

QUANDO È IL MERCATO A PARLARE

Commento Settembre 2026

Nel mese di agosto, per la prima volta, il debito pubblico degli Stati Uniti ha superato i 40 mila miliardi di dollari. Per l'esercizio fiscale 2026 il disavanzo federale è stimato attorno al 5,8% del Prodotto interno lordo (PIL): circa il 2,6% è riconducibile al saldo primario negativo, mentre il 3,3% è rappresentato dagli interessi netti, ormai superiori ai mille miliardi di dollari annui e alla stessa spesa federale per la difesa. Il problema non riguarda soltanto Washington. Anche Giappone ed Europa devono finanziare politiche fiscali espansive proprio mentre gli investitori chiedono rendimenti maggiori per detenere debito a lunga scadenza.

L'attenzione agostana è così tornata sulla sostenibilità del debito globale, trovando uno dei punti più vulnerabili nel Giappone di Sanae Takaichi. Lo yen aveva raggiunto a fine luglio quota 164 contro dollaro, prima dell'intervento congiunto di Stati Uniti e Giappone, mentre il rendimento del

titolo governativo giapponese trentennale si è spinto oltre 4%. Negli Stati Uniti il *Treasury* a trent'anni ha superato il 5,2%, tornando su livelli che non si vedevano da quasi vent'anni.

A complicare il quadro è arrivato il debito privato. L'emissione di obbligazioni legate alle infrastrutture dell'intelligenza artificiale si avvicina quest'anno ai 500 miliardi di dollari, con i principali *Cloud Service Provider* responsabili di circa 220 miliardi. La scadenza media ponderata di queste emissioni si avvicina ai quindici anni¹. Stati e aziende si trovano quindi contemporaneamente alla ricerca di capitali, creando una crescente concorrenza sulla parte lunga della curva. In un simile contesto non sorprende che il dollaro si sia indebolito e che l'oro abbia ripreso il suo cammino ascendente.

Più intrigante è stato invece il comportamento delle azioni. Dopo il forte calo di luglio, lo S&P 500 si è rivalutato di

¹ Dati in "Stock Rebound, Yields Hit New High, but the Dollar Weakens: Making Sense of the Divergence, 27 agosto 2026, *MacroMicro Blog*, [CEO House View](#) |

[Stocks Rebound, Yields Hit New Highs, but the Dollar Weakens: Making Sense of the Divergence](#) | [Blog](#) | [MacroMicro](#).

quasi il 3%, il Nasdaq di circa il 4%, l'Euro Stoxx 50 del 1.5% e il Nikkei del 3%. Agosto ha quindi confermato la sorprendente solidità delle borse, sostenute soprattutto da una stagione di utili eccezionalmente forte. L'intelligenza artificiale è rimasta uno dei motori principali, ma il rialzo si è progressivamente allargato. Gli eccellenti risultati e la *guidance* di Nvidia del 26 agosto hanno fornito un'ulteriore conferma della forza del ciclo di investimenti nell'AI.

Debito contro crescita

La sostenibilità del debito può essere ricondotta a una relazione semplice tra il costo del debito e la crescita nominale dell'economia. Finché l'economia cresce abbastanza da assorbire il costo del finanziamento, un debito elevato rimane gestibile. Quando questa relazione si inverte stabilmente, gli interessi iniziano invece ad alimentare il debito stesso. È qui che si trova oggi il delicato equilibrio americano. Da una parte, il deterioramento fiscale non può più essere ignorato, dall'altra, l'economia continua a sorprendere per solidità. Consumi e investimenti resistono e il gigantesco ciclo dell'intelligenza artificiale continua ad alimentare attività economica e profitti.

Questo spiega l'apparente paradosso di agosto: *Treasury* sotto pressione, dollaro debole, oro forte e, contemporaneamente, borse vicine ai massimi. Il mercato obbligazionario segnala preoccupazione per debito, inflazione e nuove emissioni; quello azionario continua invece a scommettere sulla crescita degli utili.

Bessent, Druckenmiller e Warsh

È in questo contesto che diventa interessante quanto accaduto nelle ultime settimane. Di fronte alla salita dei rendimenti a lunga scadenza, il segretario al Tesoro Scott Bessent ha raddoppiato i riacquisti di *Treasury* a lungo termine. La risposta di Stanley Druckenmiller, suo antico mentore, è stata durissima: il mercato obbligazionario non era disfunzionale, stava semplicemente incorporando nei prezzi deficit, inflazione ed enorme offerta di debito. Intervenire significava, secondo lui, passare dalla gestione della liquidità alla gestione dei prezzi.

Poi è arrivato Kevin Warsh a Jackson Hole. Il nuovo presidente della Fed è stato categorico: il 2% d'inflazione è un obiettivo "fermo e fisso" e la stabilità dei prezzi rimane responsabilità della banca

centrale. Ma Warsh ha detto anche qualcosa di forse più importante: la Fed deve smettere di suggerire continuamente ai mercati come interpretare l'economia. La *forward guidance* rischia di creare una "sala degli specchi", nella quale gli investitori guardano alla Fed e la Fed guarda agli investitori. In un mondo attraversato da AI, geopolitica, trasformazioni produttive e debiti crescenti, Warsh vuole lasciare maggiormente al mercato il compito di elaborare le informazioni e trasformarle in prezzi. Quei prezzi diventano poi un segnale che la Fed può utilizzare insieme ai dati economici.

È difficile non notare una curiosa convergenza fra tre uomini legati professionalmente da decenni. Bessent, responsabile del finanziamento di oltre 40 mila miliardi di debito, è costretto a mandare un segnale al mercato obbligazionario. Druckenmiller gli ricorda che proprio quel mercato deve esercitare disciplina sulla politica fiscale. Warsh sostiene che la Fed dovrebbe parlare meno e lasciare maggiormente parlare i mercati. Esiste una regia indiretta tra i tre? Chi lo sa. Ma la convergenza è troppo intrigante per essere ignorata.

E adesso?

Il discorso molto fermo di Warsh ha aumentato le aspettative di un rialzo dei tassi a settembre, ma non significa che questo sia inevitabile. C'è infatti un elemento importante: nonostante l'inflazione corrente rimanga superiore all'obiettivo, le aspettative di inflazione a dieci anni ricavate dal mercato restano intorno al 2,3%. L'ancoraggio delle aspettative di lungo periodo è fondamentale per la credibilità della Fed e lascia a Warsh la possibilità di aspettare i prossimi dati prima di decidere.

A novembre gli Stati Uniti affronteranno le elezioni di *midterm* e Donald Trump ha un evidente interesse a presentarsi al voto con prezzi dell'energia più bassi e un quadro economico favorevole. La guerra con l'Iran e le tensioni nello Stretto di Hormuz hanno contribuito all'aumento della benzina americana, trasformando la geopolitica anche in un problema elettorale. È quindi ragionevole aspettarsi che la Casa Bianca cerchi, dove possibile, di ridurre le tensioni geopolitiche che alimentano il prezzo dell'energia. Non necessariamente per aiutare la Federal Reserve, ma l'effetto potrebbe essere proprio questo: petrolio e benzina più

bassi migliorerebbero i prossimi dati sull'inflazione e concederebbero a Warsh maggiore libertà.

Si delinea così una possibile divisione dei compiti: la politica cerca di attenuare gli shock esterni, la Fed difende fermamente l'obiettivo del 2%, mentre il mercato viene lasciato maggiormente libero di determinare prezzi e rendimenti.

Per gli investitori, il messaggio rimane quindi relativamente semplice. I fondamentali suggeriscono di restare investiti nelle azioni, mantenendo tecnologia e intelligenza artificiale ma aumentando la diversificazione. Sul fronte obbligazionario è più prudente privilegiare *duration* brevi e intermedie, evitando di assumere troppo rischio sulla parte lunga delle curve.

Con l'aumento dell'incertezza sui mercati, oro e liquidità mantengono un importante ruolo di protezione: il primo come difesa strutturale rispetto a debito e incertezza fiscale, la seconda per approfittare di eventuali correzioni. Agosto ci lascia quindi due messaggi apparentemente contraddittori: il debito invita alla prudenza, mentre crescita e utili suggeriscono di rimanere investiti.

Per ora i fondamentali continuano a vincere. Ma nei prossimi mesi, come sembrano suggerire in modi diversi Bessent, Druckenmiller e Warsh, sarà probabilmente ancora più importante lasciare parlare - e soprattutto saper ascoltare - il mercato.