MASSIMILIANO SILLA
MULTI FAMILY OFFICE

SOMMARIO

01 MACRO
La settimana che doveva essere dell'inflazione

02 EQUITY
Una settimana per vendere l'intelligenza artificiale

03 FIXED INCOME
Le obbligazioni temono la crescita, non i prezzi

04 COMMODITIES
L'argento che non segue più l'oro

05 FOREX & CRYPTO
Le banche centrali guadagnano tempo

Consulente Finanziario Indipendente CFP®

Libero di scegliere il meglio. Per te.

La newsletter **settimanale.**

19 – 25 OTTOBRE 2026





01

Macro

Prezzi sopra le stime, e brevemente il mercato ha scommesso su un rialzo della Fed. Poi il debito che finanzia l'intelligenza artificiale ha preso il posto dell'inflazione: i fondi speculativi hanno venduto, quelli sistematici hanno guadagnato, il denaro ha continuato ad affluire.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Grafici · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Prezzi al consumo (CPI) e alla produzione di settembre sopra le stime: la probabilità di un rialzo della Fed a ottobre ha superato il 50%, poi è scesa al 13%.

- Il Nasdaq 100 ha perso quasi il 6%, la settimana peggiore dal «Liberation Day» dei dazi dell'aprile 2025; il Dow Jones è stato l'unico indice a salire.
- Giovedì il decennale americano rendeva vicino al 5,09%, minimo di tre settimane; tutta la curva era in media 20 punti base sotto i massimi toccati dopo il dato.
- I fondi sistematici hanno guadagnato lo 0,5% nel giorno del CPI e il 21,7% da inizio anno; la leva lorda dei clienti di Goldman Sachs è al 310,3%.
- Per Michael Hartnett di Bank of America sono entrati 64,5 miliardi di dollari nei fondi azionari e 11,8 negli obbligazionari; 53,1 miliardi sono usciti dalla liquidità.

Il Nasdaq 100 perde quasi il 6% nella settimana dell'inflazione sopra le stime

Per un momento l'inflazione ha alzato le attese di un rialzo della Fed; poi ha prevalso il debito dell'intelligenza artificiale e il decennale è sceso ai minimi di tre settimane.

Il dato che doveva contare

Sulla carta è stata la settimana dell'inflazione: i prezzi al consumo e alla produzione di settembre sono usciti sopra le stime, la probabilità di un rialzo della Fed a ottobre ha superato il 50% e il petrolio è risalito verso i 98 dollari. Eppure giovedì il decennale americano rendeva vicino al 5,09%, il minimo di tre settimane: per il mercato obbligazionario la questione più importante era diventata il finanziamento dell'intelligenza artificiale, e i rendimenti sono scesi in media di 20 punti base dai massimi toccati dopo il dato.

I credit default swap di CoreWeave scontavano una probabilità di insolvenza del 63% circa; i neocloud, le società che affittano capacità di calcolo per l'intelligenza artificiale, hanno perso un quinto in cinque sedute; per Goldman Sachs i fondi speculativi hanno venduto tutti i titoli dell'intelligenza artificiale comprati dal gennaio 2025; la Borsa coreana, il KOSPI, ha perso il 20% in una settimana. Il Nasdaq 100 ha perso quasi il 6% mentre il Dow Jones è stato l'unico indice in rialzo: lo scarto fra i due è il più ampio da 24 anni. Se il giudizio del mercato del credito sull'intelligenza artificiale regge lo diranno i conti trimestrali dei grandi gruppi tecnologici.

I fondi sistematici e la leva

I fondi sistematici hanno guadagnato lo 0,5% nel giorno del CPI e guidano la classifica dei fondi speculativi con un 21,7% da inizio anno. Nel portafoglio dei clienti di Goldman Sachs la leva lorda è scesa di appena 0,4 punti al 310,3%: su cinque anni è il 94º percentile, più alta del 94% delle letture. La leva netta è scesa di 1,5 punti al 73,3%, 4,3 punti in meno nel mese, al 6º percentile dell'ultimo anno.

> Un rialzo dei tassi non serve quando i mercati stringono da soli le condizioni finanziarie: il costo del denaro per l'intelligenza artificiale è salito senza alcuna decisione della Fed.

Un fondo con un'esposizione lorda del 310% e una netta del 73% ha molto più da vendere di quanto la seconda cifra lasci intendere. Quando le posizioni al rialzo più affollate, cioè l'intelligenza artificiale, e quelle al ribasso più affollate si muovono insieme contro il fondo, ridurre l'esposizione lorda è l'unica via d'uscita, tanto più se molti fondi vendono gli stessi titoli. È successo a fine luglio: può succedere ancora?

La strada verso la Fed

Secondo Michael Hartnett di Bank of America, nella settimana chiusa mercoledì sono entrati 64,5 miliardi di dollari nei fondi azionari e 11,8 negli obbligazionari, e 53,1 miliardi sono usciti dalla liquidità. I titoli di Stato americani hanno ricevuto 3,6 miliardi, sedicesima settimana consecutiva di afflussi; le obbligazioni societarie di qualità 3,5 miliardi. Al ritmo attuale l'anno sarebbe un record: 480 miliardi su queste ultime, 1.300 miliardi sulle azioni mondiali, 636 miliardi su quelle americane, 196 miliardi sui fondi tecnologici, che hanno ricevuto 10,7 miliardi nella settimana delle vendite sull'intelligenza artificiale.

Il presidente della Fed Kevin Warsh non ha dato indicazioni e ha detto che il mondo si è «sostanzialmente conformato» alle aspettative della Fed: Goldman Sachs lo legge come una pausa a ottobre, e la probabilità di un rialzo è scesa al 13%. Alla riunione del 27 e 28 ottobre, l'ultima prima delle elezioni di metà mandato, Warsh arriva senza l'obbligo di alzare: rendimenti che scendono insieme alle azioni dell'intelligenza artificiale parlano di un timore per la crescita, non per i prezzi. Un taglio, con il petrolio a questi livelli e un'inflazione di fondo (PCE) che Goldman stima al 3,12% per settembre, non è in vista.

PILLOLE

01 Lunedì 19, la Cina e la Corea.

La Cina pubblica i dati dopo la settimana di festa: PIL, produzione industriale, investimenti, investimenti esteri diretti, disoccupazione e vendite al dettaglio. Poi la Corea del Sud colloca il decennale dopo le sospensioni automatiche del KOSPI.

02 Martedì 20, il ventennale giapponese.

L'asta del titolo a 20 anni può essere la prima tensione della settimana, per un paradosso: una domanda forte direbbe che il rimpatrio dei capitali giapponesi continua, cioè che si vendono obbligazioni estere per comprare le proprie.

