

Scritto il 2 ottobre 2025

PANORAMICA DEL MERCATO OTTOBRE 2025

Di Dominique Marchese, Responsabile Azioni e Gestore Fondi

GLI OCCHIALI ROSA DEGLI INVESTITORI

Settembre, un mese favorevole al ritorno della volatilità, è sempre stato temuto dagli investitori. Il mese appena concluso ha rappresentato un'eccezione alla regola: gli indici azionari hanno infranto nuovi record, trainati da Wall Street, raggiungendo livelli di valutazione storicamente elevati. Di fronte al rallentamento del mercato del lavoro, la banca centrale statunitense (Fed) ha ripreso il suo ciclo di abbassamento dei tassi di riferimento. Gli investitori fanno riferimento allo scenario "Riccioli d'oro" per descrivere il contesto favorevole per gli asset finanziari: tassi di interesse in calo, un rallentamento ordinato dell'economia statunitense (bassa probabilità di recessione) e una crescita degli utili guidata dall'intelligenza artificiale (IA). Ciliegina sulla torta: la crisi del 2022 è un lontano ricordo: i prezzi dell'energia sono in calo (eccesso di offerta di petrolio, abbondanza di gas naturale, calo dei prezzi all'ingrosso dell'elettricità in Europa), contribuendo al proseguimento della disinflazione globale.

GLI INVESTITORI NON VOGLIONO LASCIARE LA SALA DA BALLO

Il filo conduttore nella comunità degli investitori è: "I mercati sono costosi, ma nessuno vende, quindi perché dovrei lasciare la sala da ballo per primo e abbandonare il buffet?". Si tratta di una cecità collettiva, alimentata da strategie di investimento passive e fondi indicizzati che eludono le domande sulla valutazione degli asset finanziari? I principali indici azionari, soprattutto quelli americani, sono effettivamente diventati costosi (il principale indice globale è valutato a oltre 21 volte gli utili attesi nel 2025, Wall Street a 25 volte, il principale indice dei titoli tecnologici a oltre 30 volte), persino compiacenti, spinti dai leader tecnologici e dalla mania per l'intelligenza artificiale. I premi di rischio appaiono ormai irrisori al di fuori dei mercati europei ed emergenti, non riflettendo più alcun rischio di recessione nonostante il caos causato dalla Casa Bianca dall'inizio dell'anno (guerra commerciale, politica sull'immigrazione, recente chiusura di diverse agenzie federali, ecc.), che tuttavia ha un impatto reale sulla fiducia degli agenti economici e sulla crescita dell'attività americana (rallentamento del mercato del lavoro e dei consumi, atteggiamento attendista delle aziende al di fuori dell'informatica, ecc.). **Tuttavia, la situazione generale non è affatto catastrofica: la crescita economica globale rimane ancorata alla sua velocità di crociera di circa il 3% annuo in volume**, - la più recente previsione dell'OCSE per il 2026 è del +2,9% (nonostante il tasso di crescita americano si sia dimezzato dal 2024). Certamente, l'effetto completo dei dazi doganali non si è ancora realmente fatto sentire sul commercio globale e sul comportamento dei consumatori americani (fenomeno di eccesso di scorte prima dell'attuazione delle misure annunciate), e alcuni legittimi segnali di preoccupazione riguardano l'occupazione negli Stati Uniti (logica conseguenza dell'attrito dei flussi migratori sul numero di nuovi posti di

lavoro creati). L'elevata correlazione tra la spesa per consumi delle famiglie americane e l'effetto ricchezza indotto dalla notevole performance delle attività finanziarie (indici di borsa a livelli record, mania per le criptovalute, ecc.) è un ulteriore fattore che indebolisce le prospettive di consumo in caso di improvvisa correzione del mercato, mentre il tasso di risparmio delle famiglie è molto basso. Inoltre, l'intensa pressione politica della Casa Bianca sulla Fed (tentativo di prendere il controllo del Consiglio dei governatori, ferma volontà di monetizzare il debito federale), che dovrebbe ricordarci il consolidato legame storico tra l'indipendenza delle banche centrali dal potere politico e la stabilità monetaria, non è a priori tale da rassicurare gli investitori in dollari. Tuttavia, i mercati preferiscono di gran lunga continuare a mettere da parte gli elementi preoccupanti, come dimostra la volatilità molto bassa e, a dir poco, preoccupante dei prezzi delle attività finanziarie, decisamente fuori linea con l'elevato grado di incertezza. Notiamo tuttavia uno dei rari segnali che denotano un po' di apprensione: l'oro, che sta battendo nuovi record...

