

BRIGHTSIDE CAPITAL

AIN'T NO MOUNTAIN HIGH ENOUGH



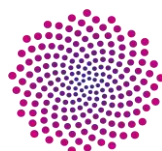
*Ain't no mountain high, ain't no valley low
Ain't no river wide enough, baby
If you need me, call me, no matter where you are
No matter how far, don't worry, baby*

*Ain't No Mountain High Enough, Marvin Gaye & Tammi Terrell
United, 1967*

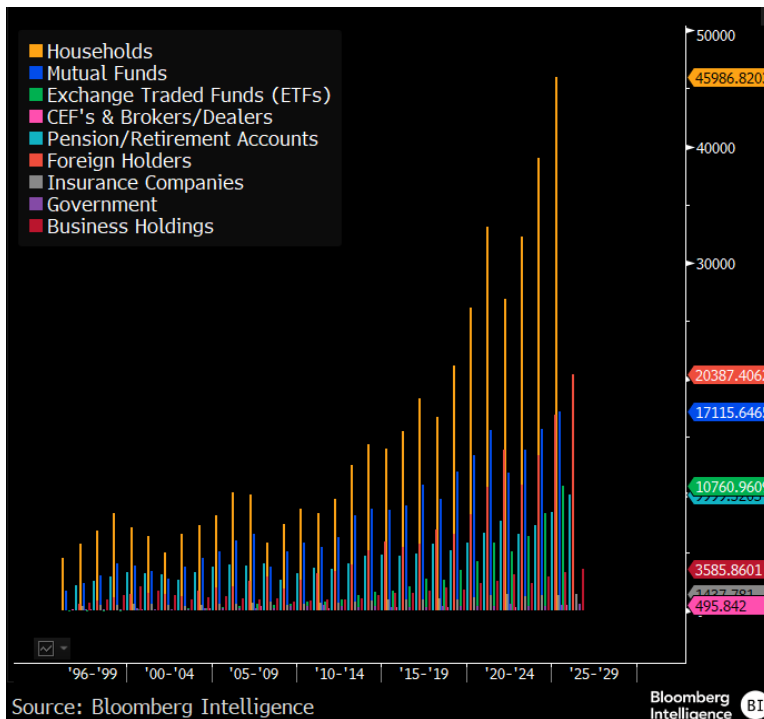
Il 7 luglio, sui terminali Bloomberg, è comparsa una nota di ricerca con una domanda che fino a poco tempo fa sarebbe suonata come una provocazione: il mercato azionario americano è diventato «too big to fail», ossia troppo grande per poter fallire?¹

A firmarla è Eric Balchunas, Senior ETF Analyst di Bloomberg Intelligence, la divisione di ricerca della società di dati finanziari. In Bloomberg dal 2000, Balchunas è una delle voci più ascoltate al mondo sugli ETF: ha scritto «The Institutional ETF Toolbox» (2016) e soprattutto «The Bogle Effect» (2022), il libro dedicato a John Bogle, il fondatore di Vanguard, e a come i fondi

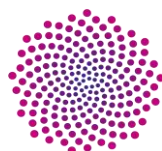
¹ Bloomberg Intelligence (Eric Balchunas), «Is the US Stock Market Too Big to Fail? Could the Fed Buy Stocks? The Case for the Next Major Crisis», 7 luglio 2026.



indicizzati a basso costo abbiano fatto risparmiare agli investitori migliaia di miliardi di commissioni; conduce il podcast «Trillions» e il programma televisivo «ETF IQ», e conta circa 550 mila follower su X. La sua nota non discute le valutazioni. Che la borsa americana sia cara lo sostengono da anni investitori ed economisti come Jeremy Grantham, Robert Shiller, Mohamed El-Erian e David Rosenberg, e prima o poi, concede lo stesso Balchunas, potrebbero avere ragione. **La domanda è un'altra: il governo americano può ancora permettersi un lungo mercato ribassista?** A quasi 70.000 miliardi di dollari, più del doppio del PIL e circa la metà della capitalizzazione azionaria mondiale, il mercato americano non è più soltanto un mercato: è diventato, di fatto, il sistema pensionistico del Paese. Il passaggio è avvenuto in silenzio, nell'arco di una generazione: le pensioni aziendali a prestazione definita ("defined benefit") hanno lasciato il posto ai piani 401(k) e ai conti previdenziali individuali, che spostano il rischio d'investimento, e con esso l'esito della pensione, sulle famiglie.