03 Giovedì 22, Seul e i sussidi.

La Banca di Corea decide sui tassi dopo il crollo del 20% del KOSPI. Negli Stati Uniti arrivano le richieste di sussidi di disoccupazione, iniziali e continuative, prima della riunione del 27 e 28 ottobre.

04 Venerdì 23 e domenica 25.

Venerdì l'inflazione giapponese, gli indici PMI (sondaggi fra le imprese manifatturiere) di quasi tutti i Paesi e l'indice dell'Università del Michigan, con le attese di inflazione a cinque anni dopo il dato CPI. Domenica il Brasile vota il ballottaggio presidenziale.

↑ SOMMARIO

Due immagini sulla settimana in cui l'inflazione ha perso il centro della scena: le azioni dell'intelligenza artificiale e i rendimenti che scendono insieme, e la leva dei fondi speculativi che resta alta.

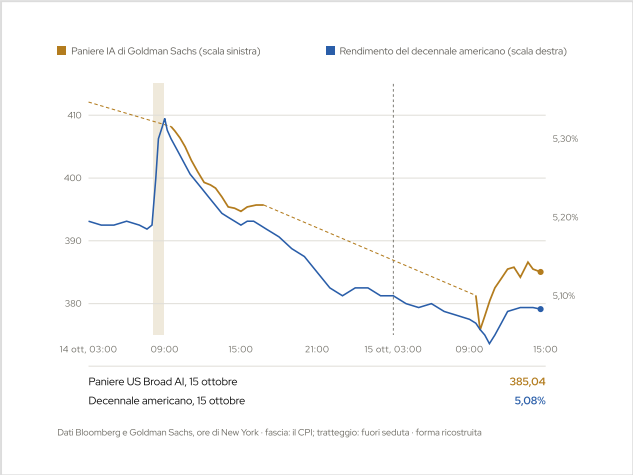


FIG. 1.1

Il 14 e il 15 ottobre le azioni dell'intelligenza artificiale e il rendimento del decennale sono scesi insieme: 385,04 il paniere, 5,08% il titolo

Fonte: ricostruzione su dati Bloomberg e Goldman Sachs, paniere US Broad AI

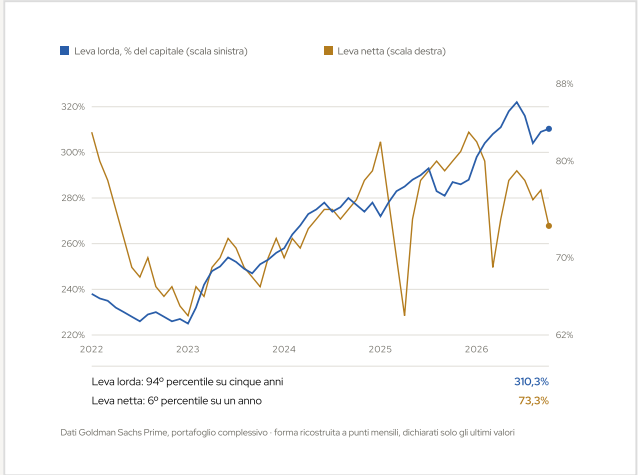
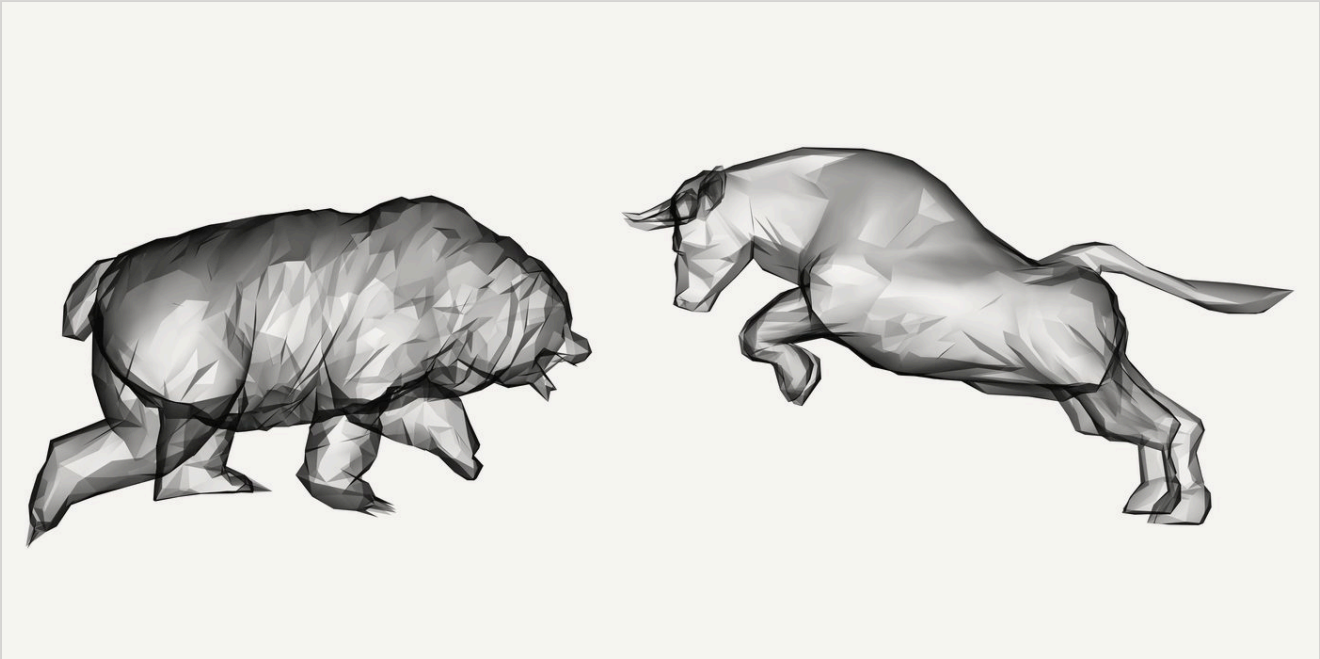


FIG. 1.2

La leva lorda del portafoglio Prime di Goldman Sachs è al 310,3%, 94° percentile su cinque anni; la netta al 73,3%, 6° percentile su un anno

Fonte: ricostruzione su dati Goldman Sachs Prime



02

Equity

Vincent Lin di Goldman Sachs ha misurato la liquidazione dei fondi speculativi sull'intelligenza artificiale: quello che resta in portafoglio è ancora molto. Intorno, il collocamento di Anthropic in bilico, due paralleli storici e i segnali di un rimbalzo.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Grafici · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Gli hedge fund hanno venduto intelligenza artificiale per cinque sedute, dall'8 al 14 ottobre: per Goldman Sachs gli acquisti netti dal 2025 sono annullati.

