



PORTAFOGLIO

Malgrado la volatilità Wall Street è ai massimi storici. E per i gestori è ancora da comprare. Ma anche in Europa ci sono occasioni di guadagno. Ecco quali

Se non vi basta il Btp

MERCATI Nonostante la volatilità e la crisi energetica Wall Street è di nuovo ai massimi storici. E il dollaro più forte è meno penalizzante per i portafogli in euro. Alla vigilia delle trimestrali tech e con multipli ancora alti, ecco come si stanno posizionando i gestori

Usa, prendere o lasciare?

di Marco Capponi

Mentre il mondo osserva con ansia, ora dopo ora, gli sviluppi della guerra in Medio Oriente tra conferme e smentite, tregue e minacce di escalation, prezzi del petrolio alle stelle e pericolo di stagflazione, i mercati azionari procedono impertentiti per la loro strada, apparentemente disinteressati - salvo episodi più o meno frequenti di volatilità - al nuovo caos mondiale.

A trainare la corsa, come spesso accade in questi casi, sono le borse americane: S&P 500 e Nasdaq, in scia alla solita tecnologia, aggiornano di continuo i massimi storici e anche il Dow Jones tratta a livelli record. Sul perché il mercato stia di fatto snobbando la guerra si è interrogato anche il *Wall Street Journal*, che ha individuato alcune possibili cause. Due in particolare meritano attenzione: da una parte il fatto che il trading sempre più automatizzato - con lo strapotere assunto sul mercato degli Etf passivi - tende ad affidarsi ad algoritmi che inseguono il cosiddetto *momentum* delle borse (cioè il trend di crescita), «il quale si allontana dalla realtà e tende a ignorare le cattive notizie». Dall'altro lato c'è il ruolo del nuovo market mover per antonomasia: Donald Trump. Wall Street, scrive il *Wsj*, «è convinta che i mercati rappresentino un freno per Trump, il quale farà il necessario per invertire la tendenza negativa, anche a costo di ritrattare un post sui social del giorno prima».

Lo scetticismo europeo. Nonostante da inizio anno le borse Usa stiano crescendo di più rispetto agli indici europei (si veda tabella in pagina), tra gli investitori del Vecchio Continente ser-

peggia ancora un certo scetticismo verso l'azionario a stelle e strisce. Come si nota nel grafico elaborato dalla società di gestione Hanetf e pubblicato in pagina, negli ultimi cinque trimestri solo due volte la raccolta di fondi-indice azionari sul mercato Usa ha superato gli afflussi verso le borse Ue. «Storicamente dominati dagli Stati Uniti, i flussi verso gli Etf azionari stanno progressivamente riequilibrandosi a favore dell'Europa», commenta Tom Bailey, head of research di Hanetf. «Questo cambiamento è riconducibile a una combinazione di fattori macroeconomici e di mercato, tra cui l'incertezza sulle politiche economiche statunitensi, la debolezza del dollaro e la crescente percezione di sopravvalutazione dei titoli tecnologici statunitensi».

D'altronde le borse americane, dominate dalla tecnologia e dalla Magnifiche 7 - che pesano per quasi un terzo dello S&P 500 -, trattano ancora a multipli molto alti: il rapporto tra prezzo e utili attesi del principale indice Usa sfiora quota 22, quello del Nasdaq è addirittura a 25. Di contro il Ftse Mib tratta a meno di 13 volte gli utili attesi mentre lo Stoxx 600 delle società a più alta capitalizzazione nei listini europei è sopra 15.

Il fattore del dollaro. Negli outlook di mercato redatti dalle principali case di gestione alla fine del 2025 si citava in molti casi la debolezza persistente della valuta Usa come fattore di preferenza per i listini europei rispetto a quelli americani.

D'altronde, come si nota nel grafico della pagina a fianco, considerando i total return dei principali indici di mercato l'effetto del dollaro debole per gli investitori in euro è stato un distruttore di rendimento. Basti pensare che un Etf sul Nasdaq 100 ha ge-

nerato una performance di quasi il 107% in dollari, che si riduce al 93% per chi ha subito il peso del cambio sfavorevole. Una differenza di 13,6 punti percentuali.

Dall'inizio di quest'anno la traiettoria si sta però invertendo: un Etf sullo S&P 500 in euro guadagna il 5,1% (+4,7% la sua versione in dollari), uno sul Nasdaq 100 arriva al 7,3% (7% in valuta americana). Gli esperti di mercato restano tuttavia cauti su questo provvisorio apprezzamento (il cambio euro-dollaro da gennaio ha perso lo 0,5%): «Il mercato valutario sembra puntare su un deprezzamento del dollaro nel lungo periodo», segnala David Pascucci, analista di mercato del broker Xtb. Gli fa eco Carlo De Luca, head of asset management di Gamma Capital Markets: «Gli Usa a differenza dell'Europa hanno una situazione macroeconomica migliore e potrebbero anche beneficiare di una eventuale svalutazione del dollaro».

In attesa delle big tech. In tutto ciò gli occhi del mercato sono puntati sulla stagione delle trimestrali delle Magnifiche 7, inaugurata questa settimana da Tesla e che tra il 29 e il 30 aprile vedrà protagonista tutte le altre big tech, a eccezione di Nvidia che comunicherà i numeri di bilancio dopo la metà di maggio.

Gli analisti rimangono ampiamente positivi sulla crescita degli utili dei colossi tecnologici (per Nvidia è atteso addirittura un raddoppio rispetto allo scorso anno) e si aspettano apprezzamenti in borsa anche superiori al 30% - è il caso della stessa Nvidia e ancor più di Microsoft - anche se solo tre aziende (l'altra è Meta) dovrebbero far meglio, secondo il consenso, dell'indice S&P 500 nel suo complesso (+16,2% l'apprezzamento atteso

nel corso dei prossimi 12 mesi). Il nodo più difficile da sciogliere resta quello delle valutazioni: tolto il caso limite di Tesla, che tratta a oltre 200 volte gli utili attesi, tutte le Magnifiche 7 hanno un p/e atteso maggiore rispetto allo S&P 500: titoli come Apple e Amazon trattano a multipli di oltre 30.

Prendere o lasciare? Viste queste premesse, per un investitore in euro tornare a comprare Stati Uniti (o in alternativa accumularne ancora in portafoglio) può essere una valida strategia? Secondo Carlo Benetti, market specialist di Gam, «gli Usa sono il mercato che non chiede permesso: la crescita è resiliente, gli utili dinamici, hanno leadership globale in settori chiave». Tuttavia, aggiunge, «le valutazioni sono care: a questi prezzi si paga un premio America che gli investitori devono valutare con attenzione. A questi prezzi si entra nel mercato americano con disciplina e selettività».

Il consiglio vale anche per la prossima tornata di trimestrali tech: «La cosa più importante delle trimestrali sarà vedere se la narrativa sull'intelligenza artificiale regge anche nei numeri e, laddove regga, se il mercato potrà tollerare queste valutazioni tirate. Se i numeri dovessero invece deludere, la correzione potrebbe essere brusca», aggiunge Benetti.

C'è tecnologia e tecnologia. Un altro aspetto interessante, secondo gli esperti di mercato, è che agli attuali livelli di valutazione può essere complesso - e controproducente - trattare la tecnologia Usa come un blocco monolitico in portafoglio. Per De Luca di Gamma Capital «l'errore è concepire la tecnologia come un unico grande settore». Il money manager ricorre a un esempio: i software-as-a-service (saas), cioè le aziende che producono software via cloud, da inizio anno



stanno perdendo il 30% «sull'erata, secondo il nostro parere, percezione che l'intelligenza artificiale andrà a sostituire molte aziende del settore, le quali pertanto hanno raggiunto multipli bassissimi nonostante la tenuta degli utili». Secondo De Luca, «vale la pena inserire il saas in portafoglio in questo momento perché ci consente di difendere meglio l'investimento rispetto ad altri titoli value come quelli farmaceutici».

Il nodo energetico. Le borse statunitensi, al pari di quelle europee, non sono ovviamente immuni alla crisi energetica in atto. Ration per cui le prossime trimestrali, prosegue De Luca, «saranno importantissime per capire se gli utili verranno intaccati, e di quanto», dall'impennata dei prezzi del greggio (i futures sul petrolio americano Wti trattano attualmente intorno a 95 dollari al barile). «Se poi Wall Street dovesse continuare a guadagnare, potrebbe trascinare anche le borse europee, dove molto del valore a sconto è già stato recuperato lo scorso anno».

Mentre per David Pascucci l'aumento dei prezzi del petrolio potrebbe avere risvolti anche sulla tenuta dei titoli tecnologici. «Il settore dell'intelligenza artificiale è energivoro, pertanto questo aumento dei costi si potrà riflettere negativamente anche sulle performance del settore», sottolinea. «Per il momento non abbiamo avvisaglie di debolezza se non alcuni dubbi dal punto di vista tecnico su alcuni titoli, mentre sul fronte dei fondamentali il settore risulta brillante con performance veramente considerevoli da parte di tutti gli attori principali del mercato». Nonostante ciò l'esperto ricorda che «aumentare l'esposizione alla tecnologia Usa in questo momento potrebbe essere relativamente pericoloso».

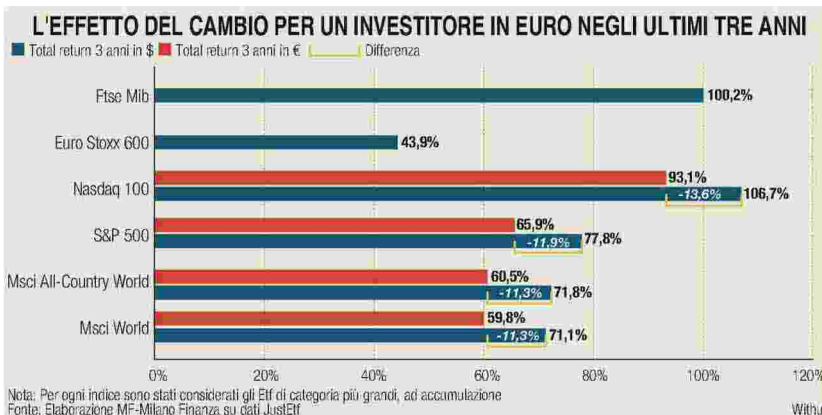
Come gestire la volatilità. Un ulteriore fattore di incertezza per decidere come apprezzare il mercato di Wall Street riguarda

la volatilità, con il Vix - che la misura sull'indice S&P 500 - che tratta attualmente intorno a 19 punti dopo aver toccato a inizio marzo un picco sopra quota 30. I valori attuali indicano una relativa tranquillità del mercato, anche se la soglia che separa borse stabili da borse irrequiete (anche se non caotiche) è fissata convenzionalmente a 20 punti.

Secondo Pascucci, la volatilità potrebbe anche aumentare nelle prossime settimane, ma per un fattore più psicologico che siste-

mico. «Il periodo delle trimestrali offre di base un aumento della volatilità, già ampia in questo momento. Vedere titoli che registrano performance esorbitanti per poi essere venduti di nuovo potrebbe essere del tutto normale, così come abbiamo visto durante l'ultima tornata di bilanci, quando tutti i titoli tecnologici hanno mostrato numeri di bilancio da record ma performance borsistiche negative».

Usa o Europa. L'investitore è quindi al bivio: da una parte ci sono le prospettive di crescita del mercato Usa, che potrebbero amplificarsi ulteriormente se le trimestrali mostrassero una crescita resiliente, soprattutto nel caso delle aziende tecnologiche; dall'altra parte ci sono le valutazioni delle borse europee, di molto inferiori rispetto alle loro omologhe a stelle e strisce. «L'Europa è a sconto e, pur non avendo catalizzatori forti, offre agli investitori belle storie di successo nella competizione globale: il settore del lusso, trend di lungo periodo o l'azionario svizzero», elenca Benetti. «In termini di dividendi è preferibile l'Europa: banche, utility ed energia sostengono il flusso cedolare, mentre negli Stati Uniti il peso del tech abbassa il dividend yield». La sintesi? «Gli Stati Uniti vanno scelti per le attese di crescita, l'Europa per valutazioni e dividendi», conclude il money manager. (riproduzione riservata)



IL CONSENSO SULLE MAGNIFICHE 7 IN VISTA DELLE TRIMESTRALI

	Data trimestrale	Crescita attesa annua utili (%)	Crescita attesa annua ricavi (%)	Target price medio	Potenziale upside (%)	P/E atteso 12 mesi	Total Return 2026 (%)
Microsoft	29 aprile	16,8	16,2	580	34	25,92	-10,28
NVIDIA	20 maggio	125,6	78,4	270,6	33,6	24,13	8,58
Meta	29 aprile	9	31,2	852,4	26,3	22,76	2,30
Alphabet	29 aprile	43,8	1,5	381,2	12,3	29,01	8,48
amazon	29 aprile	29,9	13,8	285,4	11,8	33,19	10,63
Apple	30 aprile	15,7	15	301	10,2	31,98	0,58
TESLA*	22 aprile	109,6	14,8	415,6	7,3	204,38	-13,83
S&P 500		14,4	-	8.296	16,2	21,83	4,63