I premi al rischio (al di fuori degli indici europei e dei mercati emergenti) e la volatilità sono quindi prossimi ai minimi storici, anche nel segmento delle obbligazioni societarie (spread di tasso con i titoli di Stato). Dobbiamo preoccuparci? La domanda è legittima, perché dobbiamo riconoscere che il discorso prevalente, che consiste nel razionalizzare questo periodo di eccessi, si riduce a questa frase spesso sentita nei periodi precedenti le crisi dei mercati azionari: "questa volta è diverso"! Ma mentre la valutazione di mercato delle attività finanziarie è decisiva per stimare il loro rendimento a lungo termine, non è in alcun modo, di per sé, una spiegazione della performance a breve termine. In

altre parole, i mercati sono altamente valutati oggi, ma potrebbero rimanere tali nel prossimo futuro senza alcun catalizzatore che metta in discussione lo scenario di base degli investitori.

Prima di passare agli argomenti che seguiremo più da vicino, vogliamo menzionare un recente studio di McKinsey sugli utili aziendali globali, che, in media nel periodo 2020-2024 e al netto dell'inflazione,

sono superiori del 50% rispetto al livello medio del periodo 2005-2009. Inoltre, la quota di questi utili sul prodotto interno lordo (PIL) globale è rimasta stabile tra questi due periodi all'1,1%, dopo un calo allo 0,5% appena prima della pandemia. In altre parole, non è corretto affermare che i mercati azionari siano completamente scollegati dalla realtà. Negli ultimi vent'anni, gli utili hanno accompagnato la crescita globale.

LE DUE CONDIZIONI PER GIUSTIFICARE L'ASCESA DEI MERCATI

Il presidente della Federal Reserve, Jerome Powell, ha descritto il mercato azionario come " *piuttosto quotato* ". Questa dichiarazione del 23 settembre non ha avuto molto effetto sull'umore allegro degli investitori. Ricordiamo di sfuggita che l'evocazione dell'irrazionale esuberanza dei mercati nel 1996 da parte di Alan Greenspan, presidente della Fed dal 1987 al 2006, non ha avuto molto effetto, poiché gli indici azionari hanno continuato a crescere per quattro anni prima dello scoppio della bolla di Internet, rimasta nella memoria collettiva come il paradigma delle illusioni degli investitori intrappolati dalle mode passeggere. Siamo nella stessa situazione?

I due temi importanti si riducono in ultima analisi all'intelligenza artificiale e alle conseguenze della politica della Casa Bianca. Per quanto riguarda la scommessa di Donald Trump, l'economia statunitense ha retto piuttosto bene finora, anche se si prevede che l'attività non sarà vigorosa nella seconda metà dell'anno. In effetti, la politica migratoria e l'atteggiamento commerciale hanno chiaramente indebolito il profilo di crescita a breve termine dell'economia statunitense, con l'ulteriore vantaggio di alcune pressioni inflazionistiche (dazi doganali) ritenute temporanee (Fed). Inoltre, sembra che il deficit di bilancio federale sia destinato a rimanere permanentemente elevato, intorno al 6-7% del PIL (da qui la pressione della Casa Bianca per assumere il controllo della banca centrale); le entrate sperate e molto ipotetiche derivanti dall'aumento dei dazi doganali (al massimo qualche centinaio di miliardi di dollari) dovrebbero rimanere molto inferiori al deficit pubblico e persino al solo servizio del debito, che si prevede supererà il trilione di dollari! In realtà, Donald Trump sembra voler puntare tutto sulla reindustrializzazione del Paese e sul ciclo di investimenti generato da tagli fiscali (in particolare le nuove regole per l'ammortamento degli investimenti aziendali previste dal *One Big Beautiful Bill Act*, che potrebbero tradursi in un'aliquota effettiva di gran lunga inferiore a quella legale del 21%), deregolamentazione (servizi finanziari, energia, ecc.), incentivi alle imprese straniere a localizzare le proprie unità produttive negli Stati Uniti (se necessario minacciando dazi, ad esempio nei settori farmaceutico e dei semiconduttori), per non parlare di alcuni programmi di sostegno governativi (per circa 650 miliardi di dollari). Per il momento, la spesa per investimenti è trainata principalmente dall'intelligenza artificiale, ma l'obiettivo della Casa Bianca è quello di sostenere un ciclo di investimenti più ampio. I progetti di delocalizzazione industriale superano già i 200 miliardi di dollari; questo è senza dubbio solo l'inizio. **La scommessa di Donald Trump è ovviamente audace e, diciamo, ampiamente contestata dalla comunità degli economisti legati alle virtù del multilateralismo e del libero scambio. Solo il tempo dirà se la rivoluzione macroeconomica di Trump è un sogno irrealizzabile o l'espressione di una brillante intuizione, e se l'eccezionalismo americano è definitivamente minato.** Tuttavia, a dimostrazione degli effetti talvolta favorevoli della "strategia della pistola alla testa", vogliamo menzionare il recente accordo tra

