

BRIGHTSIDE CAPITAL

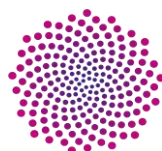
MR.ROBOTO



*"The problem's plain to see:
Too much technology
Machines to save our lives.
Machine dehumanize"*

*Mr. Roboto, Styx
Kilroy Was Here, 1983*

Era il 30 marzo e Wall Street stava archiviando la peggior settimana dell'anno. L'S&P 500 cedeva il 9,1% in poco più di un mese, le tensioni con l'Iran avevano spinto il greggio ai massimi dal 2022 e in televisione si discuteva apertamente di un "cambio di regime" sui mercati. Pochi gli analisti ancora costruttivi sull'azionario: lo spettro era quello della stagflazione, con i suoi effetti a cascata sui consumi e sui margini aziendali. Quaranta giorni dopo, lo stesso indice aveva aggiunto oltre 10.000 miliardi di dollari di capitalizzazione e segnava nuovi massimi storici. Il rimbalzo ha avuto la dinamica di un pallone tenuto a forza sotto l'acqua: appena la pressione si è allentata, è schizzato in superficie. La scintilla è arrivata il 31 marzo, con l'S&P 500 che ha messo a segno un +3% in una sola seduta. Il catalizzatore: il presidente iraniano Masoud Pezeshkian, riformista eletto nel 2024 dopo la morte di Raisi, si dichiarava via TV di



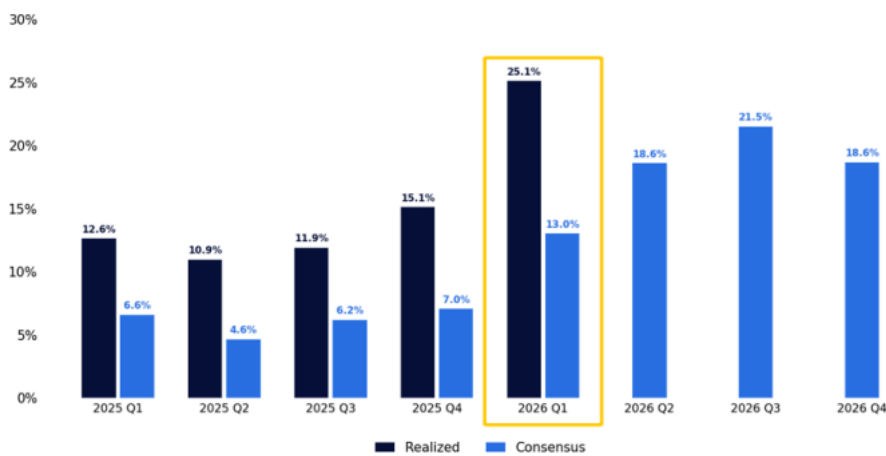
BRIGHTSIDE CAPITAL

Stato pronto a chiudere la guerra in cambio di garanzie di sicurezza. Il copione TACO (*Trump Always Chickens Out*, acronimo ormai diventato un mantra a Wall Street) si era già visto una settimana prima, quando il presidente americano aveva rinviato l'ultimatum su Hormuz parlando di "conversazioni molto buone e produttive" con Teheran. Sono passati quasi due mesi. Di accordo ancora nessuna traccia, solo un cessate il fuoco prorogato di settimana in settimana. Per spiegare un recupero così rapido, i commentatori hanno costruito una narrativa coerente: oltre all'allentamento delle tensioni geopolitiche, è entrata nel vivo la stagione delle trimestrali e le aziende americane hanno pubblicato la migliore tornata di risultati dall'epoca post-Covid: utili per azione in crescita del 25,1% anno su anno contro un

consenso del 13%, e l'84% delle società ha battuto le attese, il dato più alto dal quarto trimestre del 2021. A questo si è aggiunta, secondo Citadel Securities, primo *market maker* azionario degli Stati Uniti per volumi intermediati, e quindi tra gli osservatori meglio posizionati per misurare i flussi sul mercato, un'ondata di acquisti

SPX EPS (% YoY)

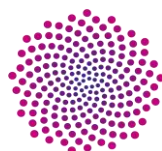
Since Q1 2025



Source: Bloomberg as compiled by Citadel Securities, GMI, as of May 17, 2026. Figures are for illustrative purposes only. Past performance figures do not guarantee future results.