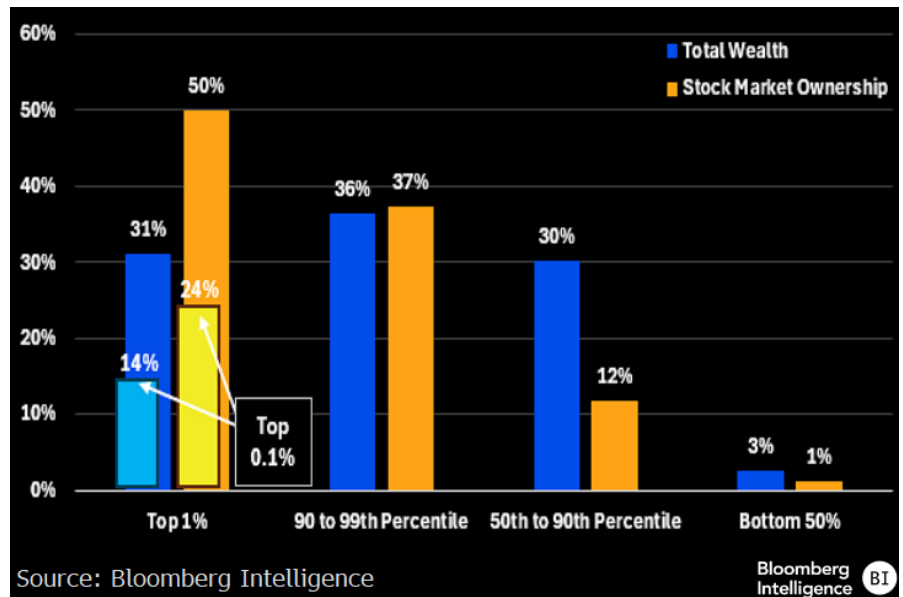


Il grafico di Bloomberg Intelligence scompone la crescita del mercato per tipologia di detentore, in miliardi di dollari: le famiglie americane detengono oggi direttamente circa 46.000 miliardi di azioni; seguono, a grande distanza, gli investitori esteri con circa 20.000 e i fondi comuni con 17.000. Nessun altro grande Paese è esposto in questa misura. Il 55% degli americani possiede azioni, direttamente o attraverso fondi: cinquant'anni fa era il 10%, e secondo Balchunas la quota potrebbe avvicinarsi all'80% entro fine decennio. Il Canada segue al 49%, l'Australia al 37%, il Regno Unito al 33%; la Svizzera è al 18%. La direzione, peraltro, è la stessa ovunque: Giappone, Corea del Sud, Singapore e Regno Unito stanno varando programmi pubblici per spingere le famiglie verso l'azionario. Con un corollario politico non banale: gli investitori sono anche elettori. Più si allarga la platea, più sale il costo politico di un mercato che scende. È il motivo per cui Balchunas assegna una «probabilità



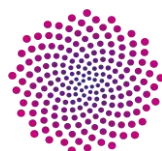
ragionevole» all'ipotesi che, di fronte a un ribasso superiore al 25%, la Federal Reserve finisca per estendere il proprio arsenale anti-crisi agli ETF azionari.

