MASSIMILIANO SILLA
MULTI FAMILY OFFICE

SOMMARIO

01 MACRO
Aste piene, e il denaro va in liquidità

02 EQUITY
Un record a cui l'indice non partecipa

03 FIXED INCOME
La Francia smette di scendere

04 COMMODITIES
Il diesel di Putin, l'oro che resta a casa

05 FOREX & CRYPTO
Bitcoin scende, il real sale

Consulente Finanziario Indipendente CFP®

Libero di scegliere il meglio. Per te.

La newsletter **settimanale.**

12 – 18 OTTOBRE 2026





01

Macro

Il Tesoro americano ha collocato senza difficoltà ai rendimenti più alti di una generazione, e questo non ha riportato giù il costo del denaro. Intanto i fondi monetari hanno ricevuto la raccolta settimanale più alta dall'aprile 2020.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Il titolo di Stato americano a dieci anni è salito mercoledì a circa il 5,36%, massimo dal 2002, e giovedì ha chiuso al 5,23%, cinque punti base sotto il 5,28% di inizio settimana; anche il trentennale, salito oltre il 5,70%, è rientrato.

- Il Tesoro ha collocato 119 miliardi di dollari in tre aste: 58 miliardi a tre anni al 4,932%, 39 a dieci anni al 5,300%, 22 a trent'anni al 5,618%.
- La probabilità di un altro rialzo dei tassi è intorno all'80% a dicembre e di circa una su cinque a ottobre, dopo il rialzo di settembre, deciso all'unanimità.
- Le richieste iniziali di sussidi di disoccupazione sono scese a 197.000 contro le 200.000 attese, con una media a quattro settimane di 198.000, la più bassa da ottobre 2022.
- I fondi monetari hanno raccolto 166,4 miliardi di dollari in una settimana, il massimo dall'aprile 2020.

Il Tesoro americano colloca 119 miliardi di titoli, e 166 miliardi vanno in liquidità

Le tre aste si sono concluse tutte regolarmente e il decennale ha chiuso cinque punti base sotto il livello di partenza: il capitale è scarso, e ogni mercato deve meritarne una quota.

Aste assorbite, chiusure quasi invariate

Il petrolio ha dettato il tono anche dopo la promessa di Trump di non attaccare l'Iran prima delle elezioni di metà mandato, ma il fatto nuovo è che l'offerta è stata assorbita senza difficoltà. L'asta decennale di mercoledì è stata eccellente, con appena il 2,5% rimasto alle banche collocatrici, una quota record; quella trentennale di giovedì è stata mediocre, ma del tutto adeguata. Il Tesoro ha trovato acquirenti per 119 miliardi ai rendimenti più alti di una generazione, e la ricompensa è stata un decennale cinque punti base più basso.

Il petrolio conta perché muove le aspettative di inflazione, queste i rendimenti lunghi e questi il valore di tutto ciò che non rientra nel ristretto gruppo dei colossi dell'intelligenza artificiale: è la catena che il desk materie prime di Goldman Sachs chiama «ciclo della spirale negativa». Perché allora aste buone non fanno salire di più il prezzo delle obbligazioni?

Rikin Shah, della stessa banca, osserva che 98 dei 108 punti base (centesimi di punto) di aumento del rendimento decennale vengono dai tassi reali: è concorrenza per il capitale, non timore di inflazione. Per Anshul Sehgal, co-responsabile del reddito fisso della banca, «l'acquirente marginale nel mercato dei tassi è cambiato»: dalle assicurazioni e dai risparmiatori anziani agli investitori che operano a debito, che ora si dirigono verso l'uscita.

Il verbale e il mercato del lavoro

Il verbale del 15 e 16 settembre non ha lasciato dubbi: tutti i 19 partecipanti hanno sostenuto la decisione, la maggior parte ha ritenuto probabilmente appropriato un altro rialzo entro l'anno e diversi hanno descritto la politica monetaria come «non restrittiva o soltanto lievemente restrittiva», cioè con tassi non abbastanza alti da frenare l'economia.

> L'acquirente dei titoli di Stato americani è cambiato: non più assicurazioni e risparmiatori, ma investitori a debito, e sono loro che adesso stanno uscendo.

Il passaggio più rivelatore è un altro: alcuni funzionari hanno collegato, almeno in parte, l'aumento dei rendimenti lunghi al debito contratto per l'intelligenza artificiale, cioè alla tesi che quel debito sottragga denaro agli altri investimenti. Per Florian Ielpo di Lombard Odier «premi a termine elevati, incertezza sull'inflazione e fabbisogni di finanziamento pubblico possono mantenere restrittivi i rendimenti delle scadenze più lunghe» anche quando il percorso atteso dei tassi a breve diventa meno aggressivo.

Le richieste iniziali di sussidi sono scese giovedì per la quarta settimana consecutiva sotto le 200.000. Ma sei giorni prima il rapporto sull'occupazione aveva mostrato appena 29.000 nuovi posti a settembre e le domande di chi è già a sussidio sono salite a 1,716 milioni. Per i tassi è la combinazione peggiore: non lascia margini per una pausa mentre il petrolio supera i 100 dollari, e non mostra la debolezza che richiamerebbe gli acquirenti sul tratto lungo.

Dove è andato il denaro

Secondo Michael Hartnett di Bank of America, con dati al 7 ottobre, i fondi monetari hanno ricevuto 166,4 miliardi di dollari, il maggiore incremento settimanale dall'aprile 2020: il patrimonio sale a 8.000 miliardi contro i 5.000 del 2023, più che compensando i 118 miliardi usciti la settimana prima per gli aggiustamenti di fine trimestre. I fondi obbligazionari hanno raccolto 33,8 miliardi, quindicesima settimana consecutiva di afflussi, e i fondi azionari 12,4 miliardi nel mondo e 3,3 negli Stati Uniti: il primo afflusso americano in tre settimane.

