

BRIGHTSIDE CAPITAL

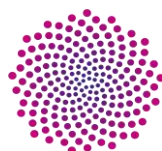
UNCLE SAM CAPITAL



*"The winner takes it all
The loser standing small
Beside the victory
That's her destiny
The gods may throw a dice
Their minds as cold as ice"*

*The Winner Takes It All, ABBA
Super Trouper, 1980*

Il 22 maggio 2026, nella East Room della Casa Bianca, Kevin Warsh presta giuramento come diciassettesimo presidente della Federal Reserve. Accanto a lui, il presidente Trump spiega senza giri di parole che cosa si aspetta dal nuovo banchiere centrale: «*Kevin capisce che quando l'economia corre è una cosa positiva... Abbiamo un po' di debito di cui vorremmo occuparci. E il modo per farlo è la crescita*». In due frasi c'è tutta la strategia. Il debito pubblico americano, quasi il 120% del prodotto interno lordo, verrà diluito da un'economia e da un'inflazione che corrono più in fretta di lui.

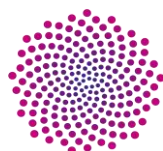


BRIGHTSIDE CAPITAL

Quasi tutti, in questi mesi, raccontano la stessa storia: lo Stato americano che entra nel capitale delle imprese, sceglie i campioni, incassa rendite. La chiamano capitalismo di stato, e a seconda di chi parla suona come socialismo o come deriva autoritaria. Qui proviamo a dare una lettura diversa, meno ideologica: non un programma politico, ma una logica da hedge fund. **Un grande hedge fund che, ritrovandosi in portafoglio una *posizione problematica* (gli Stati Uniti d'America) prova a rimetterla in sesto con gli strumenti del mestiere.**

E allora conviene guardare chi sono le persone che lo stanno facendo. Al Tesoro siede Scott Bessent: negli anni Novanta era al Soros Fund Management, accanto al braccio destro di Soros, Stanley Druckenmiller, ai tempi della celebre scommessa contro la sterlina del 1992, l'operazione con cui il fondo, puntando sul crollo della valuta britannica, costrinse la Banca d'Inghilterra a svalutarla e incassò circa un miliardo di dollari in un solo giorno; vi è poi tornato come responsabile degli investimenti dal 2011 al 2015. Ha quindi fondato un proprio fondo macro, Key Square, con due miliardi di dollari messi proprio da Soros. Ha anche insegnato per anni storia economica a Yale, come professore aggiunto e la storia economica è, in grande sintesi, il racconto di come gli Stati troppo indebitati hanno alleggerito i loro conti quasi sempre lasciando correre l'inflazione, non ripagando il debito. Alla Federal Reserve siede ora Kevin Warsh: membro del consiglio direttivo della banca centrale durante la crisi del 2008, prima banchiere d'affari a Morgan Stanley, e dal 2011 socio del Duquesne Family Office, la società d'investimento dello stesso Druckenmiller, con cui ha anche firmato a quattro mani diversi editoriali sul Wall Street Journal. Il Senato lo ha confermato con 54 voti contro 45, lo scarto più stretto della storia moderna per quella carica. Non è gossip ma rende più rotonda l'analisi del profilo: Kevin Warsh è sposato con Jane Lauder, erede dell'impero Estée Lauder e figlia del grande amico di Donald J. Trump, Ronald Lauder.