C'è infine un terzo elemento, meno citato nei dibattiti previdenziali: chi decide. L'1% più ricco degli americani possiede circa la metà del mercato azionario, pur detenendo «solo» il 31% della ricchezza totale: per i grandi patrimoni, le azioni non sono una componente del portafoglio, sono il patrimonio. E la lista dei detentori si legge



come un organigramma di Washington. Il presidente Trump è un multimiliardario; il segretario al Tesoro Scott Bessent ha costruito la propria fortuna gestendo denaro per George Soros; il presidente della Federal Reserve Kevin Warsh ha dichiarato, prima di insediarsi, ricchezza personale sopra i 100 milioni di dollari; la maggioranza dei membri del Congresso è milionaria. In un decennio in cui la massa monetaria americana è raddoppiata, da 11.000 a 22.000 miliardi di dollari, le fortune delle famiglie, della classe politica e dei grandi ricchi hanno preso a muoversi con lo stesso indice. **Sostenere i mercati, annota Balchunas, potrebbe rivelarsi una delle poche cause capaci di unire i grandi donatori e gli elettori comuni.**

Nella sideview di oggi partiamo dalla domanda di Balchunas e proviamo a capire perché non sia una provocazione. Prima il meccanismo fiscale che lega ormai i conti pubblici americani all'andamento della borsa, al punto da rendere un lungo mercato ribassista un problema di bilancio prima ancora che di portafoglio. Poi i precedenti, perché una banca centrale che compra ETF azionari non sarebbe affatto la prima. Infine, quello che il governo sta già facendo, dai Trump Accounts al dibattito sul fondo sovrano fino alle partecipazioni dirette nelle aziende, per allargare la platea degli azionisti e, insieme, presidiarla.

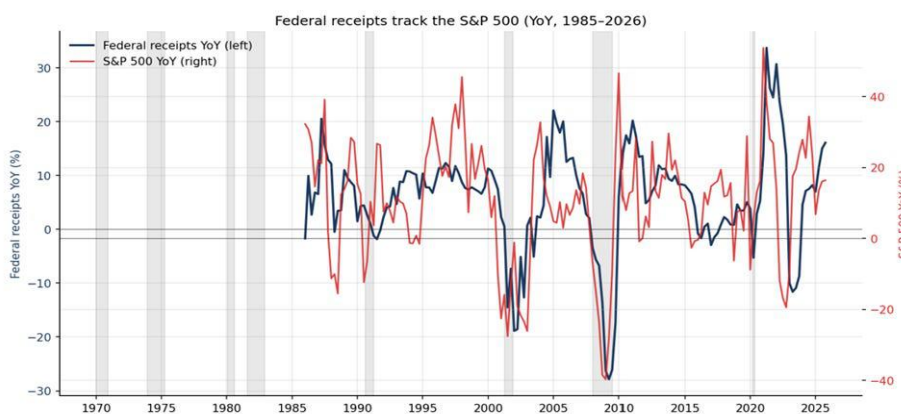


Quando la borsa paga le tasse

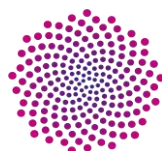
Il punto di partenza è un'asimmetria poco discussa: nessuna amministrazione americana, repubblicana o democratica, può più permettersi uno shock di mercato prolungato. Non per ideologia: per aritmetica. Le famiglie americane detengono azioni e fondi azionari per circa il 249% del proprio reddito disponibile. Nei primi anni Novanta il rapporto era al 64%; al picco della bolla di internet toccò il 150%, alla vigilia della crisi del 2008 il 135%. Il livello attuale non è un eccesso ciclico destinato a rientrare, ma il sedimento di tre spostamenti strutturali: (1) trentacinque anni di contributi accumulati nei piani 401(k), (2) il declino delle pensioni garantite, (3) la concentrazione della ricchezza nelle fasce che di azioni ne possiedono di più. La conseguenza è che il «wealth effect», la tendenza delle famiglie a spendere di più quando il valore dei propri investimenti sale e a tagliare quando scende, non è mai stato così potente: una correzione del 20%, oggi, comprime i consumi come in nessun ciclo precedente del dopoguerra.

