

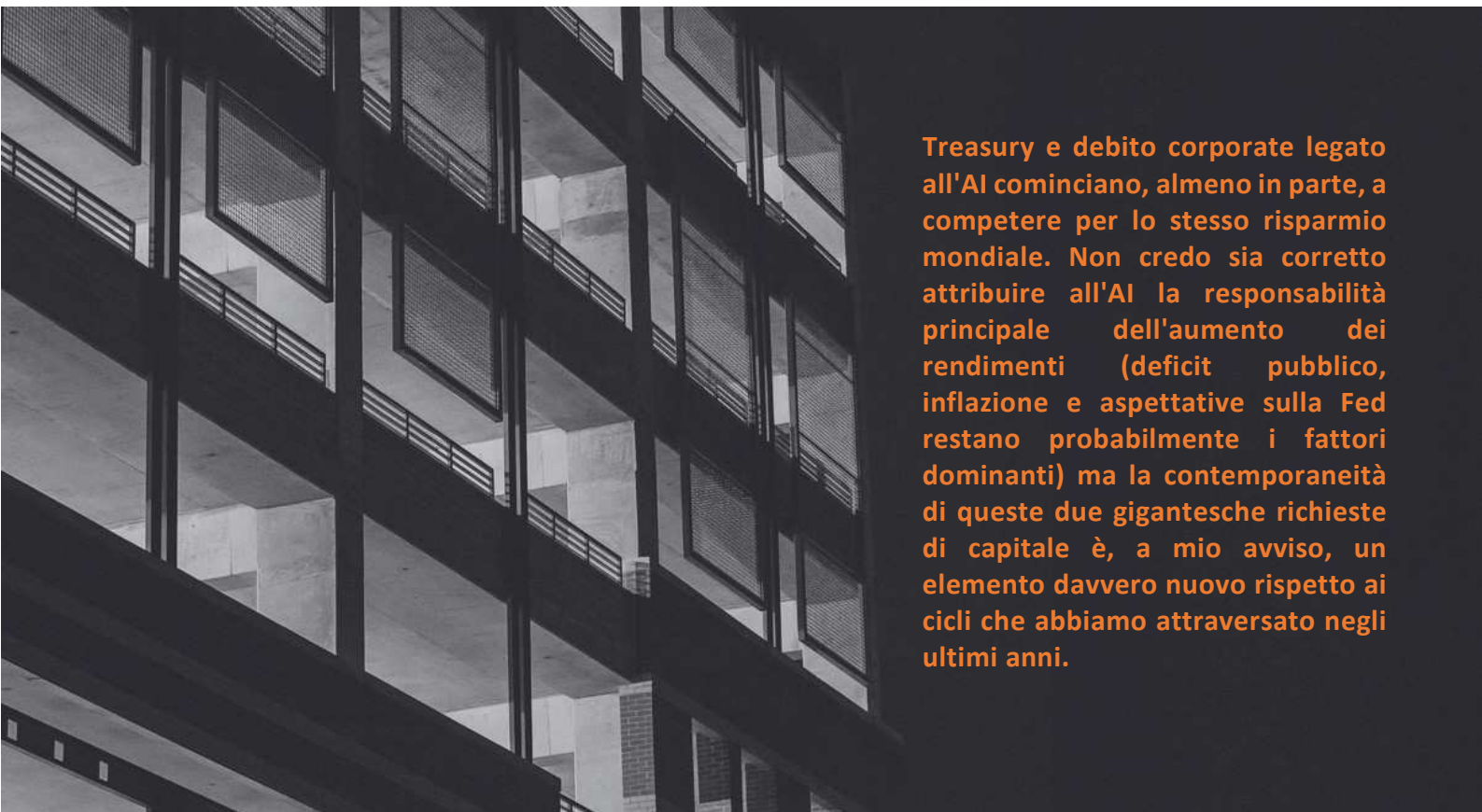
A CURA DI
MICHELE DE MICHELIS

IL PUNTO MENSILE

AGOSTO 2026



FRAME
ASSET MANAGEMENT



Treasury e debito corporate legato all'AI cominciano, almeno in parte, a competere per lo stesso risparmio mondiale. Non credo sia corretto attribuire all'AI la responsabilità principale dell'aumento dei rendimenti (deficit pubblico, inflazione e aspettative sulla Fed restano probabilmente i fattori dominanti) ma la contemporaneità di queste due gigantesche richieste di capitale è, a mio avviso, un elemento davvero nuovo rispetto ai cicli che abbiamo attraversato negli ultimi anni.