- Il Nasdaq 100 ha perso quasi il 6% nella settimana, la peggiore dal «Liberation Day» dei dazi; solo il Dow Jones è salito.
- L'allocazione netta all'intelligenza artificiale è scesa al 26,1% dal 31,7% di inizio giugno: 49° percentile su un anno, 83° su tre.
- La leva lorda dei fondi clienti di Goldman è al 310,3%, 94° percentile su cinque anni; la netta al 73,3%, 6° su un anno.
- Su Polymarket, mercato delle previsioni, la probabilità che Anthropic si quoti entro novembre è scesa dall'89% al 56%; valutazione tagliata da 2.000 a 1.500 miliardi di dollari.

Gli hedge fund hanno venduto in cinque sedute l'intelligenza artificiale comprata dal 2025

Il rapporto fra posizioni al rialzo e al ribasso è sceso da 4,34 a 3,27, ma l'esposizione resta circa il triplo di inizio 2023: liquidazione appena cominciata o già finita?

Venduta la netta, resta la lorda

Vincent Lin di Goldman Sachs parte dal crollo di mercoledì 14, innescato dai prezzi al consumo. Gli hedge fund, fondi che operano al rialzo e al ribasso insieme, hanno venduto intelligenza artificiale per cinque sedute: il secondo volume di vendite nette dell'ultimo anno dopo fine luglio, con posizioni al rialzo liquidate in rapporto di 3,5 a 1. Undici settimane dopo, i flussi cumulati dal gennaio 2025 sono tornati a zero.

Le vendite hanno toccato otto settori americani su undici; comprati sanità e beni di consumo essenziali, per Goldman un atteggiamento difensivo. Il punto è la leva lorda, somma delle posizioni al rialzo e al ribasso: scesa di appena 0,4 punti ma salita di 0,6 punti nel mese, mentre la netta, la differenza, è al 6º percentile su un anno. Per me la prima fase, ridurre la netta, è conclusa; la seconda, ridurre la lorda, è cominciata giovedì.

Anthropic, il 2008 e il 1997

Anthropic ha ammesso un forte rallentamento, il responsabile del fondo pensione di New York ha chiesto il ritiro del collocamento e la società offre a Blackstone un rendimento sopra il 10% per finanziare 60 miliardi di dollari di chip. Sabato Bloomberg ha riferito di un canale aperto col revisore dei conti della città, Mark Levine; nessun commento, e nessuna data mai fissata.

> Gli acquisti del 2023 e del 2024 sono ancora nei portafogli degli hedge fund.

Per Chris Wood di Jefferies gli investimenti si finanziano sempre più col debito: i cinque hyperscaler hanno emesso quest'anno obbligazioni per 229 miliardi di dollari contro 108 miliardi di dollari nel 2025. Come nel credito immobiliare del 2008, i centri di calcolo sono costruiti su una promessa di pagamento futuro degli affittuari, e dei circa 2.300 miliardi di dollari di ordini da evadere su Microsoft, Alphabet, Amazon e Oracle circa la metà è dovuta da OpenAI e Anthropic, che perdono denaro. Goldman stima che ad Amazon, Microsoft e Google servano circa 1.000 miliardi di dollari di ricavi nel 2028-30: senza i due laboratori la soglia è lontana.

Albert Edwards di Société Générale guarda alla crisi asiatica del 1997: gli investimenti lordi delle imprese americane sono intorno al 14% del prodotto interno lordo, i netti, dopo l'ammortamento, intorno al 3% da un decennio: si spende di più per restare fermi. Lo schema è una narrazione che attira capitale abbondante e a basso costo, allocato male, finché i creditori se ne accorgono.

Rimbalzo, o qualcosa di più grande

Per Rich Privorotsky di Goldman il paniere dei neocloud ha perso il 20% in cinque sedute, circa al 1º percentile su dieci anni: l'operazione più dolorosa era essere al rialzo sull'intelligenza artificiale e al ribasso sulle obbligazioni, e ora si liquidano entrambe. Il rapporto fra prezzo e utili attesi del Nasdaq 100 è a circa 21 volte, il più basso dal 2023.

I segnali di un rimbalzo ci sono: giovedì il Nasdaq 100 ha chiuso molto sopra i minimi, le posizioni al ribasso sul Russell 2000 delle piccole società sono affollate e il KOSPI coreano è all'eccesso di vendite più estremo dall'ottobre 2022. JPMorgan propende per comprare sui ribassi, e il calendario aiuta: riacquisti a novembre, 166 miliardi di dollari nuovi nei fondi monetari, esteri di ritorno dopo il voto.

Louis Miller di Goldman propone cinque operazioni per un «mercato spaventoso», e il Brasile sta nel capitolo sulle valute: l'allargamento del rialzo, perché l'S&P 500 senza intelligenza artificiale ha battuto l'indice di 5,86 punti percentuali dal 6 ottobre; poi qualità, sanità e Taiwan. Con l'esposizione netta all'83º percentile su tre anni e la leva lorda al 94º su cinque, a me la liquidazione sembra più vicina all'inizio che alla fine.

PILLOLE

01 La data di Anthropic.

Per George Saravelos di Deutsche Bank il maggiore rischio sistemico del 2027 non è la Francia ma un incidente nell'intelligenza artificiale, collocamento fallito compreso. Se Anthropic smentisse dando una data, sarebbe possibile uno short squeeze; Polymarket è al 56%.

02 I conti degli hyperscaler.

I risultati trimestrali diranno se il giudizio del credito regge. Da cercare il peso di OpenAI e Anthropic: per Jefferies valevano circa il 45% dei ricavi di Google Cloud e il 25% di Azure nel secondo trimestre.

03 Taiwan e Corea.

TSMC ha perso il 2,3% pur alzando le previsioni, e gli esteri hanno ritirato da Taiwan un record di circa 9,3 miliardi di dollari in un giorno: Goldman propone posizioni al ribasso sui semiconduttori taiwanesi. Giovedì 22 la Banca di Corea decide sui tassi.

04 I prezzi dei semiconduttori.

Per Michael Hartnett di Bank of America il segnale è il prezzo dei chip: i prezzi alla produzione dei semiconduttori americani risalgono dopo un lungo calo. Nuovi rialzi sono positivi; un'inversione annuncerebbe stretta del credito e picco della crescita degli investimenti.

↑ SOMMARIO

Quattro immagini sullo smontaggio delle posizioni nell'intelligenza artificiale: un prezzo che risale dopo trent'anni, quanto hanno venduto i fondi speculativi in un giorno solo, quanto resta in portafoglio, e gli investimenti americani visti da Albert Edwards.

