

Utili record, titoli in rosso: il mercato del dubbio su AI e Fed

LINK: <https://euroborsa.it/Utili-record--titoli-in-rosso--il-mercato-del-dubbio-su-AI-e-Fed.aspx>

Vorrei aprire con un'immagine, perché descrive lo stato del mercato meglio di qualsiasi numero. È un'immagine di Spencer Jakab, giornalista finanziario del Wall Street Journal e tra i più seguiti di Wall Street, che ho trovato perfetta: in questo momento il mercato azionario assomiglia a un'anatra. In superficie scivola sull'acqua calma, cambiando direzione ogni tanto, serena. Sotto il pelo dell'acqua, però, le zampe remano furiosamente per stare dietro alle correnti che cambiano di continuo. Ecco: il mercato americano di questi giorni è esattamente quell'anatra. In superficie l'S&P 500 è a un passo dai suoi record e il VIX, il così detto indice della paura, resta intorno ai 20, sotto la sua media di lungo periodo. Sembra tutto tranquillo. Ma sotto la superficie, dentro l'indice, gli investitori stanno remando come forsennati. E capire cosa si muove sotto quella calma apparente è la chiave di lettura di tutta la settimana. Da inizio anno ci sono state 52 sedute in cui l'S&P 500 ha chiuso in una direzione mentre la maggior parte dei titoli che lo compongono andava nella direzione

opposta. Cinquantadue. È un numero che eguaglia già il tumultuoso 2000, l'anno della bolla internet, e siamo solo a luglio. In pratica la calma dell'indice maschera un disagio diffuso sotto la superficie. C'è poi un secondo indicatore che conferma la stessa cosa: mentre il VIX è basso, il suo cugino VIXEQ - che misura la volatilità attesa sui singoli titoli è sopra 50, ovvero un livello raggiunto solo in fasi di mercato come il Liberation Day oppure il Covid. Tradotto: gli investitori non stanno comprando protezione contro un crollo generalizzato, ma stanno comprando protezione su titoli specifici, quasi tutti legati al tema dell'intelligenza artificiale. Non è la paura di un terremoto. È la paura che alcune stelle del rally possano cadere. Il motore di tutto questo, questa settimana, sono state le trimestrali dei giganti tecnologici, e qui è successo qualcosa che racconta molto del momento. Mercoledì hanno riportato Alphabet, la casa madre di Google, e Tesla. Guardate i numeri: Alphabet ha battuto le attese sia sui ricavi sia sugli utili, con il

cloud in crescita dell'82% anno su anno. Numeri, o g g e t t i v a m e n t e , straordinari. Eppure il titolo è crollato di oltre il 7%. Tesla, dal canto suo, ha perso quasi il 14%. Perché queste reazioni? Non per i ricavi, che sono cresciuti. Ma per la spesa. Alphabet ha alzato le previsioni di investimenti in conto capitale a una forbice tra 195 e 205 miliardi di dollari, e per la prima volta nella sua storia il flusso di cassa è diventato negativo. Gli investitori si sono spaventati non da un fallimento o da un deterioramento del business, ma hanno iniziato a chiedersi se questa enorme spesa per l'intelligenza artificiale genererà davvero i ritorni che giustificano prezzi così alti. È lo stesso copione che abbiamo commentato le scorse settimane con TSMC e ASML, ma qui c'è un elemento nuovo che vale la pena isolare, perché è il vero cuore del dibattito di mercato. Il capex, cioè la spesa per investimenti, è diventato un'arma a doppio taglio nella percezione degli investitori. Da un lato è la benzina del rally: la spesa di un'azienda è il fatturato di un'altra, e gli oltre 700

miliardi di dollari che i colossi investiranno quest'anno in data center diventano ricavi per chi produce chip, turbine, sistemi di raffreddamento, energia. Non a caso, mentre Alphabet crollava, i titoli dell'infrastruttura elettrica per l'AI salivano. Dall'altro lato, però, quando quella spesa fa sparire il flusso di cassa, il mercato inizia a chiedersi: e se il ritorno non arrivasse? È la paura, riemersa questa settimana con il lancio di un potente modello open source cinese, di una nuova "DeepSeek" - cioè che qualcuno possa ottenere gli stessi risultati spendendo molto meno, rendendo vani questi investimenti colossali. Non è una domanda con risposta, oggi. Ma è la domanda delle domande che muove i prezzi. E qui arriva la seconda gamba della settimana, quella che complica tutto: la geopolitica è tornata, e con essa il petrolio. Il cessate il fuoco tra Stati Uniti e Iran è definitivamente saltato. I combattimenti sono ripresi, gli Houthis hanno colpito petroliere saudite nel Mar Rosso, Trump ha minacciato un'escalation militare senza precedenti, e il Brent è tornato a spingere con forza, arrivando in alcune sedute sopra i 100 dollari al barile prima di rientrare parzialmente sulle speranze