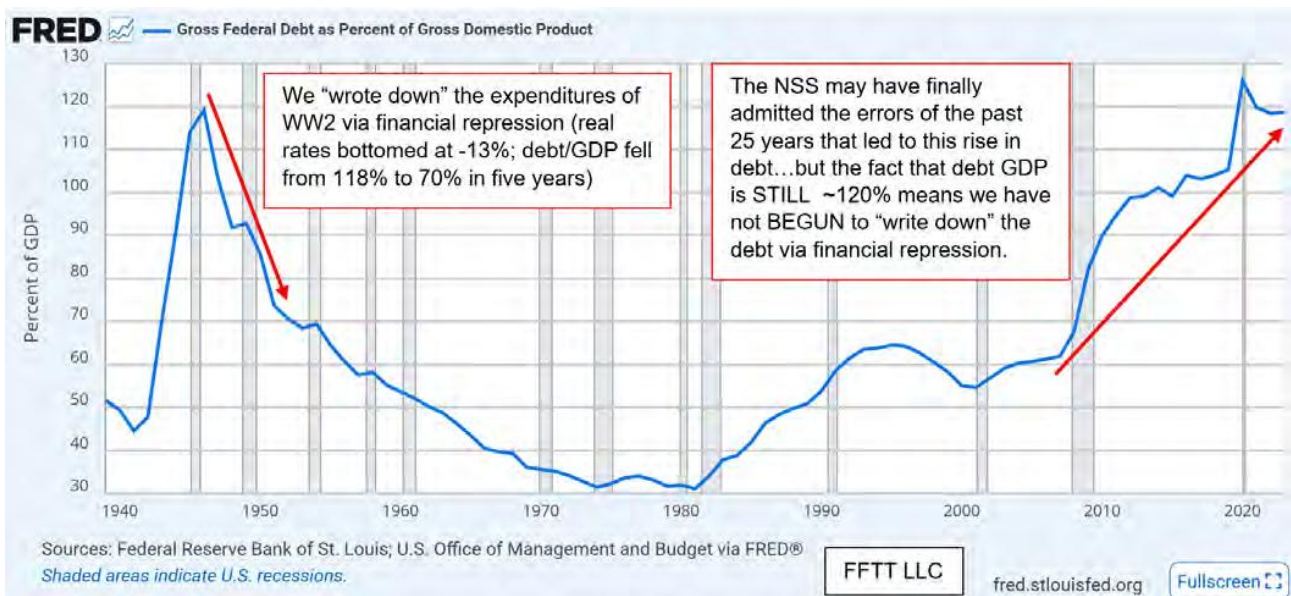
Due uomini, la stessa scuola: quella del trading macro, dove non esistono ideologie ma posizioni, e dove l'unica domanda che conta è se la scommessa pagherà. **Letto con i loro occhi, il «capitalismo di stato» somiglia molto meno a un programma politico e molto più al portafoglio di un fondo.** Perché di portafoglio, letteralmente, si tratta. Nella primavera del 2026 il principale azionista di MP Materials, la società che estrae e raffina le terre rare, non è un fondo né un miliardario: è il Dipartimento della Difesa. Il Tesoro possiede poco meno del 10% di Intel. Il governo ha ottenuto una «golden share» (un'azione speciale con diritto di veto) nell'acquisizione di US Steel da parte della giapponese Nippon Steel, ha trasformato un



BRIGHTSIDE CAPITAL

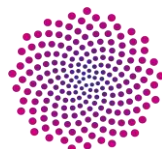
prestito in una quota di Lithium Americas e ha annunciato una partecipazione nella mineraria canadese Trilogy Metals. In poco più di un anno lo Stato americano è entrato nel capitale di almeno dieci aziende. E non si limita a investire. Nvidia e AMD hanno accettato di versare al governo il 15% dei ricavi sui chip avanzati venduti in Cina, in cambio delle licenze di esportazione; assumere un ingegnere straniero con un visto qualificato (l'H-1B, il canale con cui la Silicon Valley importa gran parte dei suoi cervelli) costa ora alle imprese 100.000 dollari a testa, un pedaggio che fino a pochi anni fa sarebbe stato impensabile; la Casa Bianca ha mediato la cessione di TikTok a una cordata guidata da Larry Ellison, fondatore e presidente di Oracle, e convinto la coreana Hanwha a investire 5 miliardi in un cantiere navale di Philadelphia. **Di fronte a tutto questo, da destra e da sinistra, c'è chi parla di socialismo.** Un'analisi del Council on Foreign Relations, un importante centro studi americano di politica internazionale, pubblicata a fine ottobre 2025 da William Henagan ed Ely Sandler, ha sistematizzato il fenomeno descrivendo lo Stato in quattro vesti: investitore, mediatore, esattore e, nel caso peggiore, prepotente¹.