*Trimestrale pubblicata il 22/04/2026; Nota: dati aggiornati alla chiusura di mercoledì 22/04
 Fonte: Banca dati MF-Milano Finanza

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

139308-IT064

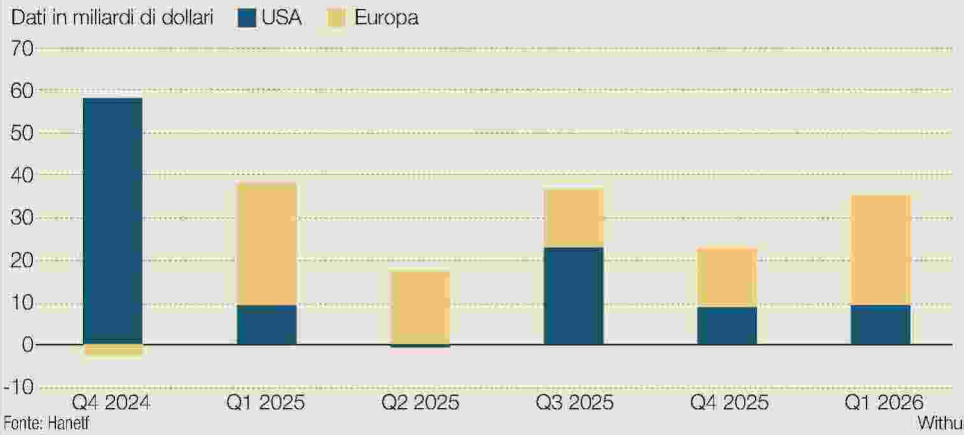
BORSE DI NUOVO AI MASSIMI STORICI: PERFORMANCE E MULTIPLI

Indice	Chiusura 22/04	Distanza da massimi storici (%)	Total return 2026 (%)	Target price a 12 mesi	Potenziale upside (%)	P/E atteso 12 mesi	Diff. % P/E ultimi cinque anni
S&P 500	7.137,9	0	4,63	8.296	16,2	21,83	-2,93
Nasdaq 100	26.937,3	0	6,88	31.145,3	15,6	25,03	-14,86
Nikkei 225	59.349,2	-0,4	19,19	64.758	8,7	23,89	16,99
Msci World	4.602,5	-1,03	4,46	5.342,9	16,1	19,98	0,76
Dow Jones	49.490	-1,39	3,46	55.667,4	12,5	21,72	4,12
Ibex	18.142,6	-1,91	5,1	19.595,7	8,8	14,06	6,68
Euro Stoxx 600	616	-2,81	4,88	694,2	13,1	15,30	7,07
ftse 100	10.498,1	-3,78	6,68	11.862,3	13,2	13,32	10,26
ftse Mib	47.903,3	-4,4	7,42	53.124,1	11,2	12,96	24,14
Cac	8.235,7	-4,47	0,44	9.500	16,5	15,33	6,83
Dax	24.270,9	-4,52	-1,21	28.391,1	17,3	15,87	10,9
Csi 300	4.768	-17,9	3,96	5.800,1	20,8	14,97	1,63
Hang Seng	26.487,5	-20,11	2,47	31.994,7	22,3	11,66	11,05

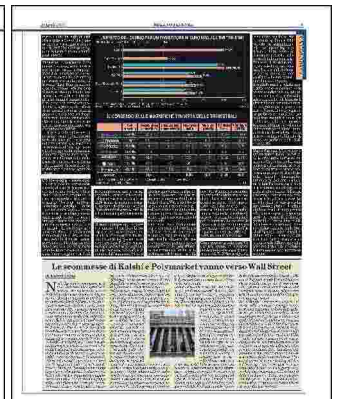
Fonte: Banca Dati MF-Milano Finanza

Withub

LA RACCOLTA DI ETF AZIONARI IN EUROPA: USA VS UE A CONFRONTO



Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.



139308-IT061