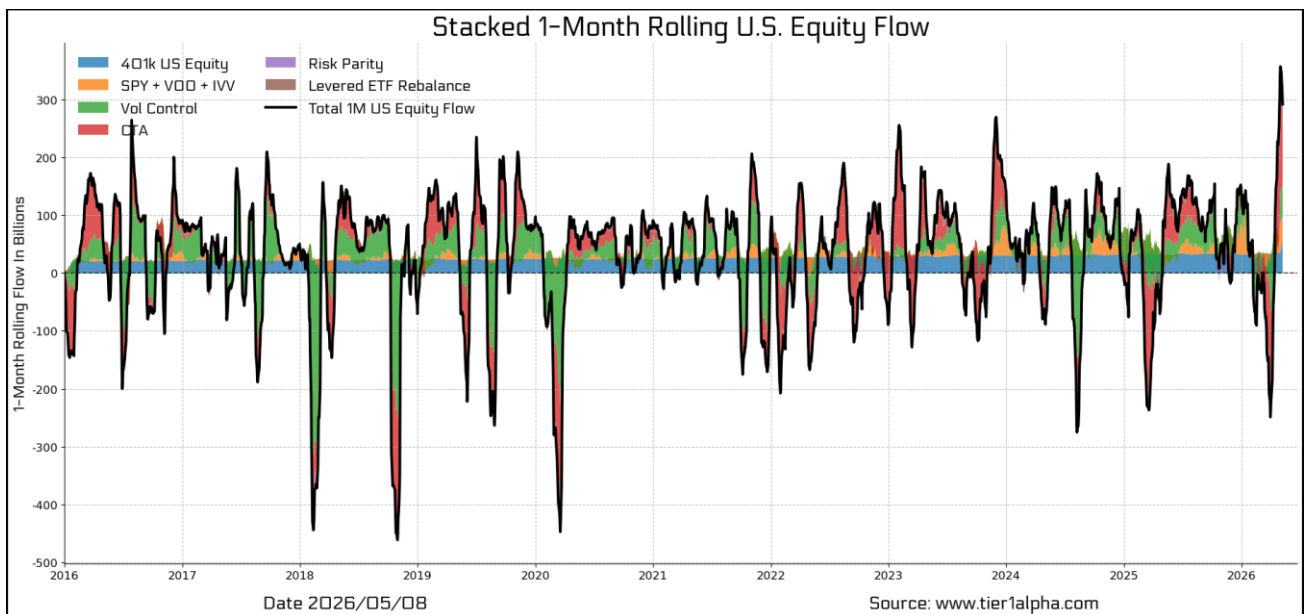
corporate: oltre 741 miliardi di dollari di autorizzazioni a riacquistare azioni proprie da inizio anno, con esecuzioni in linea per superare i mille miliardi nel 2026. Tutto plausibile, tutto verificabile. C'è però un altro aspetto che spesso passa in secondo piano, e di cui avevamo accennato nell'ultima Side View macro, "[Riders on the Storm](#)": una parte sempre più rilevante di quello che muove i mercati non sono né i fondamentali né le scelte discrezionali degli operatori, ma i flussi automatici.