Ma prima di scegliere tra socialismo e prepotenza, conviene guardare il problema che quei due gestori hanno sulla scrivania. È sempre lo stesso: il debito cresce più in fretta dell'economia. Il grafico qui sotto, elaborato dalla società di ricerca indipendente FFTT di Luke Gromen², mostra il debito pubblico americano in rapporto al PIL dagli anni Quaranta a oggi.



¹ Council on Foreign Relations, "State Capitalism in America: The Government as Investor, Broker, Rentier...Thug?"

² FFTT (Luke Gromen), "Red-teaming Warsh's options into one of the most consequential Fed meetings in years", 16 giugno 2026.



BRIGHTSIDE CAPITAL

È una doppia lezione di storia. Dopo la Seconda guerra mondiale il debito valeva il 118% del PIL; in cinque anni scese al 70% e non perché venne ripagato, ma perché venne «svalutato» tenendo i tassi d'interesse sotto il livello dell'inflazione, una tecnica che gli economisti chiamano repressione finanziaria. Oggi quel rapporto è di nuovo intorno al 120% e, annota Gromen, non si è ancora cominciato a ridurlo. La cura, di nuovo, è una sola: lasciar correre inflazione e PIL nominale perché il debito, in proporzione, si rimpicciolisca in termini relativi. In una parola, il debasement.

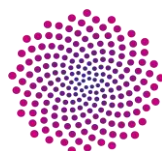
Nella Side View di oggi proviamo a leggere le mosse del governo americano in ambito economico, non come capitalismo di stato, ma come se fossero i trade macro di un hedge fund manager:

- Ridurre e/o svalutare il debito
- Far crescere gli attivi degli Stati Uniti (sia che questi attivi siano il PIL/GDP che quelli depositati nel bilancio del Governo americano)

The first macro trade: debito sotto controllo

Della sostenibilità del debito americano avevamo già scritto nella Side View «[Highway to Debt](#)». Il punto, in breve, è che servire quel debito sta diventando proibitivo: la sola spesa per interessi ha raggiunto il 3,15% del PIL nel 2025, più del doppio rispetto a dieci anni fa e il livello più alto mai registrato dagli anni '90³. E c'è un problema di calendario. Per non spingere in alto i rendimenti a lunga scadenza, da anni il Tesoro emette soprattutto titoli a breve termine: di questi esiste una domanda quasi illimitata tra fondi monetari, banche e banche centrali estere che li usano come parcheggio sicuro della liquidità mentre la minor domanda sul debito a lunga scadenza porterebbe ad un aumento strutturale dei tassi e con essi un costo del denaro più caro per l'economia reale. The *dark side* di questo approccio è che quel debito va rifinanziato di continuo: oltre 8.000 miliardi di dollari di titoli scadono nei prossimi dodici mesi. Con il costo del debito a questi livelli e una montagna di titoli da rifinanziare di continuo, lo Stato è entrato in quella che gli economisti chiamano dominanza fiscale: **è la politica di bilancio a dettare legge a quella monetaria, perché alzare i tassi non farebbe che aggravare il conto del debito.**

³ FRED – Federal Reserve Bank of St. Louis (OMB), "Federal Outlays: Interest as Percent of GDP"



BRIGHTSIDE CAPITAL

Treasury rollover risk now runs into the trillions

Privately held marketable US Treasury debt maturing within one year (\$tn)

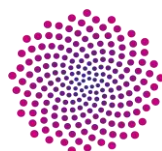


FINANCIAL TIMES Source: US Treasury Bulletin, Table FD-5 • Fiscal-year-end data. Amounts are nominal and measured by remaining maturity

Il grafico mostra proprio questa evidenza: il debito americano in scadenza entro un anno, una linea in leggero rialzo per 40 anni e poi un'impennata verticale oltre gli 8.000 miliardi. Rinnovare quella cifra a tassi elevati è semplicemente insostenibile.

