



Il mercato azionario americano: un'altra bolla?

di Francesco D'Esposito e Luca Peviani

31 luglio 2026

L'S&P 500 mostra valutazioni superiori alla media storica, ma non a livelli allarmanti. Il premio valutativo dell'indice è spiegato in gran parte dal peso delle Big Tech, che di fatto trainano i multipli aggregati verso l'alto. Guardando più da vicino, le valutazioni elevate delle Big Tech più solide non sembrano ingiustificate: riflettono aspettative di crescita degli utili robuste e, al momento, credibili. Gli altri settori, invece, restano su multipli contenuti e in linea con le medie storiche – la dispersione valutativa tra comparti è quindi significativa. La nostra analisi non rileva la presenza di una bolla sistematica sul mercato azionario americano, ma piuttosto un rischio idiosincratico concentrato su alcuni singoli titoli, il cui destino dipende dalla capacità di confermare aspettative di utili molto elevate. Il rischio non è nella struttura del mercato, ma nella possibilità che alcune promesse di crescita non vengano mantenute.

* * *

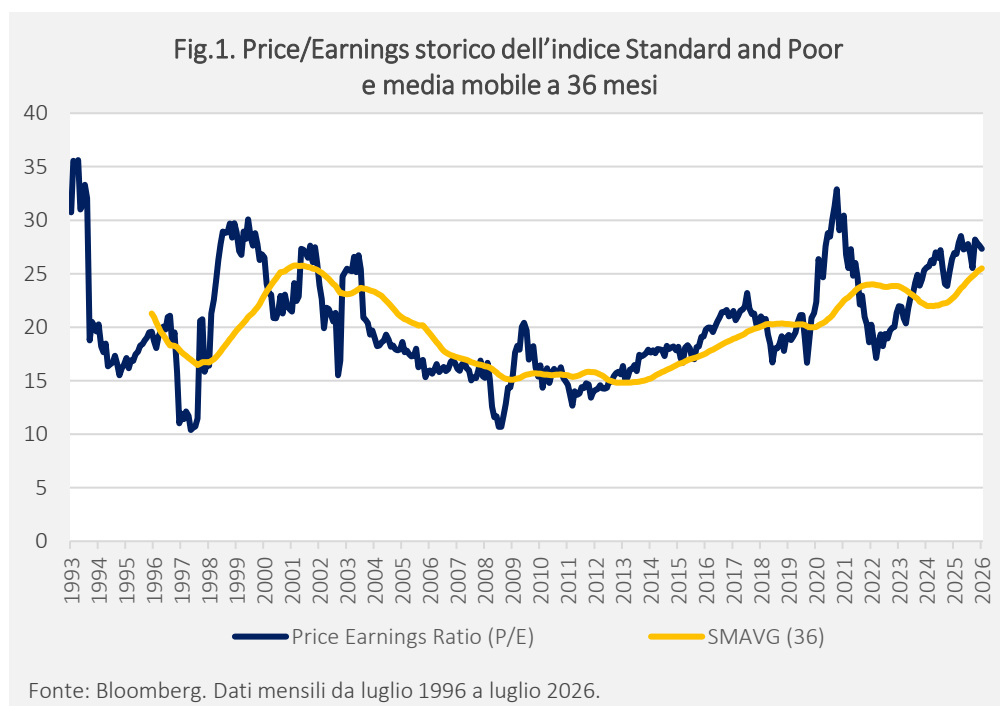
Come noto, il mercato azionario americano è il più grande al mondo e rappresenta circa il 48% del mercato azionario globale, il cui valore attuale è stimato attorno ai 154.000 miliardi di dollari.¹

Quest'anno tutti e tre gli indici principali (Dow Jones, il NASDAQ e l'S&P 500) hanno raggiunto i loro massimi storici, spinti soprattutto dal settore tech e dall'investimento nelