

COVER STORY

LE ALTERNATIVE AI GIGANTI DELL'AI

Tanti titoli pronti a ripartire

Se l'interesse per la tecnologia da parte degli investitori ha solide ragioni, l'allargamento della base dei titoli che potrebbero sovraperformare l'S&P500 rivela che esistono ambiti dell'economia americana che meritano di essere presi in considerazione. E sembra che gli operatori di mercato se ne siano accorti e abbiano dato il via a una fase di rotazione e maggiore dispersione nel mercato, con un ritorno di interesse per le componenti più cicliche. È iniziata, in altre parole, una fase di diversificazione e non è escluso che avvenga in un contesto di maggiore volatilità amplificata dallo scontro bellico con l'Iran

Dopo anni di dominio incontrastato da parte dei colossi della tecnologia, era in corso, finalmente, un allargamento del numero di titoli e settori dotati di ragionevoli possibilità di sovraperformare l'S&P 500. In effetti, l'elemento più interessante di questi ultimi mesi è stato proprio il fatto che gli investitori sono tornati a ricordarsi che l'equity statunitense è il più ampio e diversificato del pianeta. Sostanzialmente, quanto abbiamo visto fino a fine feb-

braio potrebbe essere paragonato a una persona che all'improvviso si ricorda di avere una casa piena di gioielli preziosissimi, accantonati a lungo per il fatto che non erano all'ultimissima moda. Va specificato che generalmente i mercati non si muovono in base alla follia allo stato puro: l'ossessione per l'AI non nasce dal nulla e non è completamente campata per aria. Innanzitutto, fino all'ascesa dei concorrenti cinesi, sembrava un comparto dominato dall'America, con un ruolo ancillare da parte dei suoi più stretti alleati asiatici ed europei. Alla luce di una fase storica in cui l'intelaiatura del commercio internazionale viene messa in dubbio a ogni piè sospinto dall'atteggiamento conflittuale di Trump, non è del tutto illogico considerare l'intelligenza artificiale quasi un rifugio sicuro, anche se, come abbiamo visto, l'AI non si trova certo isolata dalle conseguenze di una possibile catastrofe energetica.

UNA VELOCITÀ MAI VISTA

Inoltre, è difficile trattare con sufficienza i possibili sviluppi di una tecnologia la cui adozione (non dimentichiamolo, spesso a pagamento) ha mostrato una velocità mai vista in passato. L'effetto psicologico provocato dal vedere immensi capex dispiegati come se nulla fosse, dopo una decade di turchieria,

ha posto la ciliegina finale sull'immensa torta. Il problema è che in questa maniera si è tralasciato un po' tutto il resto, cioè un sistema che continua a funzionare e a macinare utili all'interno di un'economia americana e mondiale che, nonostante tutto, continua a crescere. Ciò a prescindere dai danni che le società di software o gli studi hollywoodiani possono ricevere dalle nuove generazioni di Llm. Una, per certi versi, incredibile dicotomia fra narrativa e profitti che sarebbe sbagliato paragonare ai tardi anni '90.

A essere più simile a quell'epoca per certi versi dorata è stato, infatti, il periodo che va grosso modo dalla fine del 2013 agli ultimi giorni del 2021. In quella fase storica, più o meno l'intero complesso degli asset rischiosi beneficiò di un notevole rerating, trascinato da una serie di tecnologie avveniristiche finanziate sì dai re della rete, ma in gran parte ancora tramite la tipica filiera del venture capital. L'era post-lancio di ChatGpt, invece, può essere inquadrata come una disruption elaborata e spinta in massima parte dagli stessi giganti del digitale, pronti a giocare tutto o quasi per inseguire la prossima grande novità. Come muoversi, dunque, in un ambiente sicuramente strano e poco catalogabile?

NON C'È RECESSIONE

Appare saggio innanzitutto ribadire un elemento di cui a volte ci si dimentica per via del caos generale a livello geopolitico: non siamo in una recessione e neppure sull'orlo di essa. Il Pil Usa, così come quello globale, hanno continuato a espandersi a fronte di una contrazione piuttosto dura della manifattura. Oggi anche questo segmento sta cominciando a mostrare in America chiari segni di miglioramento, come ricorda il team di gestione di Pharus: «Il manifatturiero, dopo una delle contrazioni più lunghe degli ultimi decenni, è tornato sopra la soglia di espansione. I nuovi ordini sono aumentati di quasi il 20%, un balzo storicamente registrato in meno del 5% dei casi, fornendo un segnale molto forte rispetto alle "false partenze" che abbiamo sperimentato negli ultimi anni. A parte le recessioni consecutive dei primi anni '80, non abbiamo mai visto il settore manifatturiero bloccato in contrazione per così tanto tempo come ai giorni nostri».

Date queste premesse, non deve sorprendere quanto elaborato ancora da **Pharus** per spiegare l'andamento piatto dei benchmark Usa negli ultimi mesi: «Ciò che rende questa fase affascinante è che non assomiglia

per nulla a una crisi. Nelle vere crisi le correlazioni esplodono, tutto scende insieme, la dispersione si riduce perché il rischio viene venduto in blocco. Qui accade il contrario: le correlazioni sono basse, la dispersione è alta, il capitale si muove in modo selettivo. È tipico delle fasi di transizione, non delle fasi di collasso».

NESSUN BEAR MARKET

Il 2026, dunque, si è aperto all'insegna della dispersione e della rotazione non di un bear market generalizzato: per il momento neppure i droni su Dubai sembrano avere scalfito tutto ciò. Peraltro, va detto che è abbastanza umano dimenticarsene per il fatto che il passaggio di testimone sta avvenendo con modalità pochissimo lineari e con contraddizioni abbastanza evidenti: scappare da giganti del SaaS con margini eccellenti a causa dell'AI, mentre contemporaneamente si comincia a mostrare nervosismo verso gli hyperscaler, non comunica una sensazione di lucidità. In particolare modo, se continua a essere riposta una fiducia quasi senza limiti nei semiconduttori, massimi beneficiari della filiera dei data center, con previsioni di crescita che implicano spese ancora più aggressive rispetto a quanto traspare dalle guidance delle "Magnifiche 7".

Volatilità e incertezza, dunque, con ogni probabilità continueranno a essere i leit motiv di un azionario la cui gigantesca base di investitori sta solo ora iniziando a tornare ai principi basilari della diversificazione. Grande lucidità mostra su questo punto **Aldo Martinale**, senior portfolio manager di **Symphonia Sgr**: «Dopo la recente rotazione dalla tecnologia verso la componente più ciclica, il mercato si presenta più equilibrato rispetto a qualche mese fa. È probabile che il 2026 sia un anno decisamente più volatile, non soltanto nell'andamento del mercato nel suo insieme, ma anche nell'alternanza di performance dei vari settori che lo compongono. La crescente selettività che caratterizzerà le scelte di investimento nell'ambito della tecnologia e la probabile evoluzione non così lineare dell'economia e, di conseguenza, della politica monetaria della Fed determineranno repentini cambi di direzione sul mercato e, al suo interno sui singoli comparti. Come abbiamo già osservato in questa prima fase dell'anno, è probabile che assisteremo a una notevole dispersione delle performance, ma con frequenti cambiamenti nelle preferenze degli investitori».



ALDO MARTINALE
senior portfolio manager
Symphonia Sgr



È probabile che il 2026 sia un anno decisamente più volatile, non soltanto nell'andamento del mercato nel suo insieme, ma anche nell'alternanza di performance dei vari settori che lo compongono



TRUMP GIANO

Da questo punto di vista neppure lo spettro stagflativo, purché rimanga nei limiti dell'accettabile, sfascerebbe completamente il processo in corso. Visti gli orrori attuali, l'affermazione può apparire forte, ma trova la sua giustificazione in un semplice assunto: l'amministrazione Trump, nonostante colpi di testa belluini, rimane decisamente pro-business sul piano domestico, mentre è impegnata in una sorta di guerra totale alla globalizzazione. In pratica, vale la pena esporre il proprio portafoglio a nomi che prosperano grazie a Washington e ad altri che invece lo fanno nonostante Washington. In quest'ultimo caso, si tratta di leader planetari che potrebbero godersi un dollaro più debole e la ripresa di

molte economie, sia emergenti, sia sviluppate, qualora si tornasse nella traiettoria delle prime otto settimane del 2026. D'altro canto, il primo gruppo risulta estremamente variegato. Complessivamente, il paniere di azioni generato dai due pilastri forma un universo investibile che è tutto tranne che uno stagno in cui è facile pescare, ma nel quale si può costruire una strategia con un certo equilibrio. Una base interessante da cui partire viene fornita da **Fares Benouari**, senior portfolio manager di **Union Bancaire Privée**: «Riteniamo che, dopo oltre tre anni di sovraperformance del segmento It, il posizionamento degli investitori verso i settori più tradizionali sia limitato. Privilegiamo le società che operano nei consumi, grazie all'inflazione controllata e a un mercato del lavoro solido, i beni industriali (conglomerati diversificati, attrezzature minerarie, macchinari e automazione) e la sanità, che mostra maggiore visibilità riguardo ai dazi e alla regolamentazione Mfn».