C'è un momento, in ogni ciclo di mercato, in cui l'attenzione collettiva si concentra su un tema mentre altrove, silenziosamente, si sta preparando qualcosa di diverso. Oggi quel tema è l'intelligenza artificiale. Gli utili delle grandi società tecnologiche, le attese sulle prossime mosse della Fed, i multipli sempre più "tirati" dei semiconduttori. Sotto questa superficie, però, sta montando una tensione che ritengo meriti più considerazione di quanta ne stia effettivamente ricevendo. Quella che coinvolge il tratto lungo della curva dei Treasury americani.

Non sono qui per fare previsioni catastrofiste, né per gridare al lupo, ma per condividere un'idea, un metodo con cui provare a costruire una sorta di plancia di comando sui segnali da osservare quotidianamente, prima che il quadro diventi evidente a tutti.

Sui mercati, l'ho visto accadere più volte in oltre trent'anni di esperienza, le svolte importanti raramente arrivano con un annuncio. Prima, a cambiare, sono le relazioni tra le cose. Solo dopo arriva la spiegazione, e tutti a dire: "Eppure era così evidente."

Il vero problema non sono i tassi, ma le dimensioni.

Il rendimento del trentennale americano è tornato in area 5,3%, un livello che non si vedeva da molti anni. Ma il punto non è tanto che i tassi siano alti in sé. Il punto è la mole di debito che deve essere rifinanziata a questi livelli: il debito pubblico USA veleggia ormai attorno ai 40.000 miliardi di dollari e ogni punto percentuale in più sul costo del rifinanziamento si traduce in cifre che definire importanti è già un eufemismo.

E l'effetto non resta confinato a Washington: i Treasury sono il termometro di riferimento per l'intero sistema finanziario globale — mutui, credito alle imprese, valutazioni azionarie. Se un titolo praticamente privo di rischio rende oltre il 5%, chi vi propone un investimento più rischioso deve offrirvi qualcosa di sensibilmente superiore, altrimenti perché dovrete assumervi quel rischio? O per lo meno, questo era il mantra che mi hanno insegnato.

Mi ha colpito, in questo senso, l'intervento recente del Segretario al Tesoro Scott Bessent, che ha raddoppiato il tetto dei riacquisti di Treasury sulle scadenze lunghe, da 2 a 4 miliardi di dollari per operazione. "Raddoppio" è una parola che suona forte, ma i numeri, come spesso accade, vanno rimessi in prospettiva: 4 miliardi rappresentano circa lo 0,01% di quei 40.000 miliardi di debito. Una goccia nel mare, appunto. Il mercato ha reagito bene per un paio di giorni — rendimenti in calo, prezzi in rialzo — per poi tornare quasi esattamente al punto di partenza, verso il 5,27%. Il messaggio, per come lo interpretiamo noi, è stato: "Abbiamo capito il segnale, ma non basta a risolvere il problema di fondo."

Due richieste di capitale, nello stesso momento.

C'è poi un secondo elemento che, personalmente, trovo il più interessante dell'intero quadro attuale. Mentre il Tesoro americano cerca capitali per finanziare debito e deficit, le grandi società tecnologiche stanno finanziando — attraverso emissioni obbligazionarie sempre più consistenti — il più grande ciclo di investimenti infrastrutturali della loro storia: data center, semiconduttori, capacità energetica, tutto ciò che l'intelligenza artificiale richiede in termini di infrastruttura fisica. Treasury e debito corporate legato all'AI cominciano, almeno in parte, a competere per lo stesso risparmio mondiale.