Giovedì un articolo del Financial Times sui ricavi di OpenAI ha colpito i semiconduttori e spinto i credit default swap di Oracle a un nuovo record, mentre gli spread dei titoli con rating CCC sono arrivati a 1.014 punti base, massimo da tre anni. L'indice azionario sostiene che il controllo sui ricavi sia stato superato; credito, tassi e flussi dicono il contrario, e di solito non è il credito a cambiare idea.

Quando tornerà a circolare la liquidità? Hartnett è netto: «Niente tagli dei tassi, niente riduzione della liquidità», cioè il denaro resta fermo. In senso opposto, per George Saravelos di Deutsche Bank il mercato sottovaluta il rischio che «qualcosa vada storto» nell'ecosistema dell'intelligenza artificiale, un evento «molto positivo per le obbligazioni».

PILLOLE

01 Mercoledì 14, il CPI.

L'indice dei prezzi al consumo americano arriva con il petrolio sopra i 100 dollari: dirà se la probabilità di un rialzo a dicembre regge l'80%.

02 Giovedì 15, prezzi e consumi.

Arrivano i prezzi alla produzione, le vendite al dettaglio, le richieste di sussidi e gli indici manifatturieri delle Fed regionali: dicono se l'economia che ha smesso di assumere continua a non licenziare.

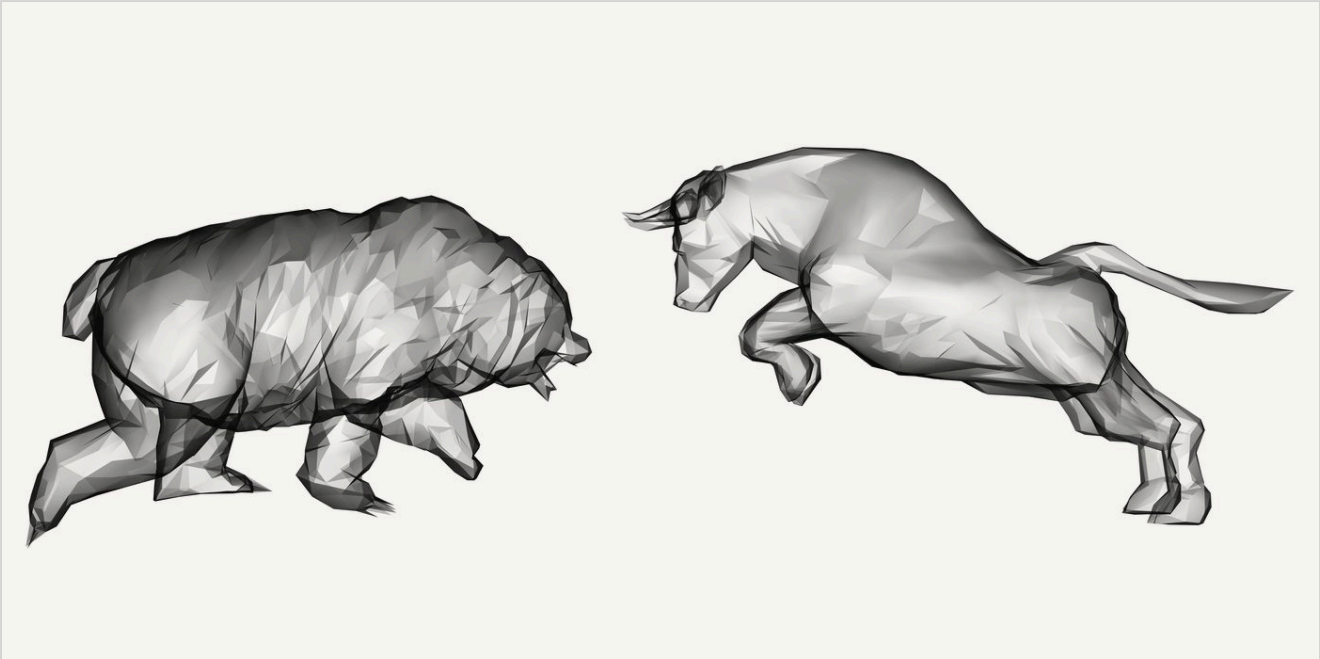
03 Il bilancio francese il 13.

Il dibattito si apre all'Assemblea nazionale martedì 13, e giovedì 15 la Francia va in asta con titoli a media e lunga scadenza: si capirà se la tensione resta francese o diventa europea.

04 Venerdì 16, i capitali esteri.

Il Tesoro americano pubblica i flussi netti di lungo termine, cioè gli investimenti dall'estero: diranno se la domanda straniera di titoli, già in calo all'asta triennale, si è indebolita.

↑ SOMMARIO



02

Equity

L’S&P 500 ha segnato un nuovo massimo mentre l’85% dei suoi titoli resta oltre il 10% sotto il proprio. Tony Pasquariello di Goldman Sachs mette per iscritto sei tesi su un rialzo che si regge su un perimetro molto stretto.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Grafici · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Martedì l'S&P 500 ha segnato il ventottesimo record dell'anno, giovedì è tornato a 7.765 sui ricavi di OpenAI, venerdì ha rimbalzato.

- Dal 27 agosto l'indice è salito dell'1,28% e lo stesso indice senza i titoli dell'intelligenza artificiale è sceso del 5,19%.
- L'85% dei componenti sta oltre il 10% sotto i propri massimi, il 59% oltre il 20%, il 17% oltre il 50%.
- L'asta del trentennale americano si è chiusa giovedì con un rendimento del 5,618%, il più alto dall'agosto 2000; il decennale ha chiuso al 5,23%.
- In Corea i riacquisti giornalieri sono scesi a 710 miliardi di won, meno della metà del picco; nel terzo trimestre il KOSPI ha perso circa il 17%.