Per capire questo punto vale la pena ascoltare Mike Green, Chief Strategist e Portfolio Manager di Simplify Asset Management. Green ha lavorato per anni nei principali hedge fund, è stato anche Portfolio Manager presso Thiel Macro, il Family Office di Peter Thiel, e da quasi un decennio dedica la propria ricerca a un solo tema: **gli effetti collaterali, soprattutto strutturali, della crescita degli investimenti passivi**. Pubblica settimanalmente la newsletter "Yes I Give a Fig", e a ottobre uscirà il suo libro "The Greatest Story Ever Sold: The Unintended



BRIGHTSIDE CAPITAL

Consequences of Passive Investing”. In una recente intervista al podcast Macro Voices, Green ha mostrato un solo grafico:

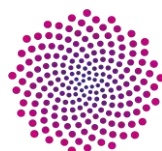


Il grafico mostra i flussi mensili in entrata sull'azionario americano, suddivisi per tipologia di investitore: piani pensionistici 401(k), strategie a controllo di volatilità, CTA (i fondi sistematici che seguono i trend di mercato), ETF e fondi indicizzati ed ETF a leva. La barra all'estrema destra rappresenta aprile-maggio 2026: il più grande afflusso mensile mai registrato sull'azionario USA. “It had nothing to do with any thoughtful application,” ha sintetizzato Green nell'intervista. “It had everything to do with positioning and with a mechanical bid.”

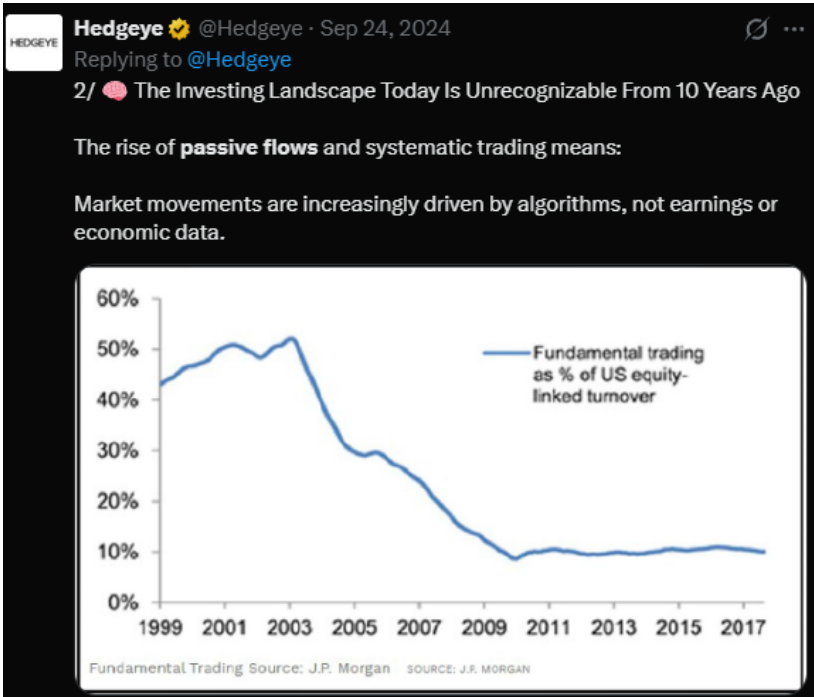
Nella Side View di oggi proviamo a fare un passo indietro e capire come funziona il “mechanical bid”, perché è diventato così rilevante, e cosa significa per chi guarda al mercato cercando di leggere i fondamentali. Senza pretese di previsione: l'obiettivo è descrivere uno spostamento strutturale di cui i numeri parlano da soli.

Come è cambiato il mercato negli ultimi vent'anni

Una buona sintesi visiva del fenomeno l'ha proposta la società di ricerca Hedgeye in un grafico che da allora circola spesso sui social. La linea blu rappresenta il “fundamental trading” ovvero il trading guidato dall'analisi dei dati aziendali (alla Warren Buffett per capirci) in percentuale del totale degli scambi sull'azionario americano. Nel 2003 era circa il 50%. Vent'anni dopo è intorno al 10%. Il restante 90%, in altre parole, non guarda ai fondamentali.



BRIGHTSIDE CAPITAL



Il numero esatto si può discutere; diverse banche pubblicano stime leggermente diverse ma la direzione è univoca: il tradizionale stock picking discrezionale (leggere un bilancio, formarsi un'opinione, comprare se sottovalutato, vendere se sopravvalutato) pesa oggi per una frazione molto più piccola rispetto al passato.

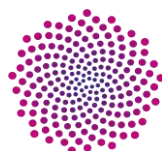
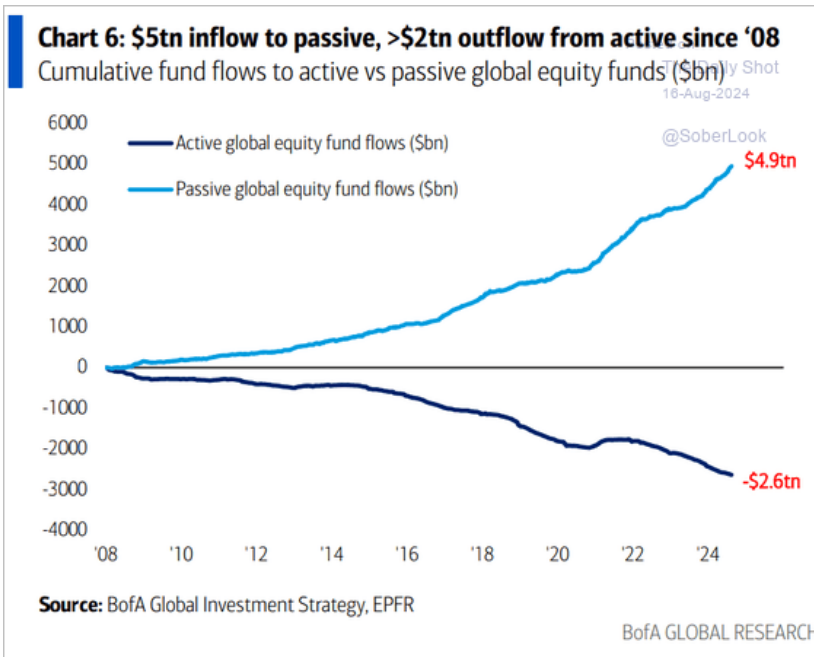
Si è arrivati a questo punto attraverso uno spostamento massiccio di capitali. Dal 2008, secondo i dati di Bank of America, i fondi azionari passivi a livello globale hanno

raccolto circa 5.000 miliardi di dollari di flussi netti cumulati, mentre quelli attivi ne hanno persi oltre 2.600.

Bloomberg Intelligence stima che oggi i fondi passivi (capitanati dalle Blackrock, Vanguard, etc..) rappresentino, in media, il 25,6% del capitale delle società dell'S&P 500, contro il 12,2% del 2014. Se si guarda alla quota ponderata per la capitalizzazione di mercato, si passa dal 9,8% al 21,7% nello stesso periodo. Per le Magnifiche 7, la quota passiva si attesta tra il 15 e il 21%,

in media intorno al 20%, in linea con il resto delle large cap.

Esistono due letture di questa transizione. La prima, la più diffusa, è positiva: **lo stock picking attivo ha mediamente sottoperformato gli indici a parità di commissioni elevate**, e la maggior parte degli investitori, soprattutto retail, beneficia di prodotti a basso costo come gli ETF S&P 500. Era la tesi originale di John Bogle, fondatore di Vanguard. La seconda lettura, più strutturale, su