Non credo sia corretto attribuire all'AI la responsabilità principale dell'aumento dei

rendimenti (deficit pubblico, inflazione e aspettative sulla Fed restano probabilmente i fattori dominanti) ma la contemporaneità di queste due gigantesche richieste di capitale è, a mio avviso, un elemento davvero nuovo rispetto ai cicli che abbiamo attraversato negli ultimi anni.

Cosa osservare, e perché.

Da qui nasce l'esigenza di seguire, con metodo e senza fretta di concludere, una sequenza di segnali. Il primo, il più diretto, è naturalmente l'evoluzione dei rendimenti a lunga scadenza: se il trentennale dovesse spingersi oltre il 5,4-5,5%, la pressione sull'intero sistema finanziario aumenterebbe ulteriormente. Ma da solo questo indicatore dice poco. Bisogna guardare come reagisce il resto del mercato.

Guarderei innanzitutto alla leadership settoriale: tecnologia e semiconduttori, per le loro valutazioni elevate e le aspettative di utili futuri, sono le prime aree che dovrebbero soffrire in un contesto di tassi strutturalmente più alti. I primi segnali di cedimento, in questo senso, si stanno già intravedendo. Subito dopo verrei alla cosiddetta breadth di mercato, cioè quanti titoli partecipano realmente al movimento: un indice come l'S&P 500, dominato dai pesi massimi tecnologici, può continuare a salire anche mentre centinaia di altre società arretrano o viceversa chiaramente. È un po' come osservare una mandria di bufali che, scorrazzando nella prateria, si assottiglia progressivamente finché, a un certo punto, non riesce più a superare gli ostacoli che si trova davanti.

Poi c'è la volatilità, misurata non solo dal VIX ma anche dal VVIX, ovvero "la paura della paura". Per il momento, va detto con chiarezza, questo segnale non c'è. Il mercato obbligazionario è sotto pressione, ma quello azionario non mostra ancora sintomi di panico sistemico.

Lo stesso vale per gli spread creditizi corporate: se cominciassero ad allargarsi in modo

significativo, soprattutto sul debito delle società più esposte al ciclo di investimenti AI, avremmo una delle prime conferme concrete di uno stress reale. Anche qui, per ora, non vediamo tensioni evidenti.

Il segnale a cui personalmente attribuisco più significato, però, è il comportamento di TLT, l'ETF che replica i Treasury USA a lunghissima scadenza, nei momenti in cui le notizie continuano a essere negative. Se il rendimento del trentennale restasse elevato ma TLT smettesse di fare nuovi minimi, si tratterebbe di una divergenza — e le divergenze, l'esperienza me l'ha insegnato più volte, sono spesso il primo indizio che qualcosa sta cambiando sotto la superficie, prima ancora che il quadro macro lo confermi.

Infine, l'oro. Rendimenti nominali così elevati dovrebbero normalmente penalizzare un asset che non paga interessi. Invece l'oro, dopo una correzione importante, ha ripreso a salire, e questo, a mio parere, non è un dettaglio da trascurare perché suggerisce che una parte del mercato stia cercando protezione non solo dall'inflazione, ma dal rischio più ampio legato alla sostenibilità stessa di questa mole di debito.

Dove siamo, oggi.

Per concludere: al momento vediamo alcuni tasselli, ma non l'intero quadro. Rendimenti elevati, intervento del Tesoro che non ha ancora cambiato la traiettoria, primi segnali di perdita di

leadership tecnologica, oro forte. Mancano invece elementi cruciali: la volatilità non segnala paura, gli spread creditizi restano tranquilli, non vediamo ancora quella divergenza sui Treasury lunghi che considererei davvero significativa.

Non sto costruendo una previsione di crisi. Sto piuttosto cercando un metodo per riconoscere un eventuale cambiamento di regime mentre si sta ancora formando, prima che diventi ovvio a tutti e, quindi, meno utile da conoscere.

La domanda che mi pongo non è se qualcuno saprà prevedere il prossimo evento di mercato (chi mi conosce sa che tendo ad essere sempre agnostico), ma piuttosto se qualcosa sta davvero cambiando. Oggi, a mio avviso, qualcosa di strano si sta muovendo. Non abbastanza per trarre conclusioni. Ma abbastanza, credo, per prestarvi la giusta attenzione.