Una via d'uscita Bessent l'aveva annunciata, con una simmetria da slogan: il «3-3-3». Portare la crescita reale al 3%, ridurre il deficit al 3% del PIL entro il 2028,

umentare la produzione di energia di 3 milioni di barili equivalenti al giorno. Letto da un punto di vista di un hedge fund manager, non sono tre obiettivi separati ma un'unica grande posizione macro: dollaro giù, tassi giù, petrolio giù ossia le tre leve che abbassano l'inflazione, alleggeriscono il costo del debito. **Nel 2025 il trade era andato a segno: l'indice del dollaro aveva perso il 9,4%, il rendimento del Treasury decennale era sceso dal 4,6% al 4,2%, il petrolio WTI aveva chiuso l'anno con un calo del 21%. Non un colpo di fortuna, ma il portafoglio che si muove nella direzione voluta.** Dietro, come sempre, c'è anche un pensiero economico e strategico di natura accademica. Stephen Miran, l'economista che presiede il Council of Economic Advisers della Casa Bianca e che dal 2025 siede anche nel consiglio direttivo della Federal Reserve è l'autore del manuale di questa strategia, un saggio che la stampa ha ribattezzato il «piano Mar-a-Lago»: il dollaro è strutturalmente troppo forte e va indebolito di proposito (rendendo quindi i Treasury più appetibili per gli investitori che possono speculare su un capital gain in caso di recupero del dollaro americano in cui i titoli del tesoro sono denominati; ed in questo modo naturalmente attirando più compratori pronti a finanziare i deficit degli yankees), e il debito pubblico si può perfino ristrutturare come quello di un'azienda, allungandone le scadenze fino a cent'anni o facendo pagare ai detentori esteri una «commissione» sugli interessi. Idee estreme, in buona parte ancora sulla carta; ma danno la misura di come, in questa amministrazione, il bilancio dello Stato venga trattato come la posizione di un fondo.



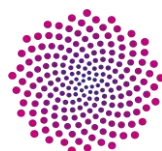
BRIGHTSIDE CAPITAL

Poi, nel 2026, è arrivata la guerra in Iran. Il prezzo del greggio è schizzato: dai 72 dollari al barile di fine febbraio a un picco di 126 a fine aprile, un balzo del +75% con l'Agencia internazionale dell'energia a parlare della più grave crisi di sicurezza energetica della storia scatenata dalla chiusura dello Stretto di Hormuz. E con il petrolio è tornata l'inflazione. Tutte e tre delle tre gambe del perfetto trade del 2025, "petrolio giù" "dollaro giù" e "tassi giù", si sono rovesciate. È il motivo per cui Warsh, appena insediato, si trova a dover *"ride two horses with one ass"*, cavalcare due cavalli con un sedere solo, nell'immagine ruvida di Gromen: alzare i tassi per fermare l'inflazione aggrava il costo del debito americano; tagliarli con l'inflazione in salita fa fuggire i compratori di quello stesso debito.

Un governo qualunque avrebbe incassato il colpo. Questo, invece, ha cercato di gestirlo come una posizione di trading che gli stava andando contro. Partendo dal petrolio che era stata la causa dell'inversione del trade molto favorevole del 2025. Per riportarlo giù infatti ha aperto tre fronti insieme: prima misura, sul piano diplomatico, il 23 giugno il Tesoro ha sospeso per sessanta giorni le sanzioni sul greggio iraniano, una licenza che ne autorizza di nuovo l'acquisto e la vendita sui mercati internazionali, dentro un accordo che estende la tregua: l'Iran riapre lo Stretto di Hormuz e riammette gli ispettori atomici, in cambio il suo petrolio torna a fluire verso i compratori e il barile americano scivola sotto i 75 dollari per la prima volta da marzo. Seconda misura, sempre sul piano diplomatico, il Governo decide di allentare le sanzioni sul petrolio russo. Terza mossa, sul piano delle riserve, già a marzo il governo aveva ordinato il rilascio di 172 milioni di barili dalla riserva strategica nazionale: barili che il Dipartimento dell'Energia vende all'asta a raffinerie e operatori, incassando a pronti. La riserva è così scesa al minimo dal 1983 (già ridotta durante la crisi energetica scatenata dalla guerra in Ucraina nel 2022), ma il Ministro del Tesoro conta di ricomprare quei barili più avanti, il 20% in più, "a costo zero per il contribuente" ha assicurato il Dipartimento dell'Energia. "Vendere (o *shortare*) il petrolio a 90 dollari per ricomprarlo poi a 75", direbbe l'hedge fund manager invece... *"Two hearts beat as one"*.

