

WARSH AFFIDA LA FED AI BOND VIGILANTES

Kevin Warsh, il nuovo presidente della Federal Reserve (Fed), non se l'è sentita di agire. Ha alzato bandiera bianca e ha deciso di affidarsi al mercato, ai *bond vigilantes*. Lo stringato comunicato diffuso al termine della riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) del 29 luglio chiarisce già nella prima riga che la decisione non è stata unanime: con un voto di 9 a 3 si è scelto di lasciare invariati i tassi d'interesse nella fascia compresa tra il 3,50% e il 3,75%. Eppure, lo stesso comunicato sottolinea che l'attività economica «continua a espandersi a un ritmo sostenuto nonostante l'elevata incertezza, dovuta in parte al conflitto in Medio Oriente». Dopo aver evidenziato la forza dell'economia e i rischi d'inflazione, il messaggio richiama però anche i fattori che potrebbero contribuire a contenerla: investimenti in capitale ancora robusti, aumento della produttività, mercato del lavoro vicino alla piena occupazione e crescita dell'occupazione in linea con l'espansione della forza lavoro. La

conclusione è implicita: fate le vostre valutazioni, tenendo presente che l'obiettivo del 2% d'inflazione resta irrinunciabile e che la Federal Reserve è determinata a perseguirlo.

Il mercato obbligazionario si è allora posto una domanda: è possibile ribadire con tanta forza l'obiettivo del 2% senza indicare concretamente come raggiungerlo? La risposta è arrivata immediatamente dai rendimenti. Il *Treasury* a due anni è sceso, come prevedibile, perché incorporava in parte l'ipotesi di un rialzo dei tassi. Molto diversa la reazione della parte lunga della curva: il rendimento del *Treasury* decennale è salito al 4,72%, mentre quello del trentennale, particolarmente sensibile alle aspettative d'inflazione, ha superato per la prima volta dal 2007 la soglia del 5,20%. In sostanza, il mercato ha deciso di mettere alla prova la credibilità della Federal Reserve.

Le motivazioni tecniche della mancata stretta monetaria erano state anticipate

dal vicepresidente della Fed, Philip N. Jefferson, nel discorso pronunciato il 16 luglio alla Stanford University. Jefferson aveva spiegato che la banca centrale deve distinguere tra shock temporanei e persistenti, evitando reazioni affrettate¹. Ha riconosciuto che sia il rincaro dell'energia sia gli investimenti nell'intelligenza artificiale potrebbero alimentare l'inflazione, ma ha sottolineato come gli effetti siano ancora incerti e debbano essere valutati alla luce dei dati. Ha inoltre ricordato che il mercato del lavoro resta vicino alla piena occupazione e che la politica monetaria è già sufficientemente restrittiva. Potrebbero essere queste le ragioni ufficiali che hanno spinto la Fed a lasciare invariati i tassi il 29 luglio, riservandosi di intervenire solo qualora l'inflazione dovesse interrompere il percorso di rientro verso il 2%.

Accanto agli aspetti tecnici esistono però anche considerazioni politiche. Alzare i tassi mentre gli Stati Uniti attraversano una fase estremamente delicata del conflitto con l'Iran e alla vigilia della visita

di Netanyahu alla Casa Bianca avrebbe collocato il neopresidente della Fed in una posizione politicamente molto scomoda, esponendolo alle critiche di Donald Trump e delle lobby a lui vicine. Meglio, quindi, lasciare che fosse il mercato a fare parte del lavoro.

A Wall Street è opinione diffusa che rendimenti del *Treasury* decennale stabilmente superiori al 5% segnerebbero un punto di svolta sia per il mercato azionario sia per la sostenibilità finanziaria del debito americano. Trump, da imprenditore immobiliare, conosce bene il peso del costo del denaro, così come le *lobby* che lo sostengono. Non è un caso che i toni dei suoi interventi tendano ad attenuarsi ogni volta che i rendimenti si avvicinano a quella soglia. Per Warsh, determinato a riportare l'inflazione al 2%, appare quindi più prudente lasciare lavorare i *bond vigilantes*, sapendo che, qualora i rendimenti diventassero eccessivamente elevati, nemmeno Trump

¹ Philip N. Jefferson, *Navigating Economic Shocks: A Monetary Policymaker's Perspective*, 16 luglio 2026, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/jefferson20260716a.htm>

potrebbe opporsi a un deciso intervento della Federal Reserve.