E non ho mai citato Trump finora, che rimane comunque un elemento di disturbo di sottofondo, benché troppo imprevedibile per essere inserito in un modello econometrico.

Michele De Michelis

CIO, FRAME Asset Management



IMPORTANTI INFORMAZIONI LEGALI

IMPRESSUM

Il presente documento costituisce materiale di marketing e non è il risultato di una ricerca finanziaria/d'investimento indipendente, pertanto non è stato preparato in accordo con i requisiti legali d'indipendenza di ricerca finanziaria/d'investimento e non è soggetto ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione della ricerca finanziaria/d'investimento. È stato prodotto dalla Frame Asset Management SA di Lugano. Le informazioni concernenti gli strumenti finanziari e gli emittenti vengono aggiornate senza regolarità o a seguito di eventi rilevanti.

IMPORTANTI INFORMAZIONI LEGALI

Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento sono state prodotte alla data della stesura del presente documento e sono soggette a variazioni senza preavviso. Il presente documento ha scopi **puramente informativi e non costituisce una consulenza, un'offerta o un invito** da parte o per conto di Frame Asset Management a comprare o vendere titoli, prodotti derivati basati su titoli, o altri prodotti né a partecipare a strategie di trading specifiche in qualsivoglia giurisdizione ai sensi della legge sui servizi finanziari. Le opinioni e i commenti degli autori riflettono i loro giudizi correnti, ma non necessariamente quelli di altre società Frame Asset Management o di eventuali altre parti terze. È possibile che altre società di Frame Asset Management abbiano pubblicato o pubblichino in futuro altri documenti il cui contenuto o le cui conclusioni non sono in linea con il presente documento. Frame Asset Management non si assume l'obbligo di garantire che tali documenti vengano portati all'attenzione dei destinatari del presente documento. Sebbene le informazioni e i dati ivi contenuti siano ottenuti da fonti ritenute affidabili, non viene resa alcuna dichiarazione in merito all'accuratezza o completezza di tali informazioni. In particolare, è possibile che le informazioni fornite nel presente documento non coprano tutte le informazioni rilevanti relative agli strumenti finanziari o agli emittenti di detti strumenti. Frame Asset Management non accetta alcuna responsabilità per le perdite che dovessero insorgere in relazione all'utilizzo del presente documento.

IDONEITÀ E SOSTENIBILITÀ

Nulla nel presente documento costituisce consulenza d'investimento, legale, contabile o fiscale, né vi sono contenute dichiarazioni alcune in merito all'idoneità o opportunità di un determinato investimento o strategia alle circostanze individuali né raccomandazioni personali dirette a investitori specifici. Frame Asset Management raccomanda agli investitori di valutare indipendentemente, con l'ausilio di un consulente professionista, i rischi finanziari specifici nonché le conseguenze di natura legale, normativa, creditizia, fiscale e contabile. In caso di richiamo di un rapporto di ricerca specifico, il presente documento non deve essere letto senza considerare il rapporto specifico indicato che può essere consegnato su richiesta.

RISCHI GENERALI

Il prezzo, il valore e il reddito degli investimenti in qualsiasi categoria di investimento menzionata nel presente documento sono soggetti a oscillazioni e gli **investitori possono non recuperare l'importo inizialmente investito**. I rischi insiti nelle categorie di investimento menzionate nella presente comprendono, in maniera non limitativa, quelli di mercato, creditizi, politici ed economici. L'investitore può essere esposto al **rischio di cambio** quando i prodotti o i relativi strumenti sottostanti sono denominati in una valuta diversa da quella del Paese in cui l'investitore risiede.