LA CUCCAGNA AI

Nell'alveo più squisitamente difensivo all'interno delle suggestioni proposte da Benouari rientrano non poche società arricchite dalla cuccagna Ai, ma meno sexy rispetto al rutilante complesso dei chip: oltre a parecchi segmenti industriali, la buona e vecchia elettricità è tornata prepotentemente ad avere un'importanza enorme. Diretto al riguardo è il commento di **Wolf von Rotberg**, equity strategist di **J. Safra Sarasin**: «Preferiamo i settori difensivi che beneficiano dello sviluppo dell'intelligenza artificiale, ma non sono esposti ai rischi di disruption derivanti dall'AI, come quello delle utility. Il settore rimane ben posizionato per trarre vantaggio dall'aumento della domanda di energia elettrica negli Stati Uniti, è scambiato a valutazioni interessanti e offre una copertura nel caso in cui i consumi statunitensi dovessero rallentare nel 2026». Nonostante la sensibilità a tassi di interesse elevati, questo comparto mostra comunque una buona capacità di imporre ai propri clienti eventuali costi delle materie prime energetiche più sostenuti. Anche la cura della salute, presenta punti di forza strutturali (piuttosto che ciclici) che vengono elencati sempre da von Rotberg: «Riteniamo, inoltre, che l'healthcare possa trarre maggiori benefici dall'intelligenza artificiale rispetto ad altri settori. La maggior parte delle aziende lungo l'intera filiera sanitaria è relativamente ad alta intensità di capitale e altamente specializzata. Di conseguenza, sono più propense a utilizza-



re l'intelligenza artificiale per migliorare i propri prodotti, piuttosto che essere sostituite dalla tecnologia. Ciò è evidente nello sviluppo di farmaci, nella medtech, nella diagnostica e nei fornitori di servizi sanitari».

GLI AMERICANI SI STUFANO

Il gigantesco complesso sanitario rappresenta inoltre una spia dei voleri di un presidente che da una parte si sta ostinando a continuare la guerra dei dazi (oltre che iniziare guerre vere e proprie), di cui sempre più americani (non necessariamente liberal, basti pensare al recente scontro frontale con la Corte Suprema) si stanno stufando, ma che dall'altra sta indubbiamente cercando di costruire un ambiente favorevole per i settori considerati cruciali. Il complesso dell'healthcare è uno di questi con prospettive, per **Tobias Rommel**, senior portfolio manager equity di **Dws**, attualmente interessantissime: «Il comparto sanitario statunitense appare ben posizionato per potenziali sorprese positive. Le incertezze di natura regolamentare si sono attenuate, i volumi delle procedure e le pipeline farmaceutiche mostrano segnali di miglioramento, mentre gli ordini nel segmento life science tools stanno normalizzandosi anche grazie ai processi di reshoring. Il settore tratta, inoltre, a sconto in termini di valutazione. In par-

ticolare, le grandi capitalizzazioni farmaceutiche e le società attive negli strumenti per le scienze della vita (biotecnologie- n.d.r.) offrono una buona visibilità sugli utili».

Pertanto, una declinazione interessante rispetto a quanto enunciato negli ultimi paragrafi viene fornita da **Altat Kassam**, Europe head of investment strategy&research di **State Street Investment Management**: «I segmenti legati all'ampliamento della crescita degli utili, piuttosto che a una crescita trainata dalla narrativa, appaiono i meglio posizionati. Industria, sanità e utility, così come altre società focalizzate sul mercato domestico, sono destinate a beneficiare della persistente solidità dell'attività economica statunitense. Le piccole e medie capitalizzazioni Usa sono particolarmente interessanti, poiché il momentum degli utili è in miglioramento, mentre le valutazioni restano al di sotto delle medie di lungo periodo e creano spazio per sorprese positive». Le small e mid cap, peraltro, hanno anche il pregio di essere più focalizzate sul mercato domestico e si caratterizzano, quindi, per un minore beta rispetto a quanto sta succedendo. Non è un caso che il Russell 2000 sia emerso come il migliore benchmark al mondo nella drammatica giornata di lunedì 2 marzo.

Un'ulteriore analisi sul tema della diversificazione viene elaborata da **Sandeep Rao**, senior researcher di **Leverage Shares**, che non sorprendentemente si focalizza sulle prospettive dorate dei contractor militari «Due segmenti dei mercati oggi appaiono sorprendentemente poco presenti nei portafogli: la difesa e l'aerospazio da una parte e le banche regionali della cosiddetta Sunbelt (le aree economicamente più dinamiche del Sud degli Usa) dall'altra. La rapida implementazione del Jadc2, un'iniziativa volta a connettere i sensori e i sistemi d'arma di tutti i corpi dell'esercito americano in un singolo network unificato, e l'aumento delle spese da parte degli alleati Nato hanno migliorato l'outlook di alcuni grandi contractor della difesa statunitensi. Un budget militare pari a 895 miliardi di dollari, la cui allocazione peraltro si prevede crescere nell'ambito del software e dei servizi It a un ritmo doppio rispetto all'hardware, fornisce un'interessante spinta ai protagonisti di questo mercato».

