengano per evitare il dissesto di un settore considerato strategico. Chi ci crede accetta un rischio che, senza quella rete, non prenderebbe.

Posti di lavoro fuori dall'agricoltura

Il conteggio mensile dei posti di lavoro creati o perduti negli Stati Uniti, agricoltura esclusa. In inglese Non-Farm Payrolls: è il dato più seguito dalla Federal Reserve quando decide sui tassi.

Punti base

Centesimi di punto percentuale: cento punti base fanno un punto pieno. Servono a misurare differenze piccole fra rendimenti, dove anche un decimo di punto sposta cifre importanti.

Q – S

Rendimento del capitale investito

Quanto utile produce ogni euro messo in impianti e macchinari. In inglese ROIC: un rendimento del 15% vuol dire quindici euro di utile all'anno ogni cento investiti.

Riserve strategiche

Scorte di greggio e carburanti che gli Stati tengono da parte per le emergenze. Si possono rilasciare sul mercato per calmierare i prezzi, ma poi vanno ricostituite comprando a mercato.

Scenario base

Le tre ipotesi con cui un analista accompagna una previsione. La prima è quella che ritiene più probabile, le altre due misurano quanto il prezzo può allontanarsene.

Spread high yield

Il rendimento in più che un'azienda indebitata deve offrire rispetto al titolo di Stato di pari durata. Si misura in centesimi di punto percentuale: 312 significa 3,12 punti in più.

T – Z

Titoli senza cedola

Obbligazioni che non pagano interessi lungo la vita: si comprano sotto il valore di rimborso e tutto il guadagno sta in quella differenza. In inglese zero coupon. Più lontana è la scadenza, più il prezzo si muove quando i rendimenti cambiano.



Nel 2025 Il Sole 24 Ore mi ha scelto come **Opinion Reader** per i suoi 160 anni: una lettura indipendente dei fatti economici e finanziari, al servizio del patrimonio e libera da logiche di prodotto e di banca.

CREDENZIALI

OCF CFP® · FPSB NAFOP AIFO ANCP

Parliamo del tuo patrimonio.

Un primo colloquio riservato, senza impegno,
per capire da dove partire.

RICHIEDI UN COLLOQUIO

MASSIMILIANO SILLA
MULTI FAMILY OFFICE

Consulente Finanziario Indipendente CFP®

Libero di scegliere il meglio. Per te.

ROMA

Viale dell'Arte 25, 00144 Roma
T +39 06 9670 1880

MILANO

Via San Raffaele 1, 20121 Milano
T +39 02 3035 6801

TORINO

Corso Valdocco 2, 10128 Torino
T +39 011 089 1164

GINEVRA

Place de la Fusterie 12, 1204 Ginevra (Svizzera)
Sede di rappresentanza · su appuntamento

SITO WEB	EMAIL	LINKEDIN
www.massimilianosilla.com	info@massimilianosilla.com	massimiliano-silla

Disclaimer. I contenuti di questa newsletter e quelli riportati su www.massimilianosilla.com hanno finalità esclusivamente informativa e divulgativa e non costituiscono suggerimenti, sollecitazioni al pubblico risparmio, consulenza personalizzata o invito all'investimento. Massimiliano Silla e i professionisti che contribuiscono ai contenuti non potranno essere ritenuti responsabili delle conseguenze derivanti dall'uso che l'utente, in autonomia, farà delle informazioni.

Iscritto all'Albo dei Consulenti Finanziari Autonomi con delibera OCF n. 2425 del 19/03/2024 · P.IVA IT10577390585

© 2026 Massimiliano Silla · Viale dell'Arte 25, 00144 Roma RM, Italia