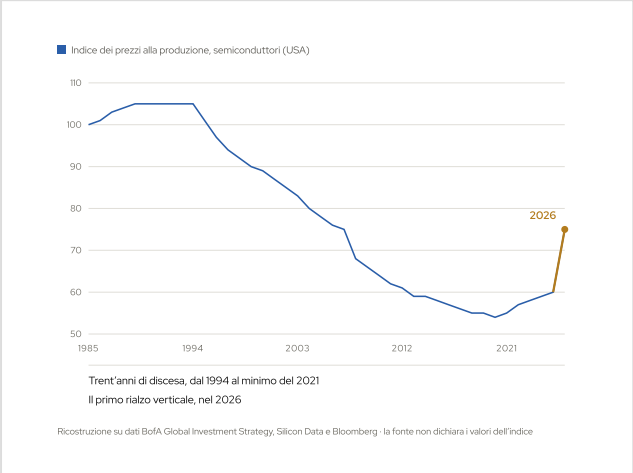


FIG. 2.1

I prezzi alla produzione dei semiconduttori americani risalgono in verticale dopo trent'anni di discesa

Fonte: ricostruzione su dati BofA Global Investment Strategy, Silicon Data e Bloomberg

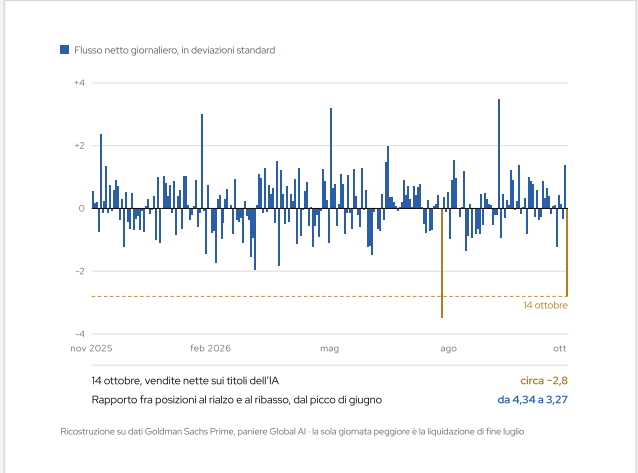


FIG. 2.2

Il 14 ottobre i fondi speculativi hanno venduto titoli dell'IA per circa 2,8 deviazioni standard: solo la liquidazione di fine luglio fu peggiore

Fonte: ricostruzione su dati Goldman Sachs Prime, paniere Global AI

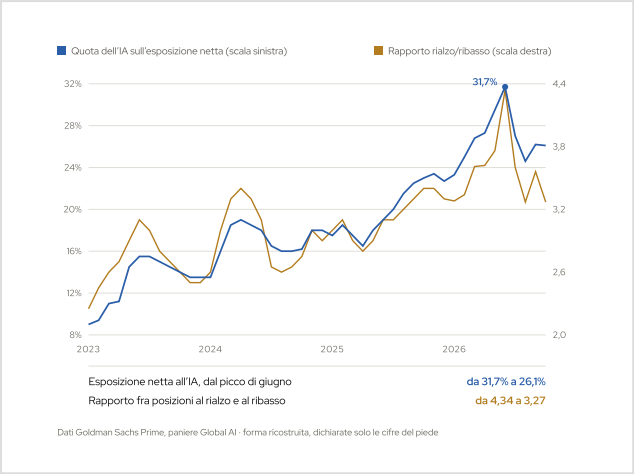


FIG. 2.3

L'esposizione netta all'IA dei fondi speculativi è scesa dal 31,7% al 26,1%, ancora circa il triplo di inizio 2023

Fonte: ricostruzione su dati Goldman Sachs Prime, paniere Global AI

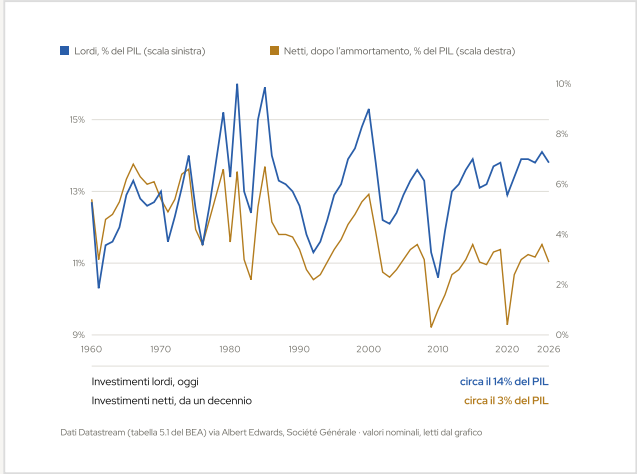


FIG. 2.4

Gli investimenti lordi delle imprese americane pesano circa il 14% del PIL, quelli netti circa il 3% da un decennio

Fonte: ricostruzione su dati Datastream, via Albert Edwards (Société Générale)



03

Fixed Income

I rendimenti americani sono scesi nella settimana dei dati sull'inflazione più alti da mesi, perché il mercato guarda al debito dell'intelligenza artificiale. Poi il future sui Treasury diventato un'obbligazione garantita da mutui, e la Spagna al voto.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Grafici · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Il decennale americano, dal 5,36% toccato una settimana prima, giovedì mattina era al 5,08%, minimo di tre settimane; venerdì mattina è risalito intorno al 5,11%.

- Sulle 20 obbligazioni ad alto rendimento dei data center censite da Goldman Sachs, i consulenti d'investimento sono passati da 3,7 di fine 2025 a 18,2 miliardi di dollari, le assicurazioni da 0,5 a 2,8.
- Il loro prezzo medio è sceso da 101,5 del 30 giugno a 94,7 del 14 ottobre, quasi 7 punti, contro i circa 3,7 dell'intero indice dell'alto rendimento.
- Con il ventennale americano vicino al 5,68%, il titolo più conveniente da consegnare del future sui Treasury ha una duration (sensibilità ai tassi) di 13,24 anni; oltre il 6% supererebbe i 17.
- Pedro Sánchez ha indetto elezioni anticipate per il 29 novembre: il sondaggio 40dB dà il PP al 31,6%, Vox al 18,4% e il PSOE al 27,4%.

Il decennale americano al 5,08% mentre il debito dell'intelligenza artificiale perde valore

Prezzi sopra le attese, rendimenti in calo: il debito dell'intelligenza artificiale pesa più dell'inflazione, e le perdite sulle obbligazioni dei data center sono nei fondi dei risparmiatori.

Dall'inflazione alla crescita

Il mercato dei Treasury ha venduto sui prezzi al consumo, poi ha invertito la rotta con i timori sul finanziamento dell'intelligenza artificiale: giovedì i rendimenti lunghi sono scesi fino a 11 punti base (centesimi di punto). Le emissioni record dell'intelligenza artificiale facevano concorrenza ai titoli di Stato: se quel flusso si interrompe, l'offerta cala, la crescita attesa peggiora e i titoli lunghi si comprano. Per Praneet Shah di Goldman Sachs quel sistema, carico di debito, potrebbe essere vicino al livello di rendimenti oltre il quale diventa molto più sensibile ai tassi.