Aprire i rubinetti del greggio iraniano (al costo di gonfiare le entrate del regime del terrore iraniano⁴) e attingere alla riserva strategica, però sono mosse tattiche: comprano tempo sul fronte dell'inflazione, non sciolgono il nodo del debito. La via d'uscita strutturale però è un'altra, e Warsh la indica da tempo: crescita e deregolamentazione. *"L'inflazione nasce*

⁴ CNBC, "U.S. issues sweeping Iran oil sanctions waivers, unlocking billions in revenue for Tehran"



BRIGHTSIDE CAPITAL

quando lo Stato spende e stampa troppo, non quando l'economia cresce troppo" ha scritto nel novembre 2025. In questa lettura l'intelligenza artificiale ha senza dubbio anche un ruolo macroeconomico: **se farà davvero salire la produttività, sarà un formidabile acceleratore di crescita senza generare tensioni sui prezzi e dunque rischi di rialzo dei tassi.**

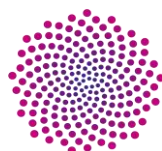
Printing... i compratori del debito

Svalutare il debito è metà del lavoro. L'altra metà è piazzarlo, ingegnerizzando in modo artificiale i *"bid"* da sala mercati: ogni anno infatti vanno trovati compratori per migliaia di miliardi di titoli nuovi. E qui Uncle Sam Capital (come abbiamo ribattezzato l'hedge fund dell'Amministrazione) fa la mossa più sottile: **invece di cercare la domanda, se la costruisce, cambiando le regole.**

Il primo cantiere è quello bancario. A fine 2025 Federal Reserve, OCC e FDIC, le tre autorità di vigilanza americana, hanno alleggerito il coefficiente di leva per le grandi banche (il Supplementary Leverage Ratio), con effetto dal 1° aprile 2026. Il meccanismo è tecnico ma decisivo: quel coefficiente obbliga le banche ad accantonare capitale su tutto ciò che detengono, compresi i titoli di Stato, trattati come qualunque classe di attivo rischiosa; abbassando il requisito, la banca deve mettere da parte molto meno capitale per ogni Treasury in pancia, e quindi può comprarne molti di più. In pratica si liberano circa 210 miliardi di dollari di capacità⁵. La motivazione ufficiale è la «resilienza del mercato dei Treasury»; **l'effetto concreto è rendere le banche compratrici più affamate di debito pubblico.** E c'è chi vorrebbe spingersi oltre: lo stesso Miran ha scritto che i Treasury andrebbero esclusi del tutto dal calcolo, perché altrimenti si rischiano *«conseguenze pesanti per la capacità del Tesoro di finanziarsi a buon mercato»*. È la repressione finanziaria spiegata da dentro la banca centrale.

Il secondo cantiere è digitale. Il GENIUS Act, la legge del 2025 che regola le stablecoin (le criptovalute agganciate al dollaro), impone che ogni moneta emessa sia coperta da contante e titoli di Stato a breve. Tradotto: ogni stablecoin che nasce è un compratore obbligato di Treasury. Bessent le ha definite un *"debt relief engine"*, un motore per ridurre il debito, stimando che possano generare fino a 2.000 miliardi di dollari di domanda aggiuntiva di titoli americani. Tutto il pianeta, non solo i cittadini americani e gli investitori istituzionali, compra in modo inconsapevole debito americano. C'è un'ironia, in tutto questo. Pensi alle crypto come

⁵ *Banking Dive*, "Fed proposes 27% cut to tier 1 capital requirements"



BRIGHTSIDE CAPITAL

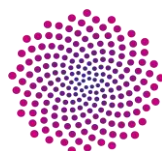
a un'alternativa al sistema, credi nella decentralizzazione, detesti lo Stato-Leviatano e il «capitalismo della sorveglianza»; e invece ogni stablecoin che possiedi è, in fondo, un prestito al Tesoro e stai tamponando le falle di bilancio proprio del paese che guida il pianeta dal dopoguerra.