La seconda metà del meccanismo è fiscale, e l'ha documentata con costanza Lyn Alden, analista macro indipendente, fondatrice della società di ricerca che porta il suo nome e autrice di «Broken Money» (2023). La sua tesi è che la base imponibile federale si sia spostata strutturalmente verso fonti legate ai mercati: le imposte sulle plusvalenze, quelle sugli utili delle società quotate e quelle sui redditi più alti, remunerati in misura crescente in azioni, dipendono tutte, con qualche mese di ritardo, dallo stesso numero, il livello dell'S&P 500. «Gli Stati Uniti sono un'economia pesantemente finanziarizzata, con una borsa pari al 200% del PIL e una proprietà azionaria molto concentrata», ha scritto a marzo. «Una debolezza del mercato

che si protragga per un anno mette una pressione molto concreta sui compensi dei manager e sulle plusvalenze dei grandi patrimoni, e quindi sulle entrate federali».² I numeri le danno ragione: nel solo 2021 le plusvalenze

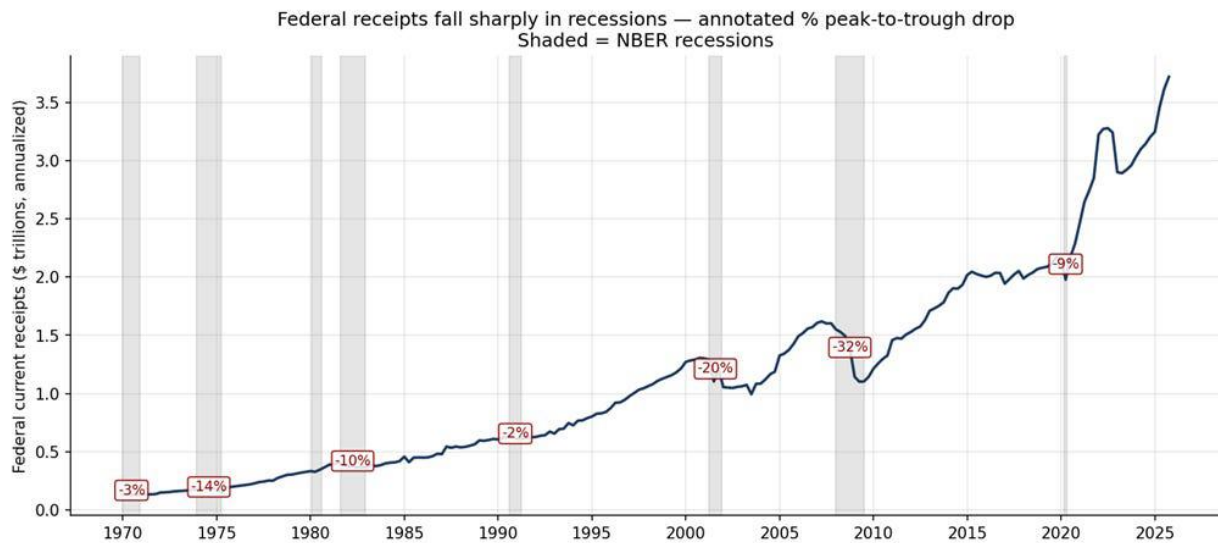


² Lyn Alden, [“A Flywheel of Chaos”](#), marzo 2026.



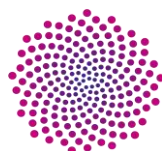
BRIGHTSIDE CAPITAL

realizzate hanno toccato il record di 2.000 miliardi di dollari, quasi il 9% del PIL, e hanno fornito da sole oltre il 14% del gettito dell'imposta sul reddito delle persone fisiche.³



Il grafico sopra mette in fila quarant'anni di dati: la variazione annua delle entrate federali (in blu, scala di sinistra) insegue quella dell'S&P 500 (in rosso, scala di destra) lungo tutto il campione, con una correlazione di 0,41 dal 1985 che sale sopra 0,7 a ogni svolta di ciclo: lo scoppio della bolla di internet, il 2008, il Covid, la correzione del 2022. In quei momenti, cioè esattamente quando servirebbero di più, le entrate pubbliche si muovono all'unisono con la borsa. Quando poi il mercato scende e l'economia rallenta, le entrate non frenano: crollano. Nella crisi del 2008-2009 il gettito federale perse il 32% dal picco al minimo; nel 2001, con la bolla di internet, il 20%; nella recessione del 1973-75 il 14%; in quella del 1981-82 il 10%. Solo il Covid si fermò al 9%, e soltanto grazie all'interventismo di governo e banca centrale. Si potrebbe obiettare che il gettito crolla perché l'economia entra in recessione (perciò meno redditi, meno tasse) e non perché scende la borsa. A rispondere è il 2022: nessuna recessione, disoccupazione ai minimi da decenni, eppure, con il mercato in calo del 20%, le entrate federali persero quasi il 10%. È l'unico tuffo del grafico senza banda grigia. Borsa al picco nel 2021, al minimo nel 2022, di nuovo su nel 2023, con la disoccupazione ferma per tutto il tempo: il gettito, nota la stessa Alden, ha rifatto lo stesso identico percorso con qualche mese di ritardo.

