

NON IL SOLITO SETTEMBRE

Quando l'incertezza è sovrana, l'investitore cerca conforto nelle statistiche passate. Se poi fatica a capire perché le borse continuano a salire in un mondo attraversato dalla sensazione che tutto stia cambiando, i numeri sembrano l'ultimo appiglio. E allora ecco riemergere le "verità" stagionali su settembre: storicamente è il mese peggiore per lo S&P, il faro degli indici globali, con perdite medie attorno a -1,2% dal 1928. Negli ultimi anni, in quattro dei sette settembre più recenti, la performance è stata anche peggiore, circa -3,5%. Numeri poco rassicuranti che sembrano indicare la strada: vendere, o quantomeno alleggerire.

Uno sguardo più attento, però, mostra eccezioni importanti: nel 2019 e, più di recente, nel 2024, lo S&P ha chiuso settembre in positivo. Nel primo caso sullo sfondo c'erano i tagli dei tassi della Federal Reserve (FED); nel secondo, il mercato ha comunque scontato un allentamento della banca centrale, pur con dinamiche diverse rispetto al 2019. Intanto

agosto ha messo a segno un +1,9%, dopo un solido luglio (+2,1%), e una correzione era attesa, tanto più che il *rally* prosegue implacabile da maggio, all'indomani dello scivolone del *Liberation Day* di Donald Trump del 2 aprile.

La verità è che oggi l'investitore decide dentro un contesto di cambiamenti strutturali e geopolitici in piena evoluzione. Deve certo valutare i fattori che muovono i mercati nel breve, ma tenendo conto di accelerazioni nella ridefinizione della globalizzazione: poli distinti si riposizionano e da questo dipenderà il loro destino nei prossimi anni.

Partiamo dalle aziende. Nell'ultima tornata di trimestrali la dinamica degli utili per azione (EPS) si è indebolita negli Stati Uniti e a livello globale. In Europa solo una parte minoritaria, il 41%, dei settori dello Stoxx600 mostra una crescita degli EPS, mentre negli Stati Uniti e in Giappone il quadro resta più stabile, rispettivamente 82,1% e 77,3%. Ciononostante, gli indici hanno segnato nuovi massimi, con circa il 95% dei mercati sopra la media mobile a

200 giorni: un'ampiezza di mercato che sorprende rispetto al raffreddamento degli utili.

A sostenere l'anomalia c'è la liquidità, linfa primaria dei mercati. L'offerta di moneta (M2) delle quattro principali banche centrali del mondo (Stati Uniti, Eurozona, Giappone e Cina) è ai massimi storici (95'400 miliardi di dollari al 5 settembre, fonte StreetStats) e, nell'ultimo anno, l'82% delle banche centrali ha avviato o proseguito un ciclo di tagli, mentre solo il 17% li ha alzati. All'appello manca la FED, che fa i conti con occupazione e inflazione - e con le pressioni politiche che ne intaccano la credibilità. Settembre, tuttavia, offre uno scenario ideale che consente un allentamento senza apparire eccessivamente accondiscendente verso la Casa Bianca.

I dati recenti su occupazione, redditi, consumi e abitazioni indicano un raffreddamento. A Jackson Hole, il 22 agosto, Jerome Powell ha dato slancio ai mercati richiamando i rischi al ribasso per il lavoro. In quell'occasione ha anche chiarito un punto di svolta: per tagliare i tassi non serve che l'inflazione scenda sotto il 2%, basta che il processo disinflazionistico resti credibile. Sul fronte

prezzi, il *core PCE* è risalito a luglio (al 2,8% dal precedente 2,77%), ma senza mettere in discussione il *trend* di fondo. È lecito chiedersi se non si stia riconoscendo un nuovo sentiero dell'inflazione per i prossimi anni.

Sul piano settoriale, la grande liquidità ha favorito soprattutto le società legate all'intelligenza artificiale (AI). Il NYSE FANG+ Index è salito con forza (+20% da inizio anno), mentre lo S&P 500 Equal Weight avanza più lentamente (+7%): segno che la leadership resta concentrata. È in corso un super-ciclo di investimenti in AI che alcuni stimano nell'ordine di 3'000-4'000 miliardi di dollari nei prossimi anni. Non sorprende quindi che, mentre molte aziende restino caute per l'incertezza tariffaria, semiconduttori e piattaforme AI continuino a prosperare. NVIDIA, con una capitalizzazione oltre 4'000 miliardi, ha riportato ricavi in forte crescita su base annua, pur in fisiologica decelerazione rispetto ai ritmi eccezionali dei trimestri precedenti: un assestamento naturale man mano che la base dei ricavi si amplia. Le prese di profitto non dovrebbero penalizzare a lungo il titolo, ma il mercato si fa più selettivo: da questi livelli è plausibile una fase di consolidamento in

cui eventuali correzioni restino opportunità d'acquisto.