La gamba micro: entrare nei campioni

Le partecipazioni, le mediazioni e le rendite da cui siamo partiti, il Council on Foreign Relations le cataloga come peculiarità dello Stato investitore, mediatore ed esattore. In un hedge fund hanno un nome solo: gestione attiva del portafoglio. Lo stesso segretario al Tesoro Bessent lo dichiara senza giri di parole: l'obiettivo è creare *“beni per il popolo americano anziché debito”*. Vista così, anche la veste dell'esattore diventa una strategia *“income generating”*: incassare il 15% dei ricavi cinesi di Nvidia o una quota degli utili di MP Materials è politica fiscale con altri mezzi, entrate per le casse pubbliche senza alzare le tasse ai cittadini. Bessent a tutto questo ha dato una cornice ufficiale, e nobile. In un discorso del 23 giugno l'ha chiamata *«economic statecraft»* ossia l'uso disciplinato della potenza economica al servizio della sovranità e l'ha fatta risalire ad Alexander Hamilton, primo segretario al Tesoro della storia americana: ogni nazione, scriveva Hamilton, *«deve sforzarsi di possedere al proprio interno tutto l'essenziale per il fabbisogno nazionale»*. Chip, terre rare, intelligenza artificiale, navi, farmaci non sono settori, ha detto Bessent, ma *«fonti di potenza nazionale»*; e un Paese che dipende dai propri avversari per ciò che gli serve *«non è davvero sovrano»*⁶. È la giustificazione delle partecipazioni nei campioni: non statalismo, ma sovranità. A questo livello Bessent, novello Gerione, compie la magia e come il gigante mitologico triplica la sua presenza: il politico, lo statista, compra infrastrutture. Il professore di storia, conscio della fine del *“long term debt cycle”*, compra materie prime, più sono scarse in natura e più ne compra; l'hedge fund manager mette in piedi *“l'AI trade della decade”*: conscio che *“the winner takes it all”*, supporta i campioni e si allunga di tutta l'energia che ne serve a supporto.

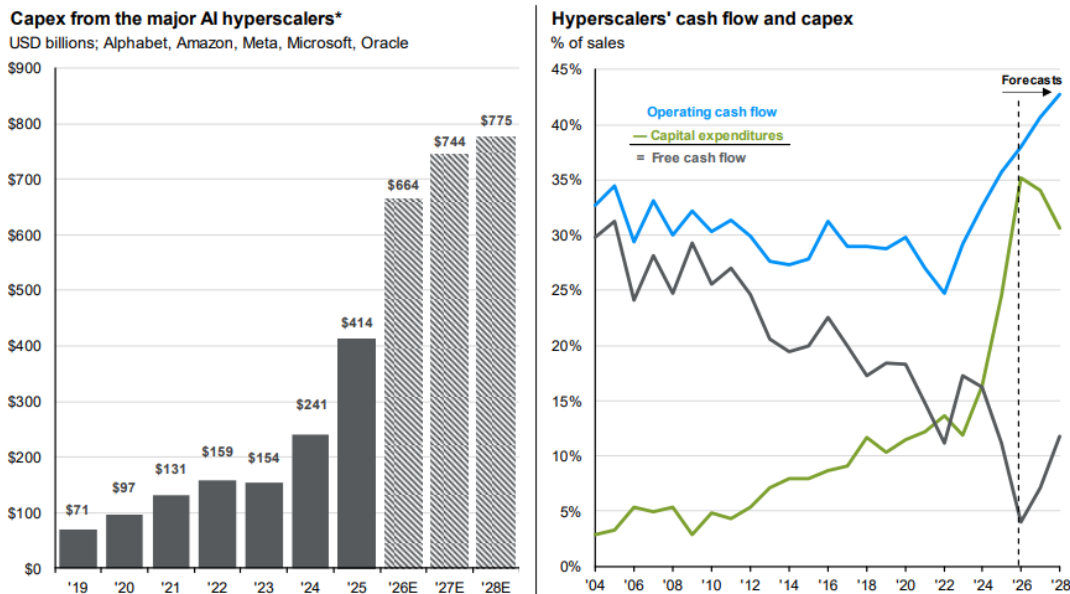
A pure titolo di esempio: nel 2026 i cinque grandi protagonisti dell'infrastruttura digitale Microsoft, Alphabet (la casa madre di Google), Amazon, Meta e Oracle, i cosiddetti hyperscaler, gli operatori dei giganteschi centri dati che fanno girare l'AI investiranno in conto