Del resto, i mercati hanno trascorso gran parte del mese temendo un rialzo di 25 punti base il 29 luglio. Il Nasdaq aveva corretto di quasi il 10% dai massimi prima del rimbalzo del 30 luglio, chiudendo il mese con una perdita di oltre il 3%. Ancora più marcata la correzione del Nasdaq 100, maggiormente concentrato sui grandi titoli dell'intelligenza artificiale, che aveva sfiorato il -12% (dai massimi) prima di limitare il ribasso mensile al -6.6%.

La correzione è stata determinata sia dalla presa di coscienza delle valutazioni estremamente elevate, sia dall'incertezza sulla tempistica con cui verranno monetizzati gli enormi investimenti nell'intelligenza artificiale, investimenti che oggi assorbono quantità crescenti di liquidità. Emblematico il caso di Alphabet che, per la prima volta dalla quotazione in Borsa, ha registrato un *free cash flow* negativo.

Valutazioni elevate e timori d'inflazione sono stati i due temi dominanti del mese. La fine della tregua tra Stati Uniti e Iran ha spinto il prezzo del Brent dai circa 70 dollari al barile del 6 luglio fino ai 102

dollari raggiunti il 23 luglio. Il rincaro del petrolio ha riacceso i timori inflazionistici e alimentato le aspettative di una politica monetaria più restrittiva, penalizzando soprattutto i titoli caratterizzati dalle valutazioni più elevate.

Significativo anche il caso del Kospi coreano, sostenuto da due grandi società legate all'intelligenza artificiale (Samsung Electronics e SK Hynix) che rappresentano complessivamente circa il 58% dell'indice, amplificato anche dalla diffusione di prodotti a leva. Nel corso del mese l'indice ha perso oltre il 5%, recuperando in parte il -16% del 29 luglio, e mantenendo ancora un guadagno superiore al 48% dall'inizio dell'anno.

Il silenzio di Warsh ha quindi rappresentato un messaggio preciso. I mercati hanno corretto soprattutto la componente più sopravvalutata dell'intelligenza artificiale, quasi a voler raffreddare un entusiasmo che stava assumendo caratteristiche autoreferenziali. Lo S&P 500, più diversificato, ha invece chiuso luglio sostanzialmente invariato, mentre la versione equi ponderata ha addirittura registrato un progresso vicino all'1%.

Le trimestrali sono risultate molto solide sia negli Stati Uniti sia in Europa. Gli investitori hanno premiato soprattutto le società capaci di espandere i margini più che i ricavi, dimostrando che, in un contesto caratterizzato da inflazione ancora elevata, il vero fattore di protezione è la capacità delle imprese di preservare e aumentare la redditività.

Anche le borse europee, tuttora meno care rispetto a quelle americane, ne hanno beneficiato. Lo STOXX Europe 600 ha chiuso luglio sulla parità, portando il guadagno da inizio anno al 10%, sostenuto dai titoli dell'energia, dalle banche, dai consumi di base, dagli industriali e da alcune società tecnologiche, tra cui la tedesca SAP. Contestualmente anche l'euro si è rafforzato, passando da 1,13 a 1,15 dollari per euro, mentre il franco svizzero si è apprezzato ulteriormente nei confronti del dollaro, con il cambio sceso da 0,81 a 0,80 franchi per un dollaro.

Nonostante il silenzio di Warsh, gli ultimi giorni del mese sono stati sostenuti dalle eccellenti trimestrali di Microsoft. Dal punto di vista tecnico, il Nasdaq ha reagito esattamente in corrispondenza del ritracciamento del 50% del movimento

rialzista iniziato il 31 marzo, trovando contemporaneamente supporto in prossimità della media mobile a 200 giorni. L'area di 24.425 punti sembra quindi rappresentare un livello tecnico di particolare importanza.

Avremo mercati positivi anche ad agosto? La risposta continuerà a provenire soprattutto dal mercato obbligazionario. Luglio si chiude infatti con il rendimento del *Treasury* trentennale ancora vicino ai massimi dal 2007. Presto le sole trimestrali potrebbero non bastare più a sostenere gli indici azionari. Serviranno segnali concreti di riduzione delle aspettative d'inflazione, quindi notizie favorevoli sul fronte dei conflitti internazionali.