Nuovo record per l'S&P 500, con l'85% dei titoli oltre il 10% sotto i propri massimi

Il rialzo delle ultime settimane poggia su poche società: così ogni notizia sui ricavi dell'intelligenza artificiale muove l'indice.

Il record dell'indice e i titoli che restano indietro

Per una volta l'ampiezza è stata regolare: i Magnifici Sette e gli altri 493 componenti hanno chiuso entrambi la settimana in rialzo di oltre l'1%, e l'indice ha fatto meglio del Nasdaq 100, invariato, e del Russell 2000, ultimo.

Il conto cambia su una finestra più lunga: per Adrien Simonet di Goldman Sachs lo scarto aperto dal 27 agosto è un divario a trenta giorni vicino al massimo da quando questo rialzo è cominciato, nel gennaio 2023.

Giovedì il Financial Times ha riferito che a fine settembre OpenAI indicava agli investitori ricavi al ritmo di 50 miliardi di dollari l'anno, circa 20 miliardi in meno dei 68-70 miliardi circolati poche settimane prima: il Nasdaq ha perso l'1,25%, i semiconduttori il 3,4%, Oracle il 5,5%. La spiegazione arrivata dopo: nessun ricavo era perduto, la cifra più alta comprendeva i ricavi contabilizzati attraverso i partner e a parità di criteri l'attività è passata da circa 30 a 50 miliardi. Bloomberg ha poi riferito che l'azienda prevede ricavi per almeno 70 miliardi di dollari entro fine anno, e venerdì l'indice ha rimbalzato. Mi limito a osservare: un criterio che sposta il dato del 40% è straordinario da trascurare.

Poco esposti, tutti sugli stessi titoli

Per un mercato che ha appena segnato un record, il posizionamento degli operatori è basso. Il registro dei fondi clienti di Goldman Sachs, nella prima rilevazione di settembre, dava l'esposizione netta alle azioni americane ai minimi di uno, tre e cinque anni; la leva dei fondi che scommettono al rialzo e al ribasso insieme scende da tre settimane, nella nota di Brian Garrett.

> Un titolo dell'S&P 500 su sei ha perso più della metà del proprio valore mentre l'indice sta a pochi punti dal record.

Esposizione netta bassa non significa poco rischio, perché la lorda resta alta e concentrata in pochi titoli: a settembre la tecnologia è stato l'unico settore comprato dai fondi speculativi e pesa ora circa il 22% della loro esposizione americana, i semiconduttori il 12%, il doppio di inizio anno. E i fondi quotati che moltiplicano i movimenti dei semiconduttori valgono circa 115 miliardi di dollari: amplificherebbero ogni discesa.

La stagione degli utili comincia questa settimana e Tony Pasquariello di Goldman Sachs pone la domanda che conta: chi scommette al ribasso contro utili in crescita del 28% su base annua? Per Snider la crescita attesa sul titolo mediano scende dal 14% del secondo trimestre al 9% del terzo. Sulla concentrazione vale un altro conto: le dieci società più grandi per capitalizzazione valgono il 41% dell'indice e il 38% degli utili, tre punti contro i dodici circa del picco del 2000. Pasquariello resta al rialzo, ma con meno convinzione del 25 settembre.

Il costo del debito, e la Corea senza riacquisti

Per Pasquariello i tassi più alti sono passati da ostacolo a rischio maggiore, per gli Stati e per le società. L'asta del trentennale di giovedì, al livello più alto dall'agosto 2000, lo conferma. La Fed ha alzato i tassi a settembre e gli economisti di Goldman Sachs ne attendono un altro a dicembre.

La notizia su OpenAI è arrivata dopo 48 ore di annunci sul debito: Broadcom cerca oltre 50 miliardi di dollari di debito privato per i chip di OpenAI, SpaceX una struttura da 40 miliardi garantita da processori Nvidia; in una settimana il comparto ha programmato emissioni per circa 150 miliardi di dollari. L'assicurazione contro il mancato pagamento di Oracle a cinque anni è al record di 2,61 punti percentuali dopo i dubbi sui ricavi del suo maggiore cliente; il premio sui debitori più fragili è a 10,14 punti percentuali, massimo da tre anni. Il VIX, la volatilità attesa sulle azioni, è a 15,4, al 17° percentile dell'anno: uno dei due mercati prezza male.

In Corea il sostegno è finito prima del previsto: i riacquisti annunciati a fine agosto da Samsung e SK Hynix per 55.000 miliardi di won dopo sei settimane di acquisti record hanno più che dimezzato il ritmo, e quello di Samsung è concluso. L'8 ottobre, fra i risultati preliminari di Samsung, il ribilanciamento di sette fondi quotati sui semiconduttori, la scadenza delle opzioni e la prima seduta senza il sostegno degli acquisti di Samsung, il KOSPI ha perso il 2,0% a 6.803,9 punti.

PILLOLE

01 La stagione degli utili.

Il numero da leggere nei conti del terzo trimestre non è la crescita degli utili, ma quanta parte ne producono le prime dieci società per contributo: il 68%, metà in Micron e Nvidia.

02 Il dato americano sui prezzi.

Mercoledì 14 ottobre esce l'indice dei prezzi al consumo americano: è l'innesco del rischio di coda, l'evento poco probabile e costoso di una Fed costretta ad alzare i tassi più di quanto chiunque preveda.

03 Il debito dell'intelligenza artificiale.

Da osservare a che prezzo si finanziano Broadcom e SpaceX: per Goldman Sachs 420 miliardi di emissioni legate all'intelligenza artificiale competono con circa 1.000 miliardi di nuova offerta netta di titoli del Tesoro.

04 La Corea senza riacquisti.

Lunedì 12 ottobre la Corea del Sud va in asta sul titolo a tre anni senza più il sostegno dei riacquisti. Da guardare gli afflussi esteri e gli annunci agli azionisti di fine ottobre.