Questi sono mercati nelle mani della politica e della geopolitica: più che i fondamentali di breve, contano le svolte della Casa Bianca. Wall Street è convinta che Trump curi i propri interessi: bassa pressione fiscale interna, dazi doganali per finanziare il riequilibrio dei conti esterni e per forzare investimenti *on-shore*. Di fatto, il mondo è chiamato a contribuire al riequilibrio della bilancia dei pagamenti americana e a un *deficit* di bilancio che viaggia attorno a 1'630 miliardi di dollari (a luglio il disavanzo mensile era di 289 miliardi di dollari, +19% rispetto al 2024). Le borse, per ora, festeggiano.

Non festeggia il dollaro, che da inizio anno si è deprezzato di circa il 13% contro l'euro e il franco svizzero. Ma le azioni non se ne curano: la narrativa dominante è che il biglietto verde si deprezzi perché i tassi scenderanno in un *soft landing* in parte "gestito". L'attacco a Powell potrebbe far parte di una strategia per indebolire il dollaro e raffreddare l'economia senza precipitarla. In questo quadro pesano anche gli sforzi dell'Amministrazione per tenere a bada il petrolio.

Il mercato obbligazionario, pur vigile, per ora tollera la strategia della Casa Bianca e del segretario al Tesoro Scott Bessent. Non del tutto, però: il *Treasury* decennale è tornato attorno al 4% e il trentennale al 4,7%, segno che i *bond vigilantes* si fidano, ma con riserva. Anche l'oro riflette le preoccupazioni posizionandosi oltre 3'550 dollari l'oncia, mentre l'argento, vicino a 41 dollari l'oncia, sembra intenzionato a riavvicinare i massimi storici del 2011 (48 dollari l'oncia).

Se c'è una logica finanziaria che va oltre le intemperanze politiche, è la stessa che potrebbe sostenere i mercati anche a settembre e nel reso del 2025: liquidità abbondante e probabili tagli della FED. La tecnologia/AI resterà trainante, ma più selettiva, e non è esclusa una rotazione verso settori *value*, complice la compressione dei multipli.

Le reazioni al bullismo trumpiano, però, si intensificano dentro e fuori gli Stati Uniti: Russia, Cina e Corea del Nord si ricompattano; Nuova Delhi si avvicina tatticamente a Pechino pur mantenendo la sua autonomia. In Europa i malumori ribollono sottotraccia e potrebbero smentire le facili promesse di Bruxelles. Il Vecchio continente ha beneficiato della

riallocazione di capitali in uscita dagli USA e, con gli impegni d'investimento della Germania, resta interessante, specie se crescerà la ricerca di dividendi e se la Francia supererà l'attuale crisi politica. Amsterdam merita attenzione anche alla luce della riforma delle casse pensioni, che dovrebbe ampliare gli spazi per l'azionario (a scapito dell'obbligazionario).

Nel medio termine la corsa alla produttività passerà da AI ed energia nucleare - necessaria per alimentare la nuova infrastruttura digitale - anche come via per contenere l'inflazione. La competizione per l'egemonia (difesa e spazio) resterà centrale; andrà però monitorato quanto a lungo il mondo tollererà il bullismo trumpiano. Molto dipenderà dalla forza politica del presidente: se le sue minacce prolungheranno l'egemonia del dollaro, magari nonostante i tagli della FED, o se la frammentazione monetaria accelererà, rafforzando l'oro. *Bitcoin* e alcune *stablecoin* restano correlate all'abbondanza di liquidità e, per ora, sono interessanti.

La sfida ai dazi americani è stata raccolta dalla Cina con la tecnologia e i mercati la stanno premiando. L'India, che non intende sottomettersi ai *diktat* di

Washington né amalgamarsi alle ambizioni cinesi, è in pieno sviluppo e offre diversificazione. Settembre, quest'anno, potrebbe davvero non essere il solito settembre.