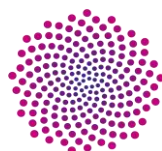
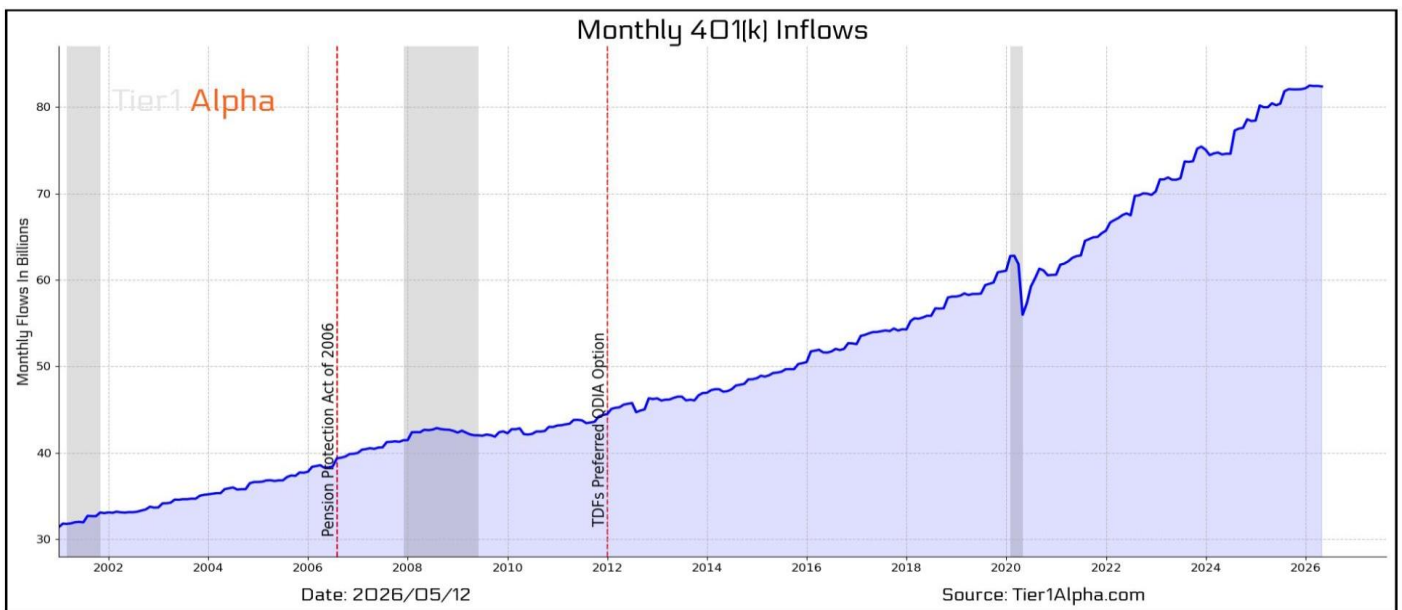
BRIGHTSIDE CAPITAL

cui sta lavorando un crescente filone accademico è che, **man mano che la quota passiva cresce, qualcosa si rompe nel meccanismo di “price discovery”**, cioè il processo con cui i mercati arrivano al prezzo “giusto” di un'azione.

In un paper presentato a febbraio 2026 al Politecnico di Hong Kong, Green ha proposto insieme ad H.P. Krishnan e S. Sturm un modello matematico che cerca di formalizzare il fenomeno. L'idea, semplificata, è questa: **gli investitori attivi sono come marinai che governano una nave verso una destinazione, ovvero il valore fondamentale dei titoli. I passivi sono passeggeri: pesano sulla nave ma non aiutano a navigare. Finché i marinai sono numerosi, la nave segue una rotta sensata; quando i passeggeri diventano troppi, anche piccole perturbazioni possono spingerla fuori rotta e oltre una certa soglia, secondo il modello, il sistema diventa fragile.**

I 401(k) come acquirente automatico

Uno dei motivi per cui il bid è “meccanico” è la struttura del risparmio pensionistico americano. Negli Stati Uniti milioni di lavoratori contribuiscono ogni mese al proprio 401(k), il principale schema di pensione privata, direttamente dalla busta paga. Una parte rilevante di questi contributi finisce in “target-date funds”: fondi che allocano automaticamente il capitale tra azioni e obbligazioni in base all'anno previsto di pensionamento del sottoscrittore (“2050”, “2055”, e così via). Il grafico mostra il flusso mensile aggregato verso i 401(k) americani dal 2002 a oggi.