↑ SOMMARIO

Due immagini per vedere su che cosa si regge il rialzo: quanto l'indice americano dipenda da un solo settore, e che cosa resta quando in Corea finisce il compratore che teneva su il mercato.

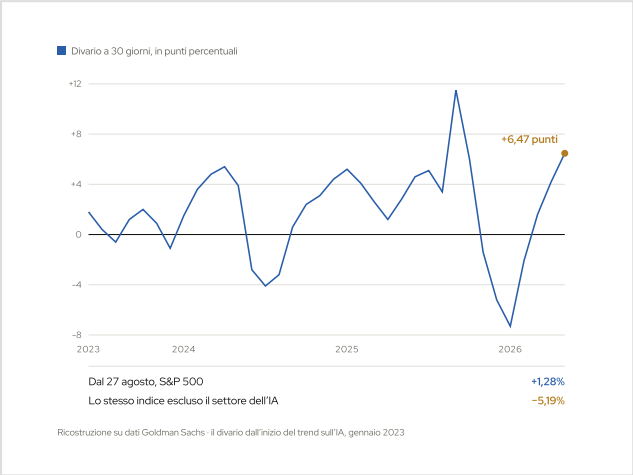


FIG. 2.1

Dal 27 agosto l'S&P 500 sale dell'1,28% e lo stesso indice senza l'intelligenza artificiale perde il 5,19%

Fonte: elaborazione su dati Goldman Sachs

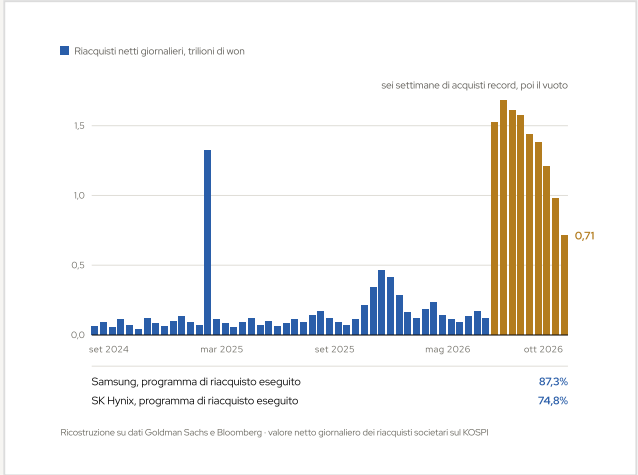


FIG. 2.2

I riacquisti delle società coreane crollano a 0,71 trilioni di won al giorno, meno della metà del picco

Fonte: elaborazione su dati Goldman Sachs e Bloomberg



03

Fixed Income

Il divario fra i titoli francesi e quelli tedeschi è rientrato, ma per Goldman Sachs non è una ripresa: il carry trade che quasi tutti avevano si è rotto, e la banca propone tre coperture per il caso in cui la tensione torni.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Lo spread fra Francia e Germania a dieci anni è rientrato verso i 140 punti base dopo quasi 160, il massimo dalla crisi dell'euro di fine 2011.

- L'OAT, il titolo di Stato francese, rendeva sui dieci anni più del 5% venerdì: è sceso al 4,75% martedì e risalito verso il 4,90% giovedì.
- Il bilancio 2027 fissa il deficit al 5%, «ottimistico» per la vigilanza fiscale, e prevede un fabbisogno record di 340 miliardi di euro.
- Stabilizzare il debito, in condizioni favorevoli e con costi al 4%, chiede un avanzo primario dell'1%: il 95º percentile dei risultati francesi degli ultimi quarantacinque anni.
- Obbligazioni societarie francesi per circa 215 miliardi di euro pagano premi inferiori a quelli dello Stato: qualcosa come diciotto volte gennaio, il 38% del mercato delle società giudicate affidabili.

Francia e Germania: il divario rientra verso i 140 punti base, poi si ferma

Il tracollo non viene dai conti pubblici ma dallo smontaggio di una posizione a debito molto diffusa, e per Goldman Sachs la BCE ha una soglia alta per intervenire.

Che cosa si è rotto

Per gli analisti sui tassi di Goldman Sachs il tracollo di inizio ottobre ha riguardato meno i conti francesi e più chi deteneva quei titoli, e con quanto denaro prestato. L'allargamento è stato spinto dallo smontaggio di un carry trade molto diffuso sugli OAT fra due e cinque anni, una posizione che tutti avevano e da cui tutti sono usciti quando la volatilità è aumentata.

Il movimento si è propagato agli altri titoli di Stato dell'area euro, soprattutto ai BTP, e l'Italia ha alzato le previsioni di deficit 2027 e 2028 al 3,4% e al 3,2% del prodotto interno lordo. Comprano adesso gli operatori di brevissimo termine, le istituzioni francesi e i gestori internazionali; se si uniranno le tesorerie delle banche, osserva Goldman, c'è probabilmente spazio per un altro recupero. La parte tecnica del mercato resta debole: per Agustín Martín di BBVA gli assicuratori francesi riducono l'uso degli OAT come garanzia e la liquidità degli scambi si è deteriorata.

L'aritmetica che ferma il rimbalzo

Il rientro è partito da un annuncio politico: il bilancio alternativo di Marine Le Pen porta i risparmi previsti a 140 miliardi di euro entro il 2032, dai 125 di prima per i maggiori interessi sul debito. Il modello di Goldman le attribuisce il 68% di probabilità di diventare presidente; Nelson Armbrust della banca l'ha definita un'ottima proposta, pur dubitando che venga attuata qualora fosse eletta, e resta ribassista.

> L'avanzo primario che serve alla Francia, raggiunto raramente in quarantacinque anni, non lo produce il bilancio alternativo di una candidata: il rimbalzo ha cambiato i prezzi, non i conti.

Alexandre Stott di Goldman spiega perché il rimbalzo si sia esaurito: stabilizzare il debito francese, ipotizzando condizioni favorevoli e costi di finanziamento del 4%, chiede un avanzo primario dell'1% a regime, cioè un bilancio in attivo prima degli interessi: un risultato che si colloca al 95º percentile di quanto la Francia ha ottenuto in quarantacinque anni. Ai tassi attuali, vicini al 5%, il requisito raddoppia. L'inversione dei premi conta perché i titoli di Stato dovrebbero essere il livello di rischio zero, quello su cui banche, assicurazioni e fondi pensione poggiano attività e garanzie dei prestiti: se lo Stato diventa il debitore più rischioso, quel livello minimo si sposta.

La BCE e le coperture di Goldman

Una crisi più ampia non è lo scenario base di Goldman: i prezzi non si sono mossi sui fondamentali, ma possono diventare una profezia che si autoavvera, e io propendo per la seconda lettura. Per la banca la soglia di un intervento resta alta: senza riforme strutturali e sforzi di bilancio il rapporto fra debito e prodotto non si stabilizza, e il rischio sovrano chiede una soluzione di bilancio, non della BCE. Per i suoi economisti Sven Jari Stehn e Alexandre Stott attivare il TPI richiederebbe uno stress molto più diffuso, con l'inflazione ben sopra l'obiettivo: proteggere la Spagna dal contagio è più semplice che intervenire sulla Francia. Christine Lagarde ha però ricordato ai ministri delle Finanze di avere gli strumenti per stabilizzare i mercati, se necessario.

Una delle coperture suggerite è comprare rendimenti reali in euro, cioè al netto dell'inflazione attesa, sul tratto di due anni che comincia fra un anno: a settembre l'aumento dei rendimenti è ricaduto sui tassi reali, non sulle attese, e i reali proteggono se l'energia rincara. L'ipotesi è che un incidente francese faccia il lavoro della BCE: la banca centrale è ancora in fase di rialzo, e un credito più caro alza l'asticella per nuovi rialzi. Le condizioni di finanziamento si sono irrigidite di circa 35 punti base nell'area euro dall'inizio dell'estate, grosso modo un rialzo di 25 punti base, e di oltre 50 punti base in Francia dall'inizio di luglio. Su tutte le coperture, avverte Goldman, la perdita massima è illimitata.

PILLOLE

01 Il voto del 13 ottobre.

Il bilancio arriva all'Assemblea nazionale il 13 ottobre e il governo non ha la maggioranza. Se il partito di Le Pen segnalasse l'astensione su un ricorso all'articolo 49.3, che aggira il voto, per Goldman gli OAT potrebbero trarne un vantaggio di breve, se la volatilità si stabilizza.

02 Moody's e S&P a novembre.

Entrambe dovrebbero esprimersi sul debito francese entro fine novembre. Il Tesoro prevede 340 miliardi di euro di emissioni nette di OAT al netto dei riacquisti l'anno prossimo, e per Goldman il mercato dovrà assorbire circa il 25% in più di duration netta francese, cioè di rischio di tasso, che nel 2026.

03 Il differenziale finlandese.

Goldman rovescia la sua posizione e vende il decennale finlandese contro il Bund tedesco: il vantaggio dei mercati minori salta se l'allargamento diventa sistemico e arriva a credito e azioni. Il differenziale è sui 30 punti base, cinque sopra i minimi recenti: la copertura costa quasi nulla se è sbagliata.

04 Chi vende da Tokyo.

Il 70% del debito francese è in mani straniere, e Le Pen ha avvertito che per questo la Francia rischia una crisi obbligazionaria. A settembre le banche giapponesi hanno quasi raddoppiato le vendite nette di obbligazioni estere, a 15,9 miliardi di dollari: il prossimo dato dirà se continuano.

↑ SOMMARIO



04

Commodities

Un annuncio del fine settimana ha riportato giù il prezzo del gasolio per qualche ora. Intanto i Paesi produttori d'oro stanno costruendo raffinerie in casa propria, e il metallo smette di passare dall'Occidente.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Grafici · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Giovedì il Brent, il greggio europeo di riferimento, è arrivato a circa 106 dollari, il WTI americano oltre i 93.

- I flussi attraverso Hormuz sono stati circa 9,5 milioni di barili al giorno, ancora circa il 30% sotto i livelli di prima della guerra.
- Le 300.000 tonnellate di diesel russo annunciate venerdì valgono mezza giornata di consumo americano: il WTI è scivolato a 91 dollari.
- Per l'uragano Isaias è stato sospeso circa il 63% della produzione petrolifera del Golfo del Messico, circa 1,3 milioni di barili al giorno.
- L'oro era a 4.110 dollari l'oncia il 28 settembre: il 12% sotto il massimo di fine agosto e sotto il record di gennaio, oltre i 5.500.

Mezza giornata di diesel subito, e l'oro che resta nei Paesi produttori

Nessun annuncio crea capacità di raffinazione, e il diesel promesso si misura in giorni di consumo, non in settimane; sull'oro, chi lo estrae trattiene e l'India comprime la domanda.

La settimana del greggio

Il greggio è scivolato fino a metà settimana, col Brent sotto i 100 dollari dopo che l'Agenzia internazionale dell'energia ha accelerato il rilascio delle riserve strategiche. Giovedì il quadro si è invertito: ai piani del Pentagono per possibili attacchi si è sommata la peggiore settimana per il trasporto marittimo dall'inizio della guerra, nove imbarcazioni prese di mira in sette giorni.

Poi un post su Truth Social: colloqui produttivi con l'Iran, nessun attacco prima delle elezioni di metà mandato, blocco navale in vigore. Il greggio ha perso un paio di dollari, ma ha chiuso in rialzo del 4%: il Brent è scivolato verso i 103 dollari solo nella notte. Il prezzo dei carichi disponibili subito è tornato vicino ai massimi di guerra, e per Goldman Sachs il premio per il rischio di settembre è stato in media di 22 dollari al barile, la seconda lettura mensile più alta dopo aprile 2026.