Pfizer e l'amministrazione Trump sui prezzi dei farmaci negli Stati Uniti, che sono in media molto più alti di quelli in vigore nei principali paesi sviluppati (frutto di un'organizzazione di mercato molto complessa). L'accordo sarebbe particolarmente vantaggioso per il programma federale *Medicaid* (assicurazione sanitaria per le famiglie a basso reddito), in cambio dell'impegno delle autorità pubbliche ad accelerare le procedure di approvazione per le future nuove molecole e l'autorizzazione di nuove unità produttive farmaceutiche sul territorio americano. Per i suoi futuri nuovi farmaci, Pfizer si impegnerebbe a fissare prezzi in linea con quelli praticati nei principali paesi sviluppati, una piccola rivoluzione negli Stati Uniti. Donald Trump potrebbe riuscire dove Barack Obama ha completamente fallito, rendendo l'assistenza sanitaria accessibile al maggior numero di persone a prezzi molto più accessibili (si veda, ad esempio, la sua iniziativa *direct-to-consumer*)? È ancora presto per dirlo, dato che è la Casa Bianca a controllare i programmi federali e non il settore privato, ma si tratta sicuramente di un passo avanti da accogliere con favore.

E l'IA? Il tema ci sembra più serio per i mercati finanziari, perché da due anni alimenta ampiamente gli indici azionari. Gli investitori, infatti, stanno ora esprimendo alcune riserve sui rischi di una bolla di investimento nelle infrastrutture necessarie per l'implementazione su larga scala di questa tecnologia (oltre 400 miliardi di dollari previsti nel 2026 per i grandi *hyperscaler*, rispetto ai meno di 100 miliardi di dollari all'anno prima della pandemia). I recenti annunci di OpenAI (sviluppatore di ChatGPT), Oracle (*hyperscaler*) e Nvidia (chip dedicati all'IA) hanno inoltre alimentato dibattiti sulla circolarità degli investimenti nel settore (investimenti del leader dei semiconduttori Nvidia in un cliente, ovvero OpenAI, che in cambio acquista i chip GPU dedicati all'IA), richiamando le controverse pratiche della bolla di Internet. La questione del ritorno sull'investimento in IA (monetizzazione) è ovviamente cruciale, ma non riceverà alcuna risposta nel brevissimo termine. I programmi di investimento che aumenteranno significativamente l'intensità di capitale del settore dell'informatica – una tendenza importante iniziata con lo sviluppo del *cloud* – saranno implementati nell'arco di diversi anni. Il tema che ci sembra molto più essenziale è quello del contributo dell'IA alla produttività complessiva, in altre parole alla creazione di valore per le aziende che la adottano. A questo proposito, siamo piuttosto entusiasti dei progetti che si stanno moltiplicando, in particolare nel segmento dell'IA agentica. In origine, l'entusiasmo generale per l'IA generativa e i modelli linguistici di grandi dimensioni si basava essenzialmente sulla rivoluzione tecnologica rappresentata dall'interfaccia uomo-macchina, con l'uomo che ora ha la possibilità di comunicare nel proprio linguaggio con macchine, robot e computer senza dover necessariamente padroneggiare i tecnicismi dei linguaggi di programmazione (migliorando l'interattività). Ma è soprattutto sull'accelerazione della digitalizzazione dell'economia e sull'automazione delle attività attraverso la diffusione dell'IA nell'economia che si fondano le immense