Sette delle 20 obbligazioni ad alto rendimento dei data center dipendono da un unico affittuario, CoreWeave, e rendono circa il 14-16%. Per Goldman i consulenti d'investimento, cioè chi gestisce il denaro di clienti privati e conti pensionistici, hanno circa il 78% delle partecipazioni dichiarate. I tassi spiegano circa metà del calo dei prezzi, il resto è l'intelligenza artificiale: sui 18,2 miliardi di dollari, perdite sulla carta nell'ordine di 1,2 miliardi di dollari.

Il future che si allunga

Per Harley Bassman, ideatore dell'indice MOVE sulla volatilità obbligazionaria, il future sui titoli di Stato americani, cioè il contratto a termine, si comporta come un'obbligazione garantita da mutui. Chi vende il contratto può consegnare alla scadenza uno qualsiasi di 59 titoli del Tesoro fra 15 e 25 anni, e sceglie il più conveniente. La borsa li rende confrontabili con un fattore di conversione calcolato come se i tassi fossero al 6%: sotto quella soglia conviene consegnare uno dei più corti, sopra uno dei più lunghi.

> Un contratto che per quasi vent'anni si è comportato come un titolo solo torna a essere un paniere: chi lo detiene scopre il rischio mentre cambia.

La duration del contratto è quella del titolo più conveniente da consegnare: 11,03 anni a inizio luglio; 13,24 oggi; 16,84 con altri 35 punti base, 17,47 con altri 35. Un calo dei rendimenti di 70 punti base toglie 2,2 anni, un rialzo uguale ne aggiunge 4,2 (convessità negativa): chi vuole tenere fermo il rischio deve vendere quando i prezzi scendono, e ogni vendita spinge i rendimenti verso il cambio successivo.

Per Bassman sopra il 6% il cambio di titolo equivarrebbe a 110 miliardi di dollari di nuove emissioni ventennali in quattro mesi. William Marshall di Goldman Sachs giudica quell'amplificazione in gran parte esaurita, con circa 60 miliardi di dollari in decennale equivalente di coperture legate ai mutui e 10-15 miliardi ai future da settembre, e la banca diventa più favorevole alla duration.

Lo stress francese resta francese?

Pedro Sánchez ha indetto elezioni anticipate per il 29 novembre, circa otto mesi prima della scadenza, dopo la bocciatura in Parlamento dei decreti sulla casa; Feijóo, del PP, ha segnalato che potrebbe governare con Vox. I mercati spagnoli hanno reagito poco, con la borsa invariata e i Bonos, i titoli di Stato, poco mossi: il mercato scontava un cambio di governo da mesi.

Per Mike Cahill di Goldman l'euro perde in media circa il 4-5% per 100 punti base di spread in più, ma solo nello stress acuto. Per gli economisti della banca la BCE ha una soglia molto più bassa per proteggere dal contagio uno «spettatore innocente» come la Spagna che per intervenire sulla Francia. Io osservo che la BCE alza i tassi con l'inflazione al 3,8%, e che i Bonos seguirebbero Parigi più dei sondaggi.

PILLOLE

01 Il ventennale e il MOVE.

Il Treasury a vent'anni, a circa 30-35 punti base dal 6%, e l'indice MOVE della volatilità obbligazionaria: per Bassman la volatilità può spingere gli hedge fund, i fondi speculativi, a chiudere il basis trade, circa 830 miliardi di dollari a settembre 2025, vendendo Treasury.

02 I dati CFTC del venerdì.

Il rapporto della CFTC, l'autorità americana sui derivati, dirà se i gestori continuano a vendere i future più lunghi: nelle due settimane al 6 ottobre ne hanno ceduti per circa 38 miliardi di dollari di decennale equivalente. Se rallentano ha ragione Goldman, se accelerano Bassman.

03 Martedì 20, le aste lunghe.

Il Giappone colloca un ventennale, la Germania Bund a cinque e trent'anni. L'asta americana del ventennale di settembre si era chiusa al 5,420%, massimo dal 2020, con la domanda indiretta al minimo storico del 52,5%; Citi attende tagli di 3 miliardi di dollari per asta.

04 La Spagna sul tratto breve.

Lo spread a due anni fra Bonos e Bund, salito da cifre singole a circa 20 punti base, è dove il contagio si vede prima; lunedì 19 la Francia colloca i BTF, buoni del Tesoro a 3, 6 e 12 mesi.

↑ SOMMARIO

Quattro immagini sul lato più fragile del reddito fisso: chi è rimasto con le obbligazioni dei data center in mano, perché il 6% sul ventennale è una soglia, il future sceso sotto quota 110 e il paniere dei titoli da consegnare.

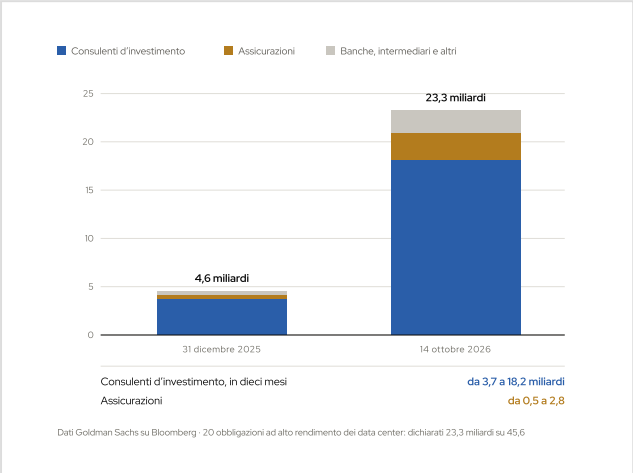


FIG. 3.1

I consulenti d'investimento sono passati da 3,7 a 18,2 miliardi di dollari di obbligazioni ad alto rendimento dei data center in dieci mesi

Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research su dati Bloomberg

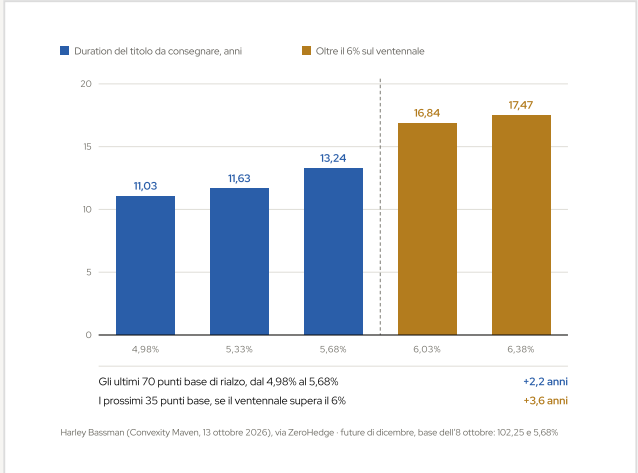


FIG. 3.2

Se il ventennale supera il 6%, la duration del titolo da consegnare sul future salta da 13,24 a 16,84 anni

Fonte: Harley Bassman, Convexity Maven, via ZeroHedge

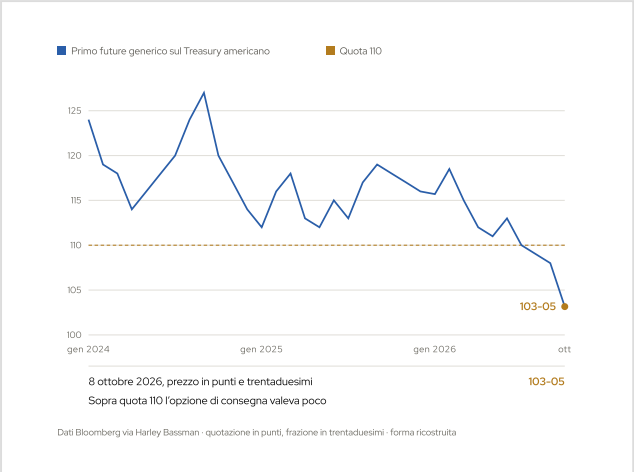


FIG. 3.3

Il future sul Treasury è sceso a 103-05 l'8 ottobre 2026: sotto quota 110 l'opzione di consegna si è risvegliata

Fonte: Bloomberg, via Harley Bassman (Convexity Maven)

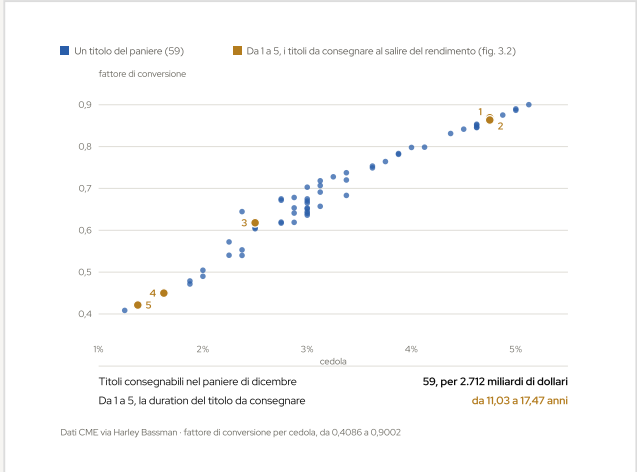


FIG. 3.4

Il paniere di dicembre: 59 titoli per 2.712 miliardi di dollari, e i cinque che si consegnano al salire del rendimento

Fonte: CME, via Harley Bassman (Convexity Maven)



04

Commodities

Per gran parte dell'anno l'argento ha amplificato i movimenti dell'oro. Questo mese scende anche quando migliorano i fattori che dovrebbero sostenerlo. Una nota di Goldman Sachs misura chi ha venduto, e che cosa potrebbe sbloccarlo.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Nella settimana chiusa il 29 settembre gli speculatori hanno venduto 1,6 miliardi di dollari di futures sull'argento, massimo settimanale da febbraio: 800 milioni di dollari di chiusure, 800 milioni di dollari di nuove posizioni al ribasso.

- Le posizioni speculative nette al rialzo sono quasi dimezzate, da circa 24 miliardi di dollari al picco di gennaio a circa 12 miliardi; il prezzo da oltre 115 dollari l'oncia a meno di 60 dollari.
- Dal 29 settembre al 7 ottobre il paniere Data Center è salito del 4,2% e il Solar del 2,4%; il dollaro si è rafforzato dello 0,8%, l'argento è sceso dell'1,4%.
- I CTA, i fondi che seguono le tendenze, sono passati da circa 1,2 miliardi di dollari netti al rialzo a inizio settembre a circa 1,4 miliardi netti al ribasso, il minimo da almeno un anno.
- Le posizioni lorde al rialzo dei fondi gestiti, senza sottrarre quelle al ribasso, sono scese da circa 6,9 miliardi di dollari a circa 5 miliardi da inizio settembre; nella nota l'indice del dollaro è a 102,5, massimo da sei mesi.

Argento sotto i 60 dollari, la vendita speculativa più grande da febbraio

Per Robert Quinn di Goldman Sachs il metallo è bloccato: la domanda industriale migliora, ma dollaro ai massimi da sei mesi e tassi reali in salita pesano di più.

Chi ha venduto, e quanto

Robert Quinn è l'analista di Goldman Sachs che segue compratori e venditori di metalli sul COMEX, la borsa dei futures di New York, e ha intitolato l'ultima nota «Silver Futures: Stuck», l'argento bloccato. A fine settembre il Commitment of Traders mostra una svolta al ribasso delle posizioni speculative; a inizio ottobre gli indicatori della domanda strutturale sono migliorati, ma il quadro macroeconomico ha prevalso, e i flussi negativi sembrano persistere.

Le vendite della settimana chiusa il 29 settembre vengono dalle tre categorie speculative del rapporto, fondi gestiti (Managed Money), altri operatori e piccoli, e per metà erano nuove posizioni al ribasso. La posizione netta al rialzo dei fondi gestiti è inferiore di 29.500 contratti a un anno fa, e il prezzo ha seguito le posizioni: entrambi circa dimezzati dal picco di gennaio.

Hanno venduto anche i CTA, circa 2,6 miliardi di dollari di inversione in cinque settimane, e le opzioni sono passate dall'euforia alla paura: lo skew delle put è nel 10% più alto degli ultimi due anni, mentre la volatilità implicita a tre mesi, l'ampiezza attesa dei movimenti, è scesa a circa il 33% da oltre il 100% di gennaio. Pochi si aspettano grandi movimenti, e chi li aspetta li vede al ribasso: una combinazione che spesso precede l'opposto.

Il dollaro pesa più della domanda

Quinn usa due panieri azionari della banca come indicatori della domanda: Data Center, legato alle infrastrutture dell'intelligenza artificiale, e Solar, il fotovoltaico, grande impiego industriale. Da sei mesi entrambi si muovono insieme alle posizioni al rialzo dei fondi gestiti. A inizio ottobre sono saliti tutti e due, e gli speculatori sarebbero dovuti tornare. Non è successo: i tassi reali americani, i rendimenti al netto dell'inflazione attesa, sono leggermente aumentati e il dollaro si è rafforzato.