Il conto del diesel

Venerdì sera il presidente ha annunciato che Putin immetterà diesel sul mercato americano e mondiale: oltre 300.000 tonnellate subito, 500.000 a novembre, un milione dopo e tre milioni più avanti. Le prime 300.000 tonnellate valgono poco più di 2,2 milioni di barili, e gli Stati Uniti consumano poco più di 4 milioni di barili di diesel al giorno: mezza giornata. Dubito che i tre milioni arrivino mai.

> Due mercati, un vincolo solo: conta il prodotto che passa davvero da un impianto o da un confine, non la firma che lo promette.

Il monitor elettorale di Goldman Sachs spiega l'urgenza: il vantaggio dei Democratici nei sondaggi sul voto alla Camera, 8,9 punti, si muove coi prezzi della benzina, e i mercati predittivi danno oltre il 90% al cambio di maggioranza alla Camera il 3 novembre. Il Tesoro ha autorizzato con una licenza temporanea dell'OFAC, l'ufficio americano delle sanzioni, la fornitura di diesel russo fino ad aprile 2027.

Per Charlie McElligott di Nomura il vincolo non è il greggio ma la raffinazione, e il margine generale, cioè quanto rende lavorare un barile, è tornato sopra i 100 dollari. Isaias è la seconda componente del rialzo di giovedì, con perdite di produzione stimate in circa 9 milioni di barili in un mercato da 100 milioni al giorno: per Jefferies, quando il sistema non ha margini di capacità, una piccola interruzione produce conseguenze sproporzionate sui prezzi.

L'oro che resta a casa

Secondo Nikkei Asia il percorso tradizionale dell'oro, dalle miniere dei Paesi emergenti a Londra e New York, sta cambiando: i produttori ne trattengono una quota crescente, un nazionalismo delle risorse che per Nikkei può spingere i prezzi al rialzo nel medio e lungo periodo. Il Laos, circa 12 tonnellate l'anno, ha istituito la Lao Bullion Bank per raffinare in casa; l'Indonesia, oltre 100 tonnellate, applica dal 2026 una tassa sull'esportazione fino al 15%; la Cina estrae poco più di 380 tonnellate e compra metallo fisico con la banca centrale.

La ragione è il 2022: congelate le riserve valutarie russe, ogni gestore non allineato ha visto che un attivo in dollari è sicuro quanto il rapporto con Washington. Per SocGen la quota del dollaro nelle riserve mondiali è scesa al 57% nel 2025, oltre cinque punti sotto il 2022, e le riserve d'oro della banca centrale cinese sono a 2.345 tonnellate, mentre i suoi titoli del Tesoro americano sono scesi del 41% dal 2020.

Dall'altra parte l'India comprime la domanda: a metà maggio il dazio effettivo su oro e argento è passato dal 6% al 15%, questo fine settimana è stata tagliata l'esenzione dall'imposta sui beni e servizi per le banche, e Modi ha invitato i cittadini a non comprare oro per un anno.

Goldman Sachs tiene l'obiettivo di 5.400 dollari l'oncia a fine 2027: la diversificazione delle banche centrali spiega quasi tutto l'apprezzamento previsto, e l'ipotesi di domanda ufficiale è stata alzata a 60 tonnellate al mese nel biennio 2026-27. Il ritmo corrente degli acquisti ufficiali, stimato dalla banca, è di circa 91 tonnellate al mese. Il valore di equilibrio di fine 2026 scende però a 4.650 dollari da 4.900, sopra i 4.110 citati. Strutturale non significa imminente: la Fed ha alzato i tassi a settembre e per Nikkei ne arriverà almeno un altro entro l'anno, e la pressione al ribasso probabilmente durerà finché il tasso finale non sarà chiaro.

PILLOLE

01 La prima consegna.

Cosa guardare: un carico che parta e arrivi. Il terminal di Rostov sul Don, lo scalo previsto, è stato colpito poche ore dopo l'annuncio: senza consegna verificata resta un comunicato.

02 Diesel e tassi.

Per Charlie McElligott di Nomura l'indice del margine del diesel europeo, a 85, e la volatilità attesa dei tassi in euro si muovono quasi in sincronia dal febbraio scorso. Da seguire il gasolio: i tassi lo seguono.

03 Il lato privato.

Due flussi da seguire: gli ETF hanno aggiunto circa 180 tonnellate nette da metà luglio e le importazioni cinesi hanno superato il record di 1.000 tonnellate; per JPMorgan sono questi, non le sole banche centrali, a spiegare la tenuta del prezzo.

04 Il fondo e l'ipotesi.

Il desk materie prime di Goldman Sachs vede un supporto forte a 4.000 dollari l'oncia; per i tecnici di BofA, se il 2026 fosse un massimo importante, sarebbe possibile un livello di 3.315 dollari. Da seguire gli acquisti ufficiali mensili.

↑ SOMMARIO

Due immagini sull'oro, che insieme spiegano il paradosso della settimana: il costo di tenerlo è salito e il denaro ha continuato a entrare lo stesso, perché chi compra non guarda i tassi.