speranze di guadagni di produttività, e quindi di miglioramenti nella crescita economica potenziale e di maggiori margini aziendali. È proprio questo il messaggio che i mercati finanziari stanno trasmettendo oggi. Da questa prospettiva, investire oggi nei mercati azionari implica

necessariamente adottare una visione di lungo termine e scommettere su dinamiche favorevoli degli utili aziendali, che restano il fattore determinante per l'andamento degli indici azionari. Questa strategia non ci sembra espressione di un'esuberanza irrazionale.

CONCLUSIONE

I mercati finanziari sembrano essere valutati come se tutte le incertezze fossero scomparse; la tecnologia basata sull'intelligenza artificiale rimane un potente motore per gli indici azionari. **Gli investitori non sono ciechi alle problematiche di breve termine (la fine del multilateralismo, le tensioni geopolitiche, le debolezze economiche, ecc.), ma hanno deciso di concentrare la loro attenzione sul lungo**

termine e di integrare nel loro pensiero le formidabili innovazioni tecnologiche che sosterranno la traiettoria degli utili aziendali nei prossimi anni. L'elevato costo degli indici, tuttavia, giustifica una maggiore diversificazione, un lavoro sulla valutazione delle attività finanziarie e un passaggio a strategie di allocazione più attive e flessibili. Inoltre, la bassa volatilità offre opportunità di copertura a prezzi ridotti.

DISCLAIMER

I contenuti sopra riportati sono stati prodotti e distribuiti da Pure Capital SA. Sono forniti esclusivamente a scopo informativo e mirano a presentare le attività di gestione di Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital"), nonché a fornire informazioni sulle sue strategie di investimento. Le informazioni o i dati (inclusi testi e foto) contenuti nel presente documento sono protetti da copyright e qualsiasi riproduzione o distribuzione a terzi, in tutto o in parte, senza la previa autorizzazione di Pure Capital è vietata.

Pure Capital si riserva il diritto di modificare o variare i dati contenuti nel presente documento in qualsiasi momento e senza preavviso.

Il presente documento non deve essere interpretato come un'offerta di acquisto/vendita di alcuno strumento finanziario, né come una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di alcuno strumento finanziario o di investimento. Tutte le informazioni qui pubblicate sono fornite esclusivamente a scopo informativo e non costituiscono consulenza in materia di investimenti. Tuttavia, non è possibile fornire alcuna garanzia circa la loro accuratezza o completezza. Queste informazioni non sono state redatte in conformità con i requisiti di legge che promuovono l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e devono pertanto essere considerate una comunicazione di marketing. Sebbene questo contenuto non sia soggetto ad alcun divieto di utilizzo prima della sua diffusione (ad esempio, per l'esecuzione di ordini), Pure Capital non intende trarne profitto.

Per ulteriori dettagli sui prodotti di investimento, i documenti ufficiali di vendita (il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, il prospetto, la relazione semestrale e la relazione annuale) sono disponibili gratuitamente su richiesta presso Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital") (tel.: +352 26 39 86) o consultando il sito web www.purecapital.eu.

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite in buona fede e non possono impegnare la responsabilità di Pure Capital.

Non vi è alcuna garanzia che gli obiettivi di investimento saranno raggiunti. Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance possono variare nel tempo. Il valore patrimoniale netto del portafoglio dipende dall'andamento del mercato. Qualsiasi fondo di investimento è pertanto soggetto alle fluttuazioni del mercato e l'investitore potrebbe recuperare solo una parte inferiore all'importo investito.

Il titolare del conto potrebbe addebitare commissioni di custodia annuali, o commissioni di deposito. Queste commissioni variano da un istituto all'altro. Per saperne di più, si prega di contattare il proprio istituto.

Il presente documento vi viene fornito a condizione che non costituisca la base primaria per alcun investimento. Qualsiasi investimento deve essere il risultato di una decisione sufficientemente informata e consapevole.