³ Congressional Budget Office, "CBO's Projections of Realized [Capital Gains Subject to the Individual Income Tax](#)", febbraio 2023.



Non sarebbe la prima volta

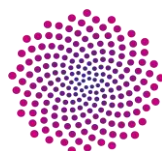
Resta l'obiezione più ovvia: la Federal Reserve non può comprare azioni. Ed è vero. La sezione 14 del Federal Reserve Act elenca ciò che la banca centrale può acquistare sul mercato aperto, e le azioni non ci sono. Ma non ci sono nemmeno le obbligazioni societarie, e questo non le ha impedito di comprarle. Nel novembre 2008, in piena crisi, la Fed annunciò per la prima volta acquisti oltre i titoli di Stato: obbligazioni garantite da mutui immobiliari, per un totale che a marzo 2010 avrebbe raggiunto 1.250 miliardi di dollari. Nel marzo 2020, con il Covid, cadde il secondo argine: obbligazioni societarie e, per la prima volta in assoluto, ETF obbligazionari. Poiché la legge non consente alla Fed di detenerli direttamente, si costruì un veicolo societario dedicato, capitalizzato dal Tesoro con 37,5 miliardi della legge di stimolo pandemica: il Tesoro assorbiva le prime perdite, la Fed faceva da braccio operativo. Alla fine gli acquisti veri furono minuscoli: 8,4 miliardi distribuiti su 16 ETF e 5,5 miliardi di singole obbligazioni, meno del 2% della capacità teorica di 750 miliardi. Il mercato si era stabilizzato all'annuncio, prima ancora che il veicolo comprasse alcunché. Chiuso nel 2021, il programma restituì al Tesoro l'intero capitale più mezzo miliardo di utile.⁴ Il precedente conta più del bilancio: l'architettura, ossia un veicolo, capitale pubblico, la Fed come esecutore è esattamente quella che servirebbe per gli ETF azionari. Janet Yellen lo disse esplicitamente già nel 2016, da presidente della Fed: se i titoli sicuri non bastassero più, «potrebbe essere utile poter intervenire direttamente su attività i cui prezzi hanno un legame più diretto con le decisioni di spesa». E nell'aprile 2020 aggiunse che il Congresso farebbe bene a riconsiderare il divieto.

Yellen says the Fed doesn't need to buy equities now, but Congress should reconsider allowing it

PUBLISHED MON, APR 6 2020-10:54 AM EDT | UPDATED MON, APR 6 2020-1:01 PM EDT

Chi quel passo l'ha già fatto è la Banca del Giappone. Cominciò nel dicembre 2010, con un programma presentato come temporaneo da 450 miliardi di yen. Poi arrivò l'Abenomics, e il temporaneo divenne strutturale: mille miliardi di yen l'anno nel 2013, tremila nel 2014, seimila nel 2016, tetto raddoppiato a dodicimila nel marzo 2020. Quando gli acquisti si sono fermati, nel marzo 2024, la banca centrale giapponese si è ritrovata in pancia ETF per 37.000 miliardi di yen di valore di carico, circa 83.000 miliardi, oltre 500 miliardi di dollari, ai prezzi di mercato, ed era da tempo il primo azionista del listino di Tokyo, con circa il 5% dell'intero mercato,

⁴ Federal Reserve, "[Corporate Credit Facilities LLC — Financial Statements](#)", 2021.



BRIGHTSIDE CAPITAL

davanti al fondo pensione pubblico. Nel settembre 2025 ha annunciato la exit strategy: vendite per 330 miliardi di yen l'anno di valore di carico, lo 0,05% degli scambi di borsa. A quel ritmo, per liquidare tutto serviranno più di cent'anni; lo ha ammesso lo stesso governatore Kazuo Ueda.⁵ La prima tranche è partita a gennaio: 5,3 miliardi di yen, su 37.000 miliardi. Quattordici anni per entrare, un secolo per uscire.

La Cina ha scelto la variante a fondo sovrano. Il braccio operativo si chiama Central Huijin, controllata del fondo sovrano CIC, capofila di quella che i media finanziari chiamano la «squadra nazionale»: già nel 2015, per arginare il crollo di Shanghai, i veicoli pubblici spesero l'equivalente di oltre 200 miliardi di dollari in tre mesi. Nell'ottobre 2023 Huijin ha ricominciato a comprare ETF, questa volta annunciandolo; nel febbraio 2024 ha esteso il programma. E nell'aprile 2025, il giorno dopo i dazi del «Liberation Day» americano, ha diffuso un comunicato senza precedenti: avrebbe continuato a comprare «con decisione», nel ruolo di «quasi-fondo di stabilizzazione». In quella settimana gli ETF azionari cinesi raccolsero 24 miliardi di dollari, un record assoluto.⁶

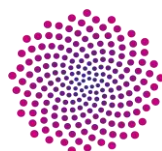


Il grafico di Bloomberg Intelligence stima gli acquisti mensili della squadra nazionale nel 2025: punte di quasi 27 miliardi di dollari a febbraio e di 20 a luglio. A fine agosto 2025 il portafoglio ETF di Huijin era arrivato a circa 180 miliardi di dollari, con una cinquantina di miliardi di plusvalenza teorica; nel 2026, a rally consolidato, la squadra nazionale ha persino iniziato a vendere per «drenare gli eccessi

speculativi». Il precedente più elegante, però, resta Hong Kong 1998: attaccata dagli speculatori durante la crisi asiatica, l'autorità monetaria comprò in dieci sedute 118 miliardi di dollari di Hong Kong (circa 15 miliardi di dollari americani) di azioni di 33 società dell'indice Hang Seng, poi impacchettò tutto in un ETF, il Tracker Fund, lo collocò al pubblico nel

⁵ Nikkei Asia, [“Bank of Japan quietly embarks on ETF sale set to last a century”](#).

⁶ Bloomberg, [“China’s Stock Rescue in Full Swing as ETF Inflows Hit Record”](#), aprile 2025.



BRIGHTSIDE CAPITAL

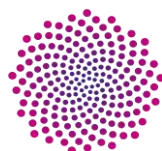
novembre 1999, all'epoca il più grande collocamento dell'Asia fuori dal Giappone e ne uscì in utile nel giro di tre anni. Perfino la Banca nazionale svizzera, senza alcuna crisi da gestire, detiene 174 miliardi di dollari di azioni americane, con Nvidia, Apple e Microsoft in cima alla lista, come normale impiego delle riserve valutarie. Visti da qui, i confini del tabù sono più mobili di quanto sembri: prima i titoli di Stato, poi i mutui cartolarizzati nel 2008, poi le obbligazioni societarie nel 2020. Prossima fermata? Ain't no mountain high enough.

Fabbricare gli azionisti

Mentre la Fed custodisce il tabù, il governo lavora sulla platea. Il 4 luglio 2026, giorno del duecentocinquantenario, il Tesoro ha lanciato i Trump Accounts: ogni bambino americano nato tra il 2025 e il 2028 riceve dallo Stato 1.000 dollari, da investire obbligatoriamente in fondi indicizzati azionari americani a basso costo; il fondo di default replica l'S&P 500. Genitori e datori di lavoro possono aggiungere fino a 5.000 dollari l'anno (di cui al massimo 2.500 dal datore di lavoro), con tassazione differita al prelievo, possibile dall'anno in cui il titolare compie diciotto anni; le donazioni filantropiche, fuori dal tetto, sono libere. I numeri: 3,6 milioni di nascite l'anno per 1.000 dollari a testa fanno 3,6 miliardi pubblici all'anno. Il grosso, però, dovrebbero farlo i privati: se anche solo metà delle famiglie versasse sul conto il tetto annuo di 5.000 dollari, calcola Bloomberg Intelligence, arriverebbero altri 8,7 miliardi l'anno, per un totale di circa 12 miliardi di flussi annui verso l'azionario. E poiché il conto si può aprire per qualunque minorenne (i 1.000 dollari spettano solo ai nati tra il 2025 e il 2028) la stessa nota vede fino a 25 milioni di nuovi investitori, con la quota di americani azionisti in rotta verso il 70-80%.



L'immagine a sinistra merita una lettura attenta: è Robinhood, il broker dei piccoli investitori, che il 29 giugno, cinque giorni prima del lancio ufficiale, annuncia che la propria app per attivare i Trump Accounts è già operativa. Le banche, che di norma impiegano mesi per aggiornare un modulo, quando c'è da accogliere una generazione di clienti diventano velocissime: BlackRock e State Street si erano impegnate già a dicembre, JPMorgan a gennaio



BRIGHTSIDE CAPITAL

(pareggio dei 1.000 dollari pubblici, ma solo per i figli dei dipendenti sotto gli 80.000 dollari di stipendio), Goldman Sachs e Morgan Stanley hanno annunciato il proprio contributo lo stesso giorno, il 2 luglio; il Tesoro conta oltre cinquanta grandi aziende aderenti. La filantropia ha fatto il resto: Michael e Susan Dell hanno donato 6,25 miliardi di dollari, 250 dollari a testa per 25 milioni di bambini residenti nei codici postali a basso reddito, Ray e Barbara Dalio 75 milioni per 300.000 bambini del Connecticut.⁷ **Più si allarga la platea, osserva Balchunas, più sarà difficile per la Fed distinguere tra difendere la stabilità finanziaria e difendere il mercato azionario.**

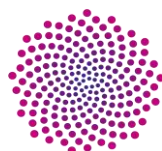
C'è chi si spinge oltre. Cem Karsan, fondatore di Kai Volatility Advisors, casa d'investimento di Chicago specializzata in strategie di volatilità, ospite del podcast Top Traders Unplugged⁸, ha messo in fila cinque pressioni che a suo dire stanno convergendo: debito insostenibile, populismo in accelerazione, inflazione strutturale, il conflitto strategico con la Cina e un mercato finanziario ormai troppo grande per fallire: «non possiamo più permetterci un calo di oltre il 20% lungo due trimestri», perché il danno su liquidità e crescita sarebbe intollerabile. **La sua conclusione: il Tesoro creerà un fondo sovrano (un veicolo pubblico che investe capitali dello Stato sui mercati) e nel prossimo decennio comprerà «10.000-15.000 miliardi di dollari di azioni», finanziandosi con l'unica risorsa illimitata di cui l'America dispone, il privilegio del dollaro.** Lui la chiama, con formula fulminante, *socialism with American characteristics*: invece di tassare i ricchi per redistribuire, lo Stato compra azioni «per conto del popolo». Nel suo schema i ruoli sono già assegnati: il Tesoro di Bessent farà il lavoro sporco, comprare e stampare, mentre la Fed di Warsh, critico storico degli acquisti di titoli della banca centrale (li ha definiti «un Robin Hood al contrario»), presterà al progetto la credibilità del falco. Fantasia? Bernie Sanders ha depositato a giugno una proposta di legge per una tassa una tantum del 50% sulle grandi società di intelligenza artificiale, pagabile in azioni, da conferire a un fondo sovrano. E Bloomberg, il 9 luglio, ha titolato: «Trump e Bernie Sanders sono d'accordo: agli Stati Uniti serve un fondo sovrano».⁹

Del resto, un pezzo alla volta, hanno già cominciato. Nella sideview precedente, [Uncle Sam Capital](#), avevamo raccontato uno Stato americano entrato in un anno nel capitale di una

⁷ Bloomberg, "[Michael Dell Gives \\$6.25 Billion to Launch Trump Accounts for 25 Million Kids](#)", 2 dicembre 2025.

⁸ Top Traders Unplugged, "[Why America Is Rewriting the Rules of Capitalism ft. Cem Karsan](#)", 4 luglio 2026.