L'investimento e la sua performance sarebbero pertanto esposti alle oscillazioni dei cambi e il loro valore potrebbe aumentare o diminuire. I rischi particolari associati a specifici investimenti menzionati nel presente documento vengono resi noti in maniera evidente nel foglio informativo del prodotto pertinente, del contratto di sottoscrizione, della nota informativa, del prospetto o di altro documento di offerta relativo all'emissione dei titoli o di altri strumenti finanziari. Tali documenti sono disponibili su richiesta a titolo gratuito. Gli investimenti nei mercati emergenti sono speculativi e soggetti a una volatilità di gran lunga superiore rispetto a quelli effettuati sui mercati sviluppati. Qualsiasi decisione di investimento deve essere presa solamente dopo aver letto attentamente il prospetto informativo in vigore e/o altri documenti o informazioni disponibili. **Questo documento può includere cifre relative alla simulazione di performance passata. La performance passata, le simulazioni e le previsioni di performance non sono indicatori affidabili della performance futura.** Azioni, titoli di debito di banche (ad esempio obbligazioni bancarie e certificati con interessi) e altri crediti nei confronti di istituti finanziari sono soggetti a disposizioni particolari, come la «Direttiva sul risanamento e risoluzione degli enti creditizi» e il «Meccanismo di risoluzione unico». Tali disposizioni possono avere ripercussioni negative per l'investitore/partner contrattuale dell'istituto finanziario in caso di dissesto e di necessità di risoluzione dell'istituto finanziario.

INFORMAZIONI OTTENUTE DA TERZI

Il presente documento potrebbe contenere informazioni ottenute da terze parti, ivi inclusi rating espressi da agenzie specializzate quali Standard & Poor's, Moody's, Fitch e altre agenzie analoghe, materiale di fornitori di ricerca quali MSCI ESG Research LLC o le sue consociate come anche dati ottenuti da fornitori di indici come Bloomberg (come definito in seguito). Gli emittenti citati o inclusi nei materiali di MSCI ESG Research LLC possono essere clienti o consociate di un cliente di MSCI Inc. (MSCI) o di un'altra affiliata di MSCI. «Bloomberg» si riferisce a «Bloomberg®» e a indici di Bloomberg che sono marche di servizio di Bloomberg Finance L.P. e le sue consociate, inclusa Bloomberg Index Services Limited (BISL) e l'amministratore dell'indice. Bloomberg non è una società affiliata di Frame Asset Management. È proibita la riproduzione e diffusione in qualsivoglia forma di tali informazioni senza la preventiva autorizzazione da parte della persona da cui le stesse provengono. I terzi che forniscono le informazioni contenute nel presente documento non garantiscono l'accuratezza, la completezza, la tempestività e la correttezza delle stesse, rating e research inclusi, e non sono in alcun modo responsabili né per eventuali errori e/o omissioni (per negligenza o in altro modo), indipendentemente dalla causa, o per l'esito ottenuto usando tali informazioni. I terzi che forniscono le informazioni contenute nel presente documento non garantiscono né espressamente né implicitamente, ivi incluse ma non solamente, la commerciabilità e/o adeguatezza per un determinato scopo o uso di dette informazioni. I terzi che forniscono le informazioni contenute nel presente documento non sono responsabili per danni diretti, indiretti, correlati, compensativi, punitivi, speciali o conseguenti, né per spese, costi, onorari legali o perdite (ivi inclusi mancate entrate e guadagni o costi d'opportunità) conseguenti all'uso delle informazioni (rating e research inclusi) contenuti nel presente documento. I fornitori di contenuti terzi non approvano, avallano, controllano o raccomandano i servizi e/o prodotti menzionati in questo documento. In particolare, i rating di credito o di research esprimono opinioni e non fatti o raccomandazioni di acquisto, detenzione o vendita di titoli. Non riguardano il valore del corso di titoli o la loro idoneità a scopi di investimento e non sostituiscono una consulenza d'investimento.

INFORMAZIONI IMPORTANTI SULLA DISTRIBUZIONE

Il presente documento e i dati di mercato in essa contenuti non possono essere distribuiti a terzi senza l'approvazione di Frame Asset Management o della fonte dei rispettivi dati di mercato. Essa non è destinata a soggetti di giurisdizioni dove simili documenti non sono autorizzati (per motivi di nazionalità, domicilio o altre circostanze).