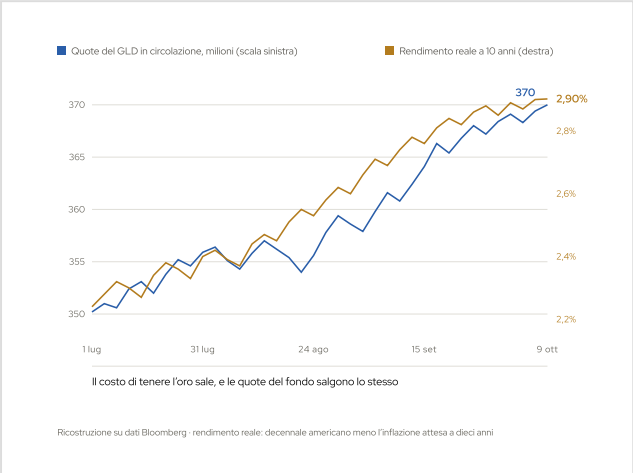


FIG. 4.1

Le quote del maggiore fondo sull'oro salgono a 370 milioni mentre il rendimento reale arriva al 2,90%

Fonte: elaborazione su dati Bloomberg

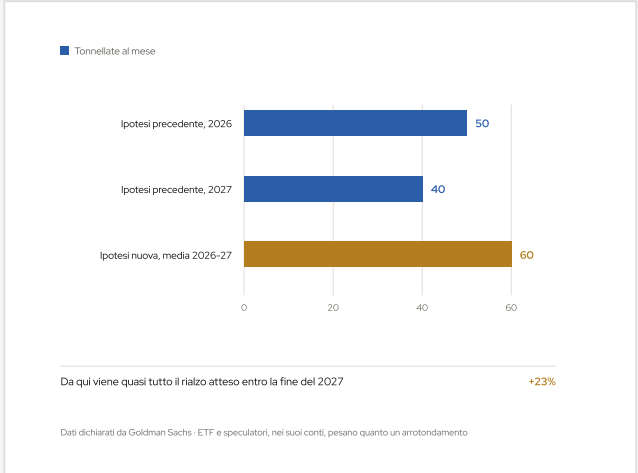


FIG. 4.2

Goldman Sachs alza a 60 tonnellate al mese l'acquisto atteso dalle banche centrali nel 2026-27

Fonte: cifre dichiarate da Goldman Sachs



05

Forex & Crypto

Oro e criptovalute hanno mostrato i limiti della tesi sulla svalutazione delle monete: quando serve liquidità si vende quello che si può vendere. Il Brasile è andato nella direzione opposta, ed è l'unico mercato in cui la disciplina dei conti pubblici viene premiata.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Bitcoin è passato da circa 87.000 dollari martedì a quasi 80.000 giovedì, per poi rimbalzare venerdì sulla media dei prezzi delle ultime cinquanta sedute.

- CoinGlass ha contato 1,09 miliardi di dollari di liquidazioni forzate in 24 ore, l'85% su posizioni al rialzo; i fondi quotati hanno registrato deflussi considerevoli negli ultimi due giorni.
- Oro e argento hanno chiuso la settimana in modesto rialzo e l'oro ha oscillato intorno ai 4.160 dollari l'oncia, mentre il platino è rimasto indietro.
- Il real brasiliano ha guadagnato oltre il 4%, la settimana migliore dal luglio 2022: per un dollaro sono tornati a servire meno di 5 real.
- L'India ha eliminato l'esenzione dall'IGST per le banche che importano metalli preziosi, dopo avere portato il dazio effettivo su oro e argento dal 6% al 15% a maggio 2026.

Bitcoin da 87.000 a 80.000 dollari, il real brasiliano oltre il 4%

Nella settimana in cui i mercati obbligazionari hanno preteso di più per finanziare i debiti pubblici, oro e criptovalute hanno mostrato i limiti della difesa che promettono.

La prova della svalutazione

Oro e criptovalute vengono presentati come difesa dalla svalutazione della moneta. Due motivi spingevano a comprare protezione: l'allarme sui conti pubblici e il pericolo geopolitico, fra attacchi nell'area dello Stretto di Hormuz e l'uragano che ha fermato il 63% della produzione di greggio del Golfo d'America. Nessuno dei due ha prodotto il rialzo lineare che la teoria prevede: dollaro forte e rendimenti elevati, con il titolo di Stato americano a dieci anni che rendeva intorno al 5,25%, hanno contrastato la domanda di protezione, e il modesto rialzo settimanale di oro e argento è venuto dal rimbalzo di venerdì. L'oro resta circa 300 dollari sotto il livello di un mese fa.

Il segnale più chiaro è venuto dalle criptovalute: Bitcoin, venduto come copertura dalla svalutazione, ha passato la settimana dell'allarme sui conti pubblici muovendosi come i titoli più volatili del Nasdaq. È caduto da circa 87.000 dollari martedì a quasi 80.000 giovedì, poi è rimbalzato venerdì sulla media mobile a 50 giorni. CoinGlass ha contato 1,09 miliardi di dollari di liquidazioni forzate in 24 ore, l'85% su posizioni al rialzo. Nel rimbalzo l'open interest è rimasto stabile: il recupero sembra venuto dalla chiusura delle posizioni al ribasso e dagli acquisti sul mercato a pronti, quello in cui si compra e si consegna subito, non da nuovo denaro a leva.

Il real e il ballottaggio

L'Europa ha mostrato che cosa succede quando i mercati obbligazionari perdono la pazienza con i conti pubblici: il Brasile è il caso opposto. Domenica Flávio Bolsonaro ha ottenuto il 47,0% dei voti validi al primo turno, contro il 45,2% del presidente Lula, ribaltando i sondaggi. Lunedì il mercato ha incorporato in una seduta l'ipotesi di un cambio di governo: l'Ibovespa ha chiuso in rialzo del 7,7%, a un record di 206.912 punti, la migliore giornata in oltre sei anni. Il real ha guadagnato oltre il 4%: per un dollaro sono tornati a servire meno di 5 real.

> Chi compra protezione dalla svalutazione si aspetta che funzioni proprio nella settimana peggiore per i conti pubblici. Questa volta è stato il dollaro a tenere, e oro e Bitcoin hanno dovuto aspettare l'ultima seduta.

