

COVER STORY LA SORPRESA DELL'INDICE S&P 500

L'estate della restaurazione

Boris Secciani

Durante l'estate, gli indici azionari hanno conosciuto un'accelerazione al rialzo dei loro corsi, con in testa, a fine agosto, le borse dell'Asia orientate seguite da Wall Street, che ha così superato inaspettatamente le piazze finanziarie europee. Di fatto, si può affermare che, a sorpresa, è stata proprio la borsa americana a ripartire, guidata forse da un'esuberanza irrazionale. Ciò che colpisce è che la forte ripresa è stata trainata ancora una volta dal settore tecnologico, mentre i dati macro hanno evidenziato una crescita economica più contenuta. Si ripropone così il quesito se i prezzi attuali di alcuni titoli rivelano un eccesso di ottimismo o se si sia di fronte agli effetti di una colossale rivoluzione tecnologica in corso. A partire da maggio, e per tutti i mesi estivi fino al termine di agosto, i mercati hanno fatto una vera e propria inversione a U rispetto all'andamento del primo trimestre e del drammatico mese di aprile. L'S&P 500, infatti, è tornato protagonista, mettendo a segno una serie di nuovi record fino a sfiorare quota 6.500. Questo livello ha portato il rendimento dall'inizio dell'anno intorno alla soglia del 1 0%. L'indice Usa, che era uno dei listini meno redditizi a livello globale in questo 2025, ha superato la maggior parte delle borse europee, collocandosi solo dietro a un Estremo Oriente in forte ripresa. Inoltre, il rimbalzo dal bear market primaverile ha evidenziato caratteristiche ai limiti dell'incredibile, soprattutto se si pensa alle condizioni e al modo in cui è avvenuto. Infatti, a fare riprendere quota al più importante mercato equity del mondo è stato ancora una volta il tema, ormai quasi ossessivo, dell'intelligenza artificiale, che ha spinto, ad esempio, la capitalizzazione di Nvidia oltre la soglia dei 4 trilioni di dollari, una cifra inusitata, mai vista prima nella storia. Inoltre, gli investitori sembrano avere completamente ignorato alcuni segnali macroeconomici non particolarmente incoraggianti e, soprattutto, le incertezze legate a una politica dei dazi dell'amministrazione Trump tuttora di difficile lettura. In realtà, ad analizzare l'andamento dei listini, si può dedurre che ancora una volta lo scenario più probabile è quello che vede l'America scaricare sul resto del pianeta le conseguenze delle proprie discutibili scelte. L'ESUBERANZA IRRAZIONALE. Infatti, mentre l'S&P 500 ricominciava la sua ascesa verticale, la gran parte dell'azionario mondiale, dopo la ripresa di maggio, sostanzialmente ha trascorso un'estate annoiata in uno stretto trading range. L'origine di tutto ciò si può in parte spiegare con il ritorno, per usare la storica espressione di Alan Greenspan, dell'esuberanza irrazionale. Molti dei corsi dei titani Usa, infatti, non sono esattamente giustificabili, anche incorporando prospettive di crescita robuste: non a caso non mancano voci di pessimismo nei confronti degli Stati Uniti, come quella di Michel Sagné, cioè di La Financière de l'Échiquier: «Il coefficiente Hopes & Dreams, che misura la parte delle valutazioni non riconducibile alla solidità dei fondamentali, sfiora i livelli della bolla internet. In parallelo, il contesto politico, con il ritorno di Donald Trump alla Casa Bianca, aggiunge una forte dose di imprevedibilità: dazi sette volte più alti rievocano lo spettro di una nuova guerra commerciale. In questo contesto, diventa strategico ridurre la sovraesposizione alle azioni e al debito Usa e riscoprire i meriti del resto del mondo». D'altro canto, le ultime settimane hanno riportato all'attenzione un fenomeno per certi versi preoccupante, ma per alcuni sintomi di una grande vitalità americana: il decoupling de facto del settore tecnologico locale dal resto del ciclo globale. Nel dettaglio, per il momento,