Ma anche i mutati stili di vita, secondo Sandep Rao, potrebbero portare non pochi cambiamenti nei listini: «Contemporaneamente il processo di spostamento della popolazione e dei quartier generali aziendali al di fuori degli stati e delle città tradizionalmente più popolosi, verso destinazioni caratterizzate da una minore tassazione, ha spinto al rialzo la domanda locale di mutui, sia in ambito commerciale, sia residenziale. Ovviamente ciò sta favorendo in maniera chiara gli istituti di credito regionali. La Sunbelt presenta, nel segmento commerciale, tassi di sfritto che sono meno della metà della media nazionale (posizionata intorno al 22%). Simili caratteristiche limitano le probabilità di detenere crediti deteriorati mentre ampliano quelle di sorprese positive».

UN TRADE REPUBBLICANO

Produzione e distribuzione di prodotti energetici, banche del Sud, armi, industrie, healthcare... il tutto sia in versione grandi aziende, sia in quella small e mid cap. Quale è il trait d'union di questo insieme, ammesso che ce ne sia uno? Il fatto che si tratta di un mix che tipicamente sale alla ribalta con inquilini della Casa bianca repubblicani. Mutatis mutandis (neanche più di tanto) un simile portafoglio sarebbe perfettamente riconoscibile e apprezzabile da gestori dell'era Bush Jr e persino di quella Reagan. In alcuni casi si può declinare tale approccio in una maniera più ciclica attraverso, appunto, le banche locali, in

altri casi, invece, con un atteggiamento più difensivo con però sempre una coerenza di fondo rispetto allo zeitgeist (spirito del tempo) attuale. Una strategia che si presta perfettamente a sfruttare tendenze di lungo periodo radicate in una certa America, un complesso imprenditoriale peraltro dotato di incredibile dinamismo.

I FUTURI CONQUISTADORES

All'estremo opposto scegliere i campioni di quella parte di Stati Uniti che guarda, con l'intenzione di rimanerne il leader, al resto del mondo è forse un processo meno lineare. Qui non si tratta tanto di fare stock picking all'interno di nicchie innalzate al ruolo di vincitori da parte di una narrativa spinta ai limiti dell'ossessione, quanto di individuare chi è in grado davvero di cavalcare il processo di distruzione creativa in corso. In questo senso ciò che ha scritto **Rahul Bhushan**, global head of investment products di **Ark Invest Europe**, ricorda quale potrebbe essere la vera rivoluzione tecnologica in divenire: «Validi candidati sono da ricercare fra i beneficiari dell'aumento di produttività generato dall'intelligenza artificiale al di fuori delle mega-cap tecnologiche. Il discorso si applica, in particolare, a quelle aree in cui tale tecnologia sta già cambiando le caratteristiche economiche di ogni unità prodotta, invece che limitarsi ad aggiungere delle funzioni. Un esempio è da ricercare nelle società dotate di dati proprietari e una chiara struttura per utilizzarli con dati che alimentano i modelli che a loro volta migliorano i prodotti che vanno a chiudere il cerchio generando ulteriori dati. Un altro segmento importante è i servizi che si basano su automazione e applicativi software e in cui la disponibilità di lavoro è limitata. Aggiungiamo poi alcuni nomi selezionati nell'industria e nella logistica per i quali il tema non è la grancassa generata dall'Ai, bensì i miglioramenti misurabili a livello di efficienza produttiva».

UN INSIEME DI ELETTI

È chiaro che gruppi che si muovono con questa logica non sono eccessivamente disposti a vedere i propri modelli di business compromessi da frizioni geopolitiche e altri fattori di scarsa razionalità. È altrettanto evidente che si tratta di un insieme di eletti di non facilissima individuazione, la cui valutazione in parte sfugge alle pratiche del passato. Ancora Bhushan continua: «Si tratta di nicchie che potrebbero offrire sorprese in



SANDEEP RAO
senior researcher
Leverage Shares



Due segmenti dei mercati oggi appaiono sorprendentemente poco presenti nei portafogli: la difesa e l'aerospazio da una parte e le banche regionali della cosiddetta Sunbelt (...) dall'altra



quanto vengono tuttora analizzate con un approccio ancorato a modelli di produttività che risalgono alla rivoluzione industriale. Se l'Ai comprime i tempi del ciclo, riducendo quindi la necessità di aumentare il personale, mentre viene velocizzata la creazione di nuovi business, allora il potenziale di utile di tali gruppi può aumentare più rapidamente rispetto a quanto prevede il consensus. In questo ambito evoluzioni inattese tendono a manifestarsi prima a livello di margini e leva operativa e solo successivamente nelle guidance».

Prepariamoci, dunque, nel prossimo futuro a sorprese pazzesche a livello di risultati e, come visto in apertura, a violente rotazioni in un mondo che semplicemente cerca di comprendere in quale realtà stiamo vivendo.