I flussi dicono quanto l'operazione fosse concentrata: lunedì l'ETF EWZ, il fondo usato per esporsi al mercato brasiliano, ha scambiato 8 miliardi di dollari, il più alto volume giornaliero dei suoi 25 anni di storia. Il desk Latin America di Goldman Sachs ha rilevato circa 2 miliardi di acquisti netti esteri in una seduta, il massimo dall'inizio della sua serie storica, nel 2008. Mi limito a osservare che il ballottaggio si vota il 25 ottobre e che il rendimento decennale brasiliano resta vicino al 13%: è stata comprata l'attesa del risanamento, non il risanamento.

La rupia e l'oro indiano

Nel fine settimana l'India ha eliminato l'esenzione dall'IGST, l'imposta integrata sui beni e servizi, per le banche che importano metalli preziosi. La motivazione ufficiale è la parità fiscale fra canali di importazione. Rientra però in una serie avviata nei primi mesi del 2026 con un obiettivo diverso: moderare le importazioni di oro non essenziale, alleggerire la pressione sulle riserve valutarie e sostenere la rupia. Il meccanismo: costi di importazione più alti riducono la domanda di oro, quindi il deflusso di valuta estera e la pressione sul conto corrente, e limitano così un ulteriore deprezzamento della rupia.

La misura più pesante è di metà maggio 2026: l'aliquota effettiva dei dazi su oro e argento è passata dal 6% al 15%, fra dazio di base al 10% e contributo per le infrastrutture agricole e lo sviluppo al 5%. La ragione dichiarata era destinare le valute estere ai beni di prima necessità, e il primo ministro Narendra Modi ha chiesto ai cittadini di non comprare oro per un anno. Il rovescio del tema è qui: dove una moneta è davvero sotto pressione, il governo non discute se l'oro protegga, lo rende più difficile da comprare.

PILLOLE

01 Il ballottaggio del 25 ottobre.

Una società di consulenza ospitata da UBS dà a Bolsonaro l'85% di probabilità di vittoria: è la stima di un previsore, non una misura del mercato. Da osservare è quanto sia affollata l'operazione: sull'ETF EWZ è entrato il maggiore afflusso netto in quattro giorni mai registrato.

02 I flussi sui fondi Bitcoin.

I deflussi degli ultimi due giorni contano più del prezzo. Se continuano, il rimbalzo di venerdì resta sostenuto soltanto dalla chiusura delle posizioni al ribasso, che si esaurisce.

03 Il rendimento che pesa sull'oro.

A frenare i metalli non sono state le notizie geopolitiche, ma la forza del dollaro e i rendimenti elevati. Da seguire il rendimento americano a dieci anni quanto il prezzo dell'oro.

04 Le importazioni indiane di oro.

Le misure di Nuova Delhi riguardano il metallo e la rupia insieme. Da seguire i dati mensili sulle importazioni indiane, la distanza fra prezzo interno e prezzo internazionale e se altri Paesi con riserve sotto pressione fanno lo stesso.

↑ SOMMARIO

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

A – B

Ampiezza del mercato

Quanti titoli partecipano davvero al rialzo di un indice. In inglese breadth: un record con l'85% dei componenti oltre il 10% sotto i massimi è il rialzo di poche società.

C – D

Carry trade

Operazione che incassa la differenza fra due rendimenti con denaro prestato: qui si comprava un OAT a breve scadenza e si teneva il margine su un contratto di scambio.

E – F

Esposizione netta e lorda

La netta è la differenza fra posizioni al rialzo e al ribasso, la lorda la loro somma. Netta bassa e lorda alta: poca scommessa sulla direzione, molta esposizione ai singoli titoli.

Fondi monetari

Fondi che investono in titoli a brevissima scadenza, di solito buoni del Tesoro e depositi, per tenere liquidità con un piccolo rendimento. In inglese money market funds.

L – M

Liquidazione forzata

In inglese liquidation: la chiusura automatica di una posizione a leva quando le garanzie versate non bastano a coprire la perdita. Avviene senza il consenso di chi ha investito e accelera il movimento dei prezzi.

N – P

Nazionalismo delle risorse

Le misure con cui un Paese produttore trattiene il valore di ciò che estrae: raffinazione sul posto, tasse sull'esportazione, acquisti della banca centrale.

Open interest

In italiano posizioni aperte: il totale dei contratti derivati ancora in essere. Se il prezzo sale e l'open interest resta fermo, il movimento viene da chi chiude posizioni vecchie, non da denaro nuovo.

Premio a termine

Il rendimento in più che chiede chi presta a lungo invece che a breve, a compenso dell'incertezza. In inglese term premium: quando sale, i rendimenti lunghi restano alti.

Premio per il rischio

La parte del prezzo che il mercato paga per il timore di un'interruzione, non per i barili che mancano.

Punto base

Un centesimo di punto percentuale: cento punti base fanno un punto. Un premio di 140 punti base: la Francia paga 1,40 punti in più della Germania.

Q – S

Riacquisto di azioni proprie

L'operazione con cui una società compra le proprie azioni sul mercato e ne riduce il numero in circolazione. In inglese buyback: finché dura sostiene il prezzo, perché il compratore è la società stessa.

Svalutazione della moneta

In inglese debasement: la perdita di potere d'acquisto che un debito pubblico in crescita può imporre al denaro. Chi teme questo effetto compra beni che nessuno può creare a piacimento, come l'oro o Bitcoin.

T – Z

Tassi reali

Il rendimento di un titolo al netto dell'inflazione attesa. Se sale il tasso reale e non l'inflazione attesa, il denaro costa più caro perché cresce la concorrenza fra chi lo chiede.

TPI

Strumento di protezione della trasmissione: il programma con cui la BCE può comprare i titoli di un Paese i cui rendimenti salgono senza ragioni legate ai suoi conti.

Valore di equilibrio

In inglese fair value: il prezzo coerente con le variabili di un modello a una data. Diverso dall'obiettivo di prezzo, che dice dove la banca attende il mercato.



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