BRIGHTSIDE CAPITAL

Si è passati da circa 32 miliardi di dollari al mese a oltre 82 miliardi, più del doppio in vent'anni. Due passaggi normativi hanno accelerato la dinamica: il Pension Protection Act del 2006, che ha incoraggiato l'iscrizione automatica dei lavoratori al 401(k) (con possibilità di opt-out), e il riconoscimento nel 2012 dei target-date funds come opzione di default in cui finiscono i contributi se il lavoratore non sceglie attivamente un'allocazione diversa (Qualified Default Investment Alternative). Il risultato pratico è che ogni mese, indipendentemente da come va il mondo, una quantità crescente di denaro viene allocata in modo automatico verso il mercato azionario, in massima parte americano.

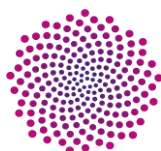
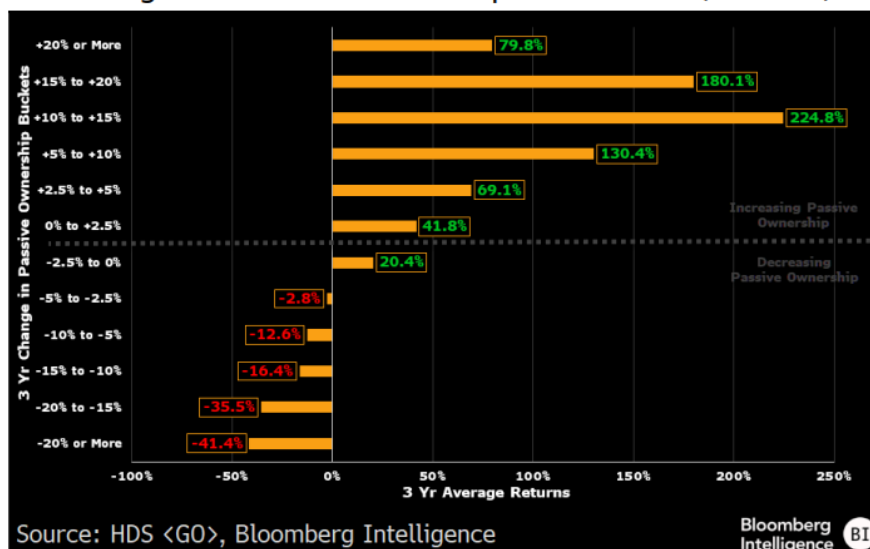
Come ha sintetizzato Mike Green: *“Nobody called Vanguard and said, ‘Change your allocation schema. Nobody called BlackRock and said, ‘Your model portfolios need to change.’ And as a result, they don’t.”* Detto in altri termini: chi compra ogni giorno una porzione importante del mercato non sta scegliendo dove allocare, non sta negoziando un prezzo, non sta valutando una trimestrale. **Sta semplicemente eseguendo un ordine preimpostato vent'anni fa quando ha iniziato a lavorare.**

Il legame fra flussi e rendimenti

Che effetti ha tutto questo sui rendimenti? Un'analisi di Bloomberg Intelligence di aprile 2026 ha incrociato, per ogni titolo americano, la variazione della quota di proprietà passiva su tre anni con il rendimento totale del titolo nello stesso periodo. La correlazione è netta: i titoli che hanno visto crescere la propria quota passiva del 20% o più hanno restituito in media il +80% sul triennio; quelli che l'hanno persa nella stessa misura, -40%. La relazione si è rafforzata negli anni e vale, con intensità diversa, in tutte le fasce di capitalizzazione e di settore.

Si tratta, naturalmente, solo di correlazione. Bloomberg stessa avverte che le società in cui la quota passiva è cresciuta più rapidamente sono in massima parte società accolte nei principali indici, e che molto del rendimento viene dall'inclusione in indice e non dal flusso passivo in sé. Il punto è che, una

Change in Passive Ownership vs. Returns (3 Years)



BRIGHTSIDE CAPITAL

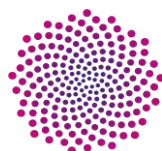
volta innescato il meccanismo, un titolo entra nell'indice, attrae flusso passivo, sale, attrae altro flusso e risulta difficile interromperlo dall'esterno: **il prezzo non comunica più al passivo che “è troppo caro”, perché il passivo per definizione non guarda al prezzo.**

Per visualizzare cosa succede in pratica, basta guardare a come si compongono i flussi attuali. Scott Rubner, capo della Global Market Intelligence di Citadel Securities, ha pubblicato il 18 maggio una nota dal titolo “Flow Fragility”. Le sue stime principali:

- gli ETF americani hanno raccolto circa 852 miliardi di dollari da inizio anno, il 33% sopra il ritmo record del 2025;
- ogni dollaro investito nell'S&P 500 finisce, oggi, per il 35% nelle Magnifiche 7, per il 41% nelle prime dieci azioni dell'indice, e per quasi la metà in titoli legati all'AI;
- i CTA, fondi che si limitano a seguire la direzione del mercato, comprando quando sale e vendendo quando scende, a fine marzo erano posizionati al ribasso. Oggi sono tornati lunghi, vicini ai massimi dell'autunno scorso, e sul Russell 2000 (l'indice delle small cap americane) l'esposizione è la più rialzista da dicembre 2020.
- le strategie a controllo di volatilità sono passate da un'esposizione azionaria del 53% ad aprile al 72% di metà maggio, semplicemente perché la volatilità sull'S&P è scesa da 26 a 15 in sei settimane;
- gli ETF a leva hanno raggiunto i 203 miliardi di dollari di patrimonio gestito, record assoluto, +49% rispetto a fine marzo di cui circa il 70% concentrato sul settore tecnologico.

Tutti questi flussi sono direzionali e indifferenti al prezzo: comprano quando i prezzi salgono, vendono quando scendono. Sono lo strato meccanico cui si riferiva Mike Green. La conseguenza è che il rally di aprile-maggio non è stato semplicemente un voto razionale sulle prospettive aziendali anche se le trimestrali sono state davvero buone. È stato anche la combinazione di: CTA che hanno coperto le posizioni corte costruite durante il sell-off di marzo; fondi a controllo di volatilità che hanno aumentato l'esposizione man mano che la volatilità scendeva; domanda di copertura sui ribassi tramite opzioni (put) ai minimi dell'ultimo anno; contributi mensili ai 401(k); acquisti dei “retail investors” tornati ai massimi storici, specialmente sulle opzioni call su semiconduttori, dove i volumi di maggio sono 2,8 volte la media e il 25% sopra il precedente record di giugno 2024.

L'altro lato della medaglia, però, è che lo stesso meccanismo funziona, con la stessa cieca efficienza, anche in discesa. Citadel Securities lo dice apertamente: *“Projected sell pressure in a down tape now materially exceeds incremental buy demand from here.”* Tradotto: se il mercato dovesse iniziare a scendere, i venditori automatici sarebbero più forti dei compratori



BRIGHTSIDE CAPITAL

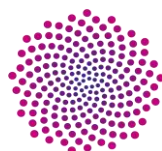
automatici. Non è una previsione di crollo: è un'osservazione di asimmetria. La stessa, peraltro, che il libro di Green in uscita a ottobre — “The Greatest Story Ever Sold” — esplora a partire dalla domanda “distruzione del *price discovery*”: se il prezzo di azioni e obbligazioni è sempre più fissato da algoritmi che non analizzano flussi di cassa, cosa succede al meccanismo dei prezzi, quel sistema di segnali attraverso cui, da Adam Smith in poi, il capitalismo si supponeva orientasse il capitale verso gli usi più produttivi?