L'America rimane fuori dalla recessione, ma la crescita drogata dagli stimoli del post-Covid è ormai un ricordo del recente passato, visto che occupazione, Pil e consumi si muovono con un passo decisamente tenue. Qualche dato specifico viene fornito al riguardo da Tiffany Wilding, economista di Pimco: «Secondo l'Ufficio di analisi economica degli Stati Uniti (Bea), nella prima metà del 2025 la spesa reale dei consumatori è aumentata a un ritmo annualizzato dell'1%, in forte calo rispetto al 4% della seconda parte del 2024. La crescita del Pil reale ha subito un rallentamento, registrando un tasso annualizzato dell'1,2% nella prima parte del 2025, in discesa rispetto al 2,7% degli ultimi sei mesi del 2024. Secondo il Bureau of Labor Statistics, l'incremento dell'occupazione negli Stati Usa ha subito un rallentamento, attestandosi al di sotto dell'1% finora nel 2025, una soglia che storicamente ha preceduto le recessioni». L'IT CONTA POCO NEL PIL Lo scenario tratteggiato si è storicamente sempre correlato a quotazioni equity spinte all'ingiù da investitori desiderosi di contenere l'esposizione al rischio e di anticipare il possibile calo futuro del prodotto interno lordo. Gli Stati Uniti, però, si stanno sempre di più configurando come un'economia duale, con un abisso che separa l'élite delle proprie aziende dalle condizioni e dalle dinamiche del resto del Paese. Ancora Tiffany Wilding evidenzia in maniera piuttosto impressionante la distanza siderale che si è formata fra l'ecosistema dell'AI e il resto del tessuto produttivo: «Gran parte dei guadagni registrati dall'inizio dell'anno dall'S&P 500 proviene da società legate al ciclo dell'intelligenza artificiale e della trasformazione digitale. Anche la tecnologia ha contribuito alla crescita reale del Pil, ma l'apporto dell'IT all'economia complessiva è ancora molto inferiore al suo peso sui guadagni del mercato azionario. Secondo il Bea e l'S&P Global, l'information sector ha rappresentato solo il 5,4% circa del Pil totale degli Stati Uniti nel primo trimestre, ma costituisce circa il 40% della capitalizzazione dell'S&P 500. Nel mercato del lavoro statunitense, queste differenze nella composizione sono amplificate. I dati di Bloomberg suggeriscono che gli hyperscaler, aziende che gestiscono grandi data center per l'intelligenza artificiale e il cloud computing, e i fornitori di chip rappresentano meno del 2% dell'occupazione negli Stati Uniti, nonostante costituiscano circa il 35% del valore dell'indice». In maniera forse un filo provocatoria, si può affermare che quella del 2025 è stata un'estate della restaurazione, che ci ha riportato agli equilibri del 2023-24, dopo una breve fase di interesse per una maggiore diversificazione e una rotazione verso il value. CHI PAGA IL PROTEZIONISMO Il sasso lanciato nello stagno del protezionismo dal 47° presidente statunitense ha anch'esso contribuito a esacerbare l'inversione a U. Il varo delle tariffe e il persistere di un'inflazione non del tutto domata, infatti, rischiano di avere effetti pesanti soprattutto sulle imprese di minori dimensioni, al contrario dei gruppi più diversificati internazionalmente (quindi in grado di trarre vantaggio pure da un dollaro più debole) e dotati di maggiore capacità di imporre i prezzi. Chiaramente tra questi ultimi spiccano i signori della tecnologia, che hanno goduto anche di un ampio ridimensionamento del rischio di vedere le filiere dei componenti hi-tech collassare sotto il fuoco di una guerra commerciale senza quartiere. Dunque, dopo l'isteria primaverile, oggi ci si trova di fronte un ambiente caratterizzato da una buona crescita nominale, da danni dei dazi che non toccano più di tanto le mega-cap, che peraltro sono state aidate da diversi provvedimenti contenuti nella legge finanziaria per il prossimo anno e dalla solita posizione di forza dei grandi gruppi americani quando si tratta di traslare il tutto in utili stratosferici. Ancora Tiffany Wilding, di Pimco, fornisce informazioni utili su questi punti: «I risultati economici tendono a essere misurati in termini "reali" (corretti per l'inflazione), mentre i mercati azionari tendono a riflettere la crescita nominale delle vendite e degli utili per azione (Eps). In contrasto, con il ritmo molto