> Un mercato che ha venduto, aperto posizioni al ribasso e comprato protezione quasi al limite non ha bisogno di buone notizie: gli basta che non ne arrivino di nuove cattive.

Da agosto le posizioni al rialzo sono l'immagine rovesciata dell'indice DXY, il dollaro contro le principali valute. A metà settembre Quinn mostrava il caso opposto: argento in calo del 4,7% con il paniere Data Center in perdita del 6,9%, dopo i dubbi del settore sul ritmo dell'espansione dell'intelligenza artificiale. Allora pesava quella tesi; ora è favorevole e l'argento non sale. Per me decidono la Federal Reserve e il dollaro.

Che cosa potrebbe sbloccarlo

Per Quinn il fattore decisivo è il dollaro. Il team valutario di Goldman Sachs è prudente su un'ulteriore forza del dollaro nel breve termine, per le posizioni estreme su più valute e per la pazienza che la Federal Reserve dichiara sui rialzi. Nei suoi verbali la maggioranza dei funzionari ritiene però probabilmente appropriato un altro rialzo entro fine anno, atteso da Goldman a dicembre; le vendite sulle azioni dell'intelligenza artificiale hanno ridotto la probabilità di un rialzo a ottobre dal 55% al 13%.

Il mercato fisico dice altro. Per Lina Thomas e Daan Struyven, strateghi della banca, il timore dei dazi ha portato negli Stati Uniti tanto metallo che gran parte vi resterà, con scorte limitate altrove: le condizioni per ripetere la volatilità fra la seconda metà del 2025 e la prima del 2026, se gli investitori tornassero. La Cina ha comprato sul calo, e per gli operatori della banca la domanda fisica cinese è un fattore chiave.

PILLOLE

01 Il prossimo Commitment of Traders.

Dirà se gli 800 milioni di dollari di nuove posizioni al ribasso di fine settembre vengono chiusi o aumentati. L'ultima volta che Quinn ha rilevato un posizionamento così ridotto, a fine luglio, l'argento è salito del 15% in sei settimane.

02 Il dollaro prima della Fed.

Nella nota l'indice del dollaro è a 102,5; la Federal Reserve si riunisce il 27 e 28 ottobre con la probabilità di un rialzo scesa al 13%. Un dollaro che smette di salire è il solo sblocco che Quinn indica.

03 Il Brent e l'intelligenza artificiale.

Se il Brent, il greggio di riferimento, sale ancora per l'Iran, è possibile una discesa dell'argento verso la metà dei 50 dollari. Se invece i rendimenti calano perché le azioni dell'intelligenza artificiale cedono, l'uso industriale può pesare sul metallo: da 55 dollari, 40 dollari sono vicini.

04 La Cina e il rapporto oro/argento.

Il rapporto fra oro e argento, quante once d'argento vale un'oncia d'oro, è intorno a 70 da 66 di inizio settembre. La Banca popolare cinese compra oro, non argento: da seguire se gli acquisti fisici cinesi sul calo continuano.

↑ SOMMARIO



05

Forex & Crypto

Il crollo della tecnologia asiatica è passato in poche ore dalle azioni alle valute, e per Goldman Sachs won, dollaro di Taiwan e dollaro americano formano un blocco a sé. Il real sale, a una settimana dal ballottaggio.

IN QUESTO CAPITOLO

Analisi · Pillole · Glossario

TEMPO DI LETTURA

~ 5 minuti

CHE COSA È SUCCESSO

Giovedì le azioni coreane sono arrivate a perdere oltre l'8%, quelle di Taiwan più del 3%; dagli stranieri un deflusso record da Taiwan di circa 9,3 miliardi di dollari.

- Won e dollaro di Taiwan hanno perso circa l'1%, ultimi in Asia: oltre 1.350 won per dollaro, e verso 32,30 dollari di Taiwan, il livello più debole del 2026.
- Banche statali di Taiwan, Reserve Bank of India e Bank Indonesia hanno venduto dollari: la rupia indiana è salita dello 0,2%, quella indonesiana resta vicina a 18.000.
- Il peso filippino, senza difensori visibili, ha superato per la prima volta quota 63 per dollaro; il dollaro americano, al massimo da maggio 2025, ha chiuso la settimana in calo.
- Il real brasiliano è salito di circa il 3,5% sul dollaro dal primo turno del 4 ottobre; la volatilità attesa sull'ETF EWZ è ai massimi dal Covid.

Le banche centrali asiatiche vendono dollari, ma le valute dell'IA scendono lo stesso

Taiwan, India e Indonesia hanno immesso dollari nel pieno del crollo, e ha retto solo chi non aveva posizioni sull'intelligenza artificiale da smontare. Il Brasile va in direzione opposta.

Dollari venduti nel pieno del crollo

Poche ore dopo i blocchi automatici delle contrattazioni in Corea e il deflusso record dalle azioni di Taiwan, il crollo è passato alle valute. Secondo Bloomberg le banche statali di Taiwan vendevano dollari, la Reserve Bank of India altrettanto, e la Bank Indonesia ha confermato l'intervento sulla rupia. La causa è la stessa del crollo del KOSPI: lo smontaggio delle posizioni sull'intelligenza artificiale, da quando l'inflazione americana sopra le attese di mercoledì è diventata timore per la crescita e il finanziamento dei data center.

Gli interventi hanno funzionato in parte, solo dove il problema non era la tecnologia. Won e dollaro di Taiwan hanno invece continuato a scendere nonostante i dollari venduti dalle banche statali: per Christopher Wong di OCBC sono indicatori indiretti del ciclo tecnologico, e per Philip McNicholas di Robeco a soffrire sono le valute esposte alla tecnologia e quelle più sensibili al rischio.

Il blocco valutario dell'intelligenza artificiale

Praneet Shah, responsabile delle opzioni valutarie di Goldman Sachs, legge così i movimenti dopo l'inflazione: le valute più esposte all'intelligenza artificiale, dollaro americano, won e dollaro di Taiwan, si indeboliscono insieme, mentre le valute di finanziamento, euro, franco svizzero e yen, si rafforzano. Per Shah è un aggiustamento delle ragioni di scambio: le monete legate al finanziamento dell'IA e alle sue catene di fornitura vengono vendute insieme, qualunque sia la loro sensibilità al rischio. L'IA ha un proprio blocco valutario, e il dollaro ne fa parte.

> Una banca centrale può vendere tutti i dollari che ha: se la sua moneta segue il ciclo tecnologico, il prezzo lo decide quel ciclo.

Goldman però distingue: il suo desk valutario ha indicato ai clienti di comprare won, puntando contro la debolezza causata dalla Borsa. Per Sun Lu, della banca, anche con deflussi esteri dalla Borsa di 13 miliardi di dollari al mese, in Corea entrano ancora circa 4 miliardi di dollari netti al mese, ipotizzando che gli esportatori convertano il 75% di un avanzo commerciale mensile oltre 40 miliardi di dollari; e ogni calo del 5% del KOSPI scioglie coperture estere sul cambio per circa 9 miliardi di dollari. Seul può lasciare oscillare il won; Taiwan non ha questo sostegno: il won guadagna quasi il 7% nell'anno, il dollaro di Taiwan è al livello più debole del 2026.

L'India si salva, il Brasile sale

Fuori dall'Asia settentrionale il contagio ha colpito, come di consueto, le monete dei Paesi in disavanzo con l'estero. L'eccezione è l'India: l'indice Nifty è salito dell'1,9% sopra 23.000, con la rotazione in uscita dall'IA e il calo del petrolio, e la rupia, sostenuta dalle vendite di dollari della RBI, è salita per la quarta seduta. È l'unico mercato asiatico senza posizioni sull'IA da smontare. Per Eugenia Victorino di SEB gli interventi attenuano la volatilità nel breve, non un indebolimento che viene dai fondamentali: guadagnano tempo.

Il real si è rafforzato di circa il 3,5% dal primo turno del 4 ottobre, nonostante il rialzo generale del dollaro: il mercato dà sempre più peso a una possibile riforma dei conti pubblici sotto Flávio Bolsonaro, con un aggiustamento proposto di circa l'1,5% del PIL. Noto che si compra la riforma prima del voto che la decide. L'Ibovespa è fermo, ma la volatilità attesa sull'ETF EWZ, il fondo sul Brasile, è ai massimi dal Covid; piccole capitalizzazioni e settori sensibili ai tassi sono saliti del 15-20% circa dal primo turno, e dopo il voto del 2018, ricorda Goldman, salirono del 30-40% in sei mesi.

PILLOLE

01 Giovedì 22, la Banca di Corea.

Decide sui tassi con il KOSPI giù del 20% in una settimana, dopo che il governatore Shin ha auspicato un won più forte. Da guardare se il cambio resta fra 1.350 e 1.380, la fascia che per Goldman le autorità verosimilmente difenderanno per evitare 1.400.

02 Taiwan, le vendite estere.

Da seguire le vendite nette degli stranieri a Taipei e il dollaro di Taiwan verso 32,30: la posizione netta dei fondi speculativi (hedge fund) era più alta che nel 93% dell'ultimo anno, e se Goldman ha ragione le banche statali venderanno ancora molti dollari.

03 Domenica 25, il ballottaggio.

Flávio Bolsonaro è favorito, ma Gerp gli dà dieci punti di vantaggio e Palver uno solo; per Goldman la probabilità di Lula è salita dal 12% circa al 24%. TS Lombard attende due tagli da un quarto di punto entro dicembre, tasso guida Selic al 13,25%.

04 L'Indonesia e l'indice MSCI.

Giacarta rischia l'esclusione dall'indice MSCI dei mercati emergenti: la Borsa ha perso l'11% per questa vicenda tecnica e politica, la rupia è vicina a 18.000. Da seguire la vicenda, insieme al cambio: è lo shock che si rischia di sottovalutare.

↑ SOMMARIO

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

A – B

Basis trade

Comprare il titolo di Stato e vendere il future, incassando la piccola differenza di prezzo con molto denaro a prestito. Nel marzo 2020 il suo smontaggio costrinse la Fed ad ampliare il bilancio di 3.000 miliardi di dollari.

C – D

Commitment of Traders

Il rapporto settimanale della CFTC, l'autorità americana sui derivati, che divide le posizioni aperte sui futures per categoria di operatore: fondi gestiti (Managed Money), altri operatori e piccoli.

Convessità negativa

Un titolo che, a parità di variazione dei tassi, perde più di quanto guadagni: per Bassman, guadagna 6 punti e ne perde 12. Tipico delle obbligazioni garantite da mutui, che rendono 75-100 punti base più dei Treasury decennali.

Credit default swap

Contratto che assicura contro il mancato pagamento di un debitore: chi lo compra paga un premio, chi lo vende rimborsa se il debitore non paga. Dal premio si ricava la probabilità di insolvenza stimata dal mercato.

CTA

Commodity Trading Advisors: fondi che comprano ciò che sale e vendono ciò che scende con regole automatiche, senza giudizio sui fondamentali. Per questo amplificano i movimenti nelle due direzioni.

E – F

Fondi sistematici

Fondi speculativi che comprano e vendono secondo regole programmate, senza decisioni discrezionali del gestore. In inglese systematic o quant funds: nel giorno del CPI hanno guadagnato senza possedere titoli dell'intelligenza artificiale.

G – I

Hyperscaler e neocloud

Gli hyperscaler sono i grandi fornitori di capacità di calcolo, come Microsoft, Alphabet, Amazon e Oracle; i neocloud sono società più giovani, come CoreWeave, che affittano capacità per l'intelligenza artificiale e si finanziano a debito.

L – M

Leva lorda e leva netta

La lorda è la somma delle posizioni al rialzo e al ribasso rispetto al capitale, la netta la differenza. Lorda alta e netta bassa: poca scommessa sulla direzione, ma molti titoli da vendere in una crisi.

N – P

Percentile

Dice dove sta un valore rispetto alla sua storia: al 94º percentile è più alto del 94% delle letture. Lo stesso dato può essere normale su un anno ed estremo su tre.

Q – S

Ragioni di scambio

In inglese terms of trade: il rapporto fra i prezzi di ciò che un Paese esporta e importa. Se scende il valore delle esportazioni di Corea e Taiwan, scendono le loro monete.

Short squeeze

Ricopertura forzata: chi ha venduto allo scoperto, cioè scommesso sul ribasso, deve ricomprare quando il prezzo sale, e lo spinge più su. Più i ribassisti sono affollati, più il rimbalzo è violento.

Skew delle put

Lo scarto di prezzo fra le opzioni che proteggono da un ribasso (put) e quelle che puntano su un rialzo (call). Quando è alto, la protezione costa molto più della scommessa: il mercato teme la discesa.

T – Z

Titolo più conveniente da consegnare

In inglese cheapest to deliver: il meno costoso fra i titoli che il venditore di un future può consegnare. Il contratto si comporta come quel titolo: se cambia, cambia il rischio di chi lo detiene.

Valute di finanziamento

In inglese funding currencies: monete a basso tasso, come euro, franco svizzero e yen, prese a prestito per investire altrove. Quando le posizioni si chiudono, i prestiti si restituiscono e queste monete salgono.

Volatilità implicita

L'oscillazione che il mercato delle opzioni si aspetta da un titolo. Il VXEWZ la misura per l'ETF sul Brasile: alta anche a prezzo fermo, perché si paga l'incertezza del voto.



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