⁶ .S. Department of the Treasury, "Remarks by Secretary Bessent: American Economic Statecraft in the 21st Century", 23 giugno 2026



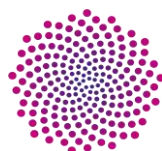
BRIGHTSIDE CAPITAL

capitale (il capex, cioè la spesa per impianti e infrastrutture) circa 660 miliardi di dollari, oltre il 60% in più rispetto all'anno prima.



Il grafico racconta due storie. A sinistra, l'esplosione del capex: dai 71 miliardi del 2019 ai 414 del 2025, fino ai 775 stimati per il 2028. A destra, il dato che conta davvero: la spesa per investimenti (la linea verde) che si avvicina al free cash flow. Tradotto: gli hyperscaler stanno per spendere più cassa di quanta ne produce la loro stessa attività. E infatti si indebitano come mai prima: secondo Pivotal Research⁷ il free cash flow di Alphabet crollerà di circa il 90% in un anno, da 73 a 8 miliardi; quello di Amazon diventerà negativo. Morgan Stanley stima oltre 400 miliardi di nuovo debito, e la stampa finanziaria parla di una «corsa al prestito da mille miliardi». La sola Oracle ha messo in cantiere oltre 50 miliardi tra obbligazioni e prestiti per i suoi data center. E quando il debito non basta, si arriva alle azioni. Alphabet, uno dei bilanci più ricchi di liquidità del pianeta, un'azienda che di norma le proprie azioni le ricompra, ha lanciato un aumento di capitale da circa 85 miliardi di dollari per finanziare investimenti nell'intelligenza artificiale. A fare spesa è arrivata anche Berkshire Hathaway: il successore di Warren Buffett, Greg Abel, vi ha messo 10 miliardi. Quando perfino Alphabet deve emettere nuove azioni, e il più paziente dei capitali del mondo accorre a comprarle, vuol dire che la corsa ha fame di ogni dollaro disponibile.

⁷ CNBC, "Tech AI spending approaches \$700 billion in 2026, cash taking big hit"



BRIGHTSIDE CAPITAL

Ed è esattamente il punto. Se nemmeno i bilanci più ricchi del pianeta, sommati al più grande mercato del debito del mondo, bastano a finanziare la corsa, allora resta un solo portafoglio abbastanza profondo: quello di Uncle Sam Capital. Lo Stargate da 500 miliardi, il progetto di data center con OpenAI, Oracle e SoftBank annunciato alla Casa Bianca, è la prima forma di questa risposta; le quote nei produttori di chip e di terre rare ne sono il prolungamento.

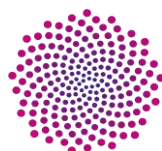
Il portafoglio, intanto, si allarga. Nei mesi più recenti il Pentagono ha investito un miliardo di dollari in azioni privilegiate convertibili nella divisione missilistica di L3Harris; il Dipartimento del Commercio ha messo fino a 150 milioni in xLight, una start-up della Silicon Valley che sviluppa una tecnologia di litografia per i chip con il tentativo di creare un campione nazionale dal nulla. Ogni tanto essere i primi clienti delle suddette società, può anche aiutare a creare asimmetria nei trades e valore per il cittadino americano: limited downside a fronte di unlimited upside...