⁹ Bloomberg, "[Trump and Bernie Sanders Agree: The US Should Have a Sovereign Wealth Fund](#)", 9 luglio 2026.

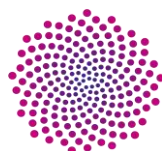


decina di aziende, da Intel a MP Materials. Il 2 luglio, però, è arrivato il segnale più eloquente, rivelato dal Financial Times: è stata OpenAI a proporre di cedere al governo circa il 5% del proprio capitale, una quota da 43 miliardi di dollari all'ultima valutazione. La direzione è chiara: non è più lo Stato che bussa alla porta delle aziende; sono le aziende a offrire allo Stato di entrare. Anche l'intelligenza artificiale, ormai, è *too big to fail*. Trump, a chi gli chiedeva di una quota pubblica nei giganti del settore, aveva risposto a giugno che sarebbe «una cosa bellissima».

Nessuna montagna è abbastanza alta

Ricapitoliamo. Niente di tutto questo significa che non vedremo più mercati negativi, o annate a doppia cifra con il segno meno: le correzioni del 2025 e del 2026 sono lì a ricordare che la volatilità non è stata abolita. **Significa una cosa diversa, e per certi versi più importante: l'andamento del mercato azionario e i conti pubblici americani sono ormai la stessa partita, e tanto la banca centrale quanto il governo si stanno attrezzando, la prima ampliando crisi dopo crisi il proprio arsenale, il secondo allargando per legge la platea degli azionisti e discutendo apertamente di un fondo sovrano per gestire un rischio che nessuno dei due può più permettersi di ignorare.**

C'è poi un secondo livello, più sottile, ed è quello su cui chiude la nota di Bloomberg Intelligence. In un sondaggio informale lanciato da Balchunas su X, la larga maggioranza dei circa mille partecipanti si è detta fiduciosa che il governo interverrebbe a sostegno dei mercati nel prossimo grande ribasso. La «Fed put» ossia l'idea che la banca centrale funzioni da assicurazione implicita contro i crolli, come un'opzione che protegge il portafoglio quando i prezzi scendono, non ha bisogno di essere esercitata per funzionare: basta che gli investitori la prezzino. **«La prossima Fed put potrebbe non cominciare con un acquisto di ETF», scrive Balchunas. «Potrebbe cominciare con gli investitori convinti che quell'acquisto sia inevitabile».** A giudicare dai flussi verso gli ETF azionari, imperturbabili a ogni scossone, quella convinzione è già nei prezzi. I precedenti, infine, contengono un avvertimento che vale in entrambe le direzioni. Da un lato funzionano: la Fed nel 2020 spese quattordici miliardi e ne guadagnò mezzo, Hong Kong uscì in utile in tre anni, perfino Pechino ha maturato plusvalenze. Dall'altro, gli strumenti d'emergenza tendono a sopravvivere alle emergenze: il Giappone ci ha messo quattordici anni a smettere di comprare e ne impiegherà più di cento a vendere. E c'è un costo che non compare in nessun bilancio: se dopo l'acquirente automatico dei piani pensione,



BRIGHTSIDE CAPITAL

raccontato nella sideview [Mr. Roboto](#), arrivasse anche l'acquirente pubblico, un compratore che non guarda né ai fondamentali né al prezzo ma alla stabilità, del meccanismo con cui i prezzi selezionano le aziende migliori resterebbe poco più di un ricordo.

Restano la canzone e il suo titolo. Nel 1967, nelle voci di Marvin Gaye e Tammi Terrell, era una promessa d'amore: non esiste montagna così alta da impedire di arrivare dall'altra parte. Riletta oggi da Washington, dove il mercato azionario è insieme sistema pensionistico, base imponibile e argomento elettorale suona meno romantica e più programmatica: qualunque sia l'ostacolo, un ribasso del 25%, un buco di gettito, una corsa tecnologica troppo costosa per il capitale privato, qualcuno tra Tesoro e Fed sta già studiando come scavalcarlo.

Approfondimento a cura di **Nicola Lampis**.

Lugano, 26 luglio 2026