Domo arigato

Esistono dunque due chiavi di lettura per il recupero record di aprile-maggio. La prima, la più presente sui giornali, racconta di una corporate America che, nonostante tutto, ha pubblicato la migliore stagione di trimestrali da quattro anni. Gli *hyperscaler*, Amazon, Microsoft, Meta, Alphabet, Oracle, non si sono limitati a battere le attese sugli utili, ma hanno alzato in modo significativo le proprie previsioni di spesa in conto capitale per gli anni a venire: 688 miliardi di dollari attesi nel 2026 (+82% anno su anno) contro 379 miliardi del 2025, e altri 869 miliardi nel 2027 secondo le stime di consenso raccolte da Citadel Securities. A questo si è aggiunta un'ondata di riacquisti aziendali da oltre 741 miliardi di dollari di autorizzazioni da inizio anno. La seconda lettura, più tecnica, ma sempre più difficile da ignorare, racconta di flussi automatici che, indipendentemente dai fondamentali, stanno comprando ogni giorno una porzione crescente del mercato.

I due racconti non si escludono, anzi, si sovrappongono. La domanda interessante non è quale sia "vero", ma cosa succederebbe se l'uno venisse a mancare senza l'altro. Se le trimestrali del prossimo trimestre dovessero deludere, l'acquirente automatico resterebbe, almeno fino a quando gli americani manterranno il proprio lavoro e i 401(k) continueranno ad essere alimentati ogni mese. Se invece a venir meno fosse la componente meccanica, per esempio per un aumento significativo della disoccupazione, lo scenario che Green ipotizza nelle sue ricerche più recenti, anche utili in crescita potrebbero non bastare a tenere i prezzi.

Vale la pena ricordare un dato che raramente arriva ai titoli di giornale: il rialzo degli ultimi due mesi non è ampio. Secondo Citadel Securities, solo il 27% delle azioni dell'S&P 500 ha sovraperformato l'indice negli ultimi trenta giorni di contrattazione, un livello che si colloca nell'1° percentile rispetto agli ultimi trent'anni. **Tradotto: di tutto il guadagno dell'indice dal minimo di marzo, circa il 72% è venuto da appena dieci società.** Chi acquista oggi un ETF sull'S&P 500 pensando di star comprando "il mercato" sta in realtà comprando, in larga parte, sette aziende e un singolo tema d'investimento: ogni dollaro investito nell'indice finisce infatti per il 35% nelle Magnifiche 7 e per quasi metà in titoli legati all'intelligenza artificiale.



BRIGHTSIDE CAPITAL

Va detto con onestà che osservazioni di questo tipo non aiutano a indicare quando entrare o uscire dal mercato. Mike Green stesso, che da anni sostiene che il sistema è strutturalmente fragile, ha visto i mercati salire in modo ostinato per tutto questo periodo. Keynes lo disse meglio di chiunque altro: i mercati possono rimanere irrazionali più a lungo di quanto un investitore possa rimanere solvente. Il vero punto è un altro: il rapporto fra prezzo e fondamentali aziendali che da sempre ha guidato l'analisi finanziaria (i.e. leggi un bilancio, lo confronti con il prezzo, decidi) sta diventando solo una delle forze al lavoro. E spesso, nel breve termine, non la più importante.

L'analisi dei fondamentali resta uno strumento importante: i bilanci raccontano se un'azienda fa soldi, se cresce, se ha debito sostenibile, ed è il modo in cui per decenni gli investitori hanno cercato di distinguere il valore dal rumore. **Una porzione sempre più rilevante del puzzle, oggi, la determina però chi i bilanci non li legge mai. Macchine che comprano perché il prezzo sale e vendono perché scende.** Algoritmi che ribilanciano un portafoglio senza chiedersi se siamo a venticinque o a quattordici volte gli utili. Lavoratori che ogni mese, per inerzia normativa, mandano un assegno a Vanguard o Blackrock senza pensarci. Mr. Roboto, per restare in tema.

Approfondimento a cura di **Nicola Lampis**.

Lugano, 24 maggio 2026.