di una tregua diplomatica. Questo ha un effetto diretto che dobbiamo spiegare con chiarezza, perché lega insieme tutti i pezzi: il petrolio che sale spinge in alto l'inflazione attesa, l'inflazione attesa spinge in alto i rendimenti obbligazionari, e il rendimento del Treasury decennale è risalito verso il 4,70%, in alcune sedute oltre, avvicinandosi ai livelli più alti da inizio 2025. C'è un dato che ho trovato illuminante nel materiale di questa settimana: da febbraio, la correlazione tra il prezzo del petrolio e il rendimento del decennale americano viaggia tra 0,70 e 0,75. Non è una coincidenza. Significa che il recente rialzo dei tassi non racconta la storia di un'economia più forte o di un nuovo allarme sui conti pubblici: racconta soprattutto un premio per l'inflazione da petrolio. In parole semplici, il mercato obbligazionario in questo momento sta prezzando il prezzo di un barile, non lo stato di salute dell'economia. Questo intreccio mette la Federal Reserve in una posizione scomodissima proprio alla vigilia della riunione del 28 e 29 luglio. Il dato sull'inflazione di giugno era stato incoraggiante, ma quel sollievo, arrivato con il consueto ritardo statistico, fotografa un petrolio molto

più basso di quello di oggi. Il mercato dei futures sui tassi è arrivato a prezzare una probabilità intorno al 35% di un rialzo già a questa riunione, con settembre visto ancora più probabile. Non era uno scenario contemplato fino a poche settimane fa. Il consenso resta per tassi fermi, ma il solo fatto che si torni a parlare di rialzo, dopo un anno in cui si discuteva di tagli, dice quanto il quadro sia cambiato. Detto tutto questo, e qui devo fare l'esercizio di equilibrio che è il cuore del nostro mestiere, sarebbe un grave errore leggere la settimana in chiave solo negativa. Perché sotto la superficie non c'è solo debolezza: c'è anche una rotazione ordinata e, a suo modo, sana. Mentre la tecnologia e i titoli momentum correggono, l'indice dei semiconduttori è sceso di oltre il 20% dai massimi di giugno, i capitali non stanno uscendo dal mercato. Si stanno spostando. Le banche hanno riportato utili record. La sanità è finalmente uscita da anni di letargo, con il biotech ai massimi trainato da un'ondata di fusioni e acquisizioni. Gli industriali, e le ferrovie in particolare, stanno pubblicando risultati molto solidi, un segnale che l'economia reale, quella dei trasporti e delle merci,

continua a funzionare. E l'energia, che avevamo motivo di considerare una copertura naturale contro l'escalation geopolitica, sta facendo esattamente il suo mestiere. Non è un caso che l'indice Equal Weight, quello in cui tutte le aziende pesano uguale, stia reggendo molto meglio dell'indice tradizionale dominato dai giganti tech. Il mercato si sta allargando, non restringendo. E un mercato che si allarga è strutturalmente più robusto di uno trainato da sette soli titoli. Cosa portiamo a casa, allora, in termini operativi? Primo: non farsi ingannare dalla calma dell'indice. L'ampiezza negativa ci dice che il rischio, questa volta, non è tanto un crollo improvviso quanto una rotazione violenta tra settori, e un portafoglio troppo concentrato sui vincitori dell'AI è esposto proprio a questo. Secondo: rispettare la rotazione in atto verso finanziari, sanità, industriali di qualità ed energia, che non è una moda ma il riflesso di dove stanno andando davvero utili e flussi di cassa. Terzo, sul fronte obbligazionario, una riflessione che il materiale di questa settimana pone bene: se il petrolio seguirà lo scenario più probabile, quello di una discesa nei prossimi diciotto mesi, come suggeriscono le curve a termine, allora il

premio inflazionistico sui rendimenti si ridurrà, e comprare duration oggi, con il decennale americano sopra il 4,70%, e quello italiano sopra il 4%, potrebbe rivelarsi molto interessante.