più lento dell' 1 ,2% su base annua della crescita reale del Pil, la crescita nominale del prodotto interno lordo è stata del 4, 1 % su base annua nella prima metà del 2025. Questo dato è molto più vicino all'incremento del 4,4% delle vendite nominali per azione dell'S&P 500, ma, secondo S&P Global, ben al di sotto dell'aumento annualizzato del 1 4% dell'Eps aggregato dell'S&P 500 nella prima metà dell'anno. DIVERSI INTERROGATIVI Quanto descritto finora fa una certa im pressione anche perché apre diversi interrogativi sulla sostenibilità del tutto: quanto potrà andare avanti un simile divario di condizioni macro e operative tra poco più del 5% del Pil e il 2% degli occupati con il resto del sistema? In realtà, le probabilità di recessione restano tutto sommato non così elevate; tutto ciò cui si sta assistendo adesso (al di là dei colpi di testa trumpiani) potrebbe costituire semplicemente un ritorno al new normal dopo anni di surriscaldamento. Questa tesi sembra che sia stata sposata da James Bilson , fixed income strategist, global unconstrained fixed income di Schroders : «Continuiamo a pensare che l'economia statunitense se la stia cavando, con una crescita positiva, anche se non particolarmente forte. Riteniamo che, da questo punto in poi, sia più probabile una stabilizzazione piuttosto che un proseguimento della dinamica al ribasso: i dazi stanno influenzando la crescita, ma non la stanno facendo crollare, e i consumatori sembrano accettare con serenità i prezzi più elevati. L'incertezza, il principale "nemico delle assunzioni", sta diminuendo. Pertanto, al momento non siamo preoccupati per una potenziale recessione negli Stati Uniti». Non deve quindi stupire, come sottolinea il Team di gestione di **Pharus** , che il mercato sia finora disposto a sostenere qualsiasi espansione del capex dedicato all'Ai, anche a costo di intaccare pesantemente i flussi di cassa disponibili: «L'impressione è che molte big tech stiano cavalcando la narrativa dell'Ai con capex sempre più rilevanti e il mercato, pur senza idee chiare sui ritorni associati a questi investimenti, non sembra preoccuparsene, ma anzi vede questo trend come un fatto positivo. La storia suggerisce che i periodi in cui il rapporto capex/fatturato cresce coincidono spesso con una maggiore probabilità di aumento degli utili. Non solo. Queste fasi sono spesso accompagnate da espansione dei multipli, perché i mercati anticipano. Se gli utili futuri si preannunciano solidi, i prezzi tendono ad aggiustarsi prima che i fondamentali si manifestino pienamente. E attenzione: anche quando i mercati sembrano "cari", la storia suggerisce che ciò non è necessariamente un limite. In realtà, i cicli di capex che partono con valutazioni elevate hanno spesso mostrato ancora più probabilità di ulteriori rialzi dei multipli. Valutazioni alte, in questo senso, sono un segnale di fiducia, non di eccesso». NON C'È ALTERNATIVA... Dunque, siamo di fronte a una nuova rivoluzione post-industriale o a falsi "hope&dream"? La risposta più probabile è che siano presenti elementi di entrambi i fenomeni, ma forse non è neppure questo il punto. Il fattore cruciale è da ricercare nella convinzione che gli investitori hanno maturato in questi ultimi mesi: de facto, per usare un'altra frase ce lebre, "there is no alternative". L'Ue è troppo fratturata e strutturalmente debole per potere diventare una macchina da crescita, mentre la Cina, come vedremo, continua anch'essa a galleggiare e a perseguire i propri piani di ascesa tecnologica e di dominio di nuovi mercati dell'export. Nel frattempo, l'amministrazione Trump, con le proprie scelte di politica fiscale e commerciale, sta chiaramente cercando di limitare i consumi considerati parassitari di beni importati e di spingere l'aumento della capacità produttiva nazionale. In pratica, l'intelligenza artificiale rappresenta la maniera obbligata per espandere i margini in un ambiente di fatturati stagnanti. ...MA I BENEFICI SI SENTONO L'ottimismo recente, perciò, nasce principalmente dal fatto che la diffusione e i benefici di questa tecnologia indubbia mente stanno cominciando a farsi sentire: esempi estremamente vividi vengono riportati da Jonathan Curtis , chief

investment officer di Franklin Equity Group : «Negli ultimi anni l'attenzione si è concentrata sui "Magnifici sette", e giustamente. Ma guardiamo oltre questo piccolo gruppo di mega-cap al resto dell'S&P 500, l'S&P 493. Quanti dei loro dipendenti sono knowledge worker, cioè persone che lavorano con le informazioni, analizzano dati, scrivono email, creano presentazioni, prendono decisioni? Non sono operai che devono imparare nuove competenze da zero. Sono persone che possono essere potenziate subito dall'Ai. Una delle più grandi banche al mondo usa l'Ai per leggere documenti di prestiti commerciali in pochi secondi. Prima, ci volevano 360 mila ore all'anno di lavoro legale, l'equivalente di 1 80 persone a tempo pieno. Ora tutto ciò viene fatto da un software che non dorme mai. Le aziende farmaceutiche stanno usando l'Ai per trovare nuovi farmaci in due-tre anni invece che 1 2. Si possono solo immaginare i margini di profitto quando tagli un decennio dal ciclo di sviluppo». L'analisi di Curtis peraltro suggerisce un'eccellente modalità per ricavare indicazioni sul futuro dell'attuale forza dell'equity made in Usa: se il rally si estendesse al di fuori dei dominatori delle infrastrutture hi-tech alle aziende che dimostrano di stare già sfruttando le opportunità del nuovo mondo, allora, con ogni probabilità, l'esuberanza recente si rivelerebbe la scommessa giusta. Altrimenti ci si sveglierà in un fine anno di illusioni spezzate. Il coefficiente Hopes & Dreams, che misura la parte delle valutazioni non riconducibile alla solidità dei fondamentali, sfiora i livelli della bolla internet MICHEL SAUGNÉ cio La Financière de l'Échiquier JAMES BILSON fixed income strategist, global unconstrained fixed income Schroders

I dazi stanno influenzando la crescita, ma non la stanno facendo crollare, e i consumatori sembrano accettare con serenità i prezzi più elevati. L'incertezza, il principale "nemico delle assunzioni", sta diminuendo

Una delle più grandi banche al mondo usa l'Ai per leggere documenti di prestiti commerciali in pochi secondi. Prima, ci volevano 360 mila ore all'anno di lavoro legale, l'equivalente di 1 80 persone a tempo pieno. Ora tutto ciò viene fatto da un software che non dorme mai JONATHAN CURTIS chief investment officer Franklin Equity Group