The gods may throw a dice

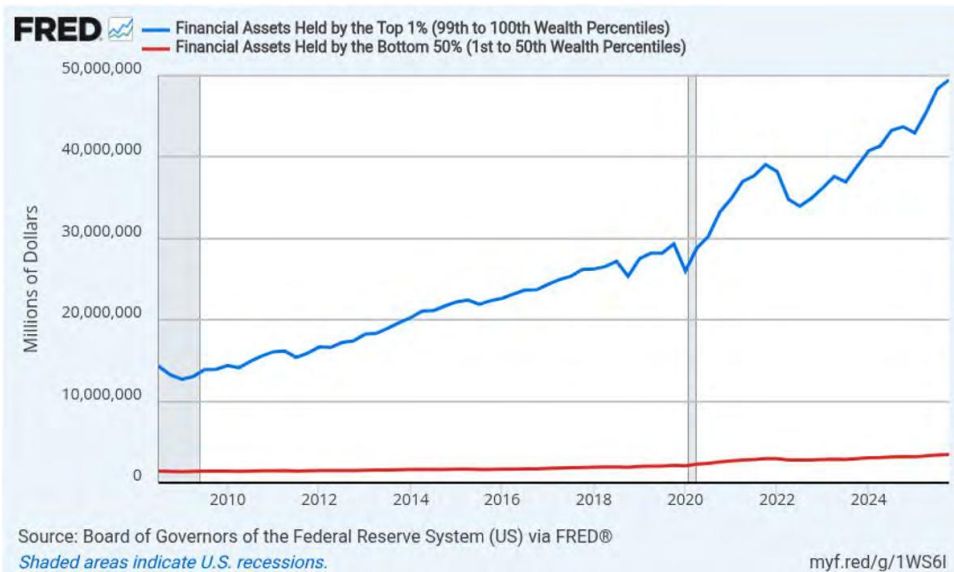
Restano, sullo stesso tavolo, due letture. Per i suoi critici è capitalismo di stato nel senso più letterale: lo Stato che sceglie i vincitori distorce la concorrenza e, avverte il Council on Foreign Relations, rischia di scivolare nella quarta veste, quella del «prepotente», quando la partecipazione diventa favore e il favore diventa pressione. **Per chi lo governa è invece il trade obbligato di un Paese troppo indebitato: gonfiare via il debito e, insieme, guidare la corsa tecnologica che nessuno può permettersi di perdere. Le due letture non si escludono: descrivono la stessa scommessa da due lati.**

E come ogni scommessa, ha le sue fragilità. Molte di queste partecipazioni, nota il CFR, non hanno una chiara base nelle leggi di bilancio: i dipartimenti del Commercio, della Difesa e dell'Energia non hanno l'autorità esplicita per comprare azioni di società quotate, e la stessa MP Materials, in un documento depositato alla SEC (l'autorità di vigilanza sui mercati americani), ha avvertito che l'intervento del governo "potrebbe essere modificato, contestato o annullato". Prima o poi, scrive il CFR, qualcuno farà causa.

E c'è un costo più silenzioso. Se la cura per il debito è far salire i prezzi degli asset (tramite inflazione più alta) come azioni, oro, immobili allora il conto lo pagano solo coloro quei beni non li possiedono: Il grafico mostra la ricchezza finanziaria detenuta dall'1% più ricco degli americani (in blu) e dal 50% più povero (in rosso): due linee che si allontanano da trent'anni,



BRIGHTSIDE CAPITAL



e che con ogni rialzo dei mercati si separano sempre di più. Osserva Gromen: è un problema politico ma di quelli che arrivano più avanti. E i governi tendono sistematicamente a preferire i problemi che arrivano «più avanti».

Resta la natura della scommessa. È un gioco a

somma zero in cui la posta in gioco, ossia il primato tecnologico, il dollaro come moneta di riserva, la sostenibilità del debito, è troppo alta per non essere giocata al massimo... “whatever it takes”. Chi arriva primo prende tutto; chi resta indietro non prende quasi nulla. È la logica, fredda come i dadi degli dèi della canzone che abbiamo scelto, con cui un manipolo di gestori di hedge fund ha deciso di amministrare la più grande economia del mondo. *The winner takes it all*: e per sapere chi sia il vincitore, come sempre, non resta che attendere la fine della partita.

Approfondimento a cura di **Nicola Lampis**.

Lugano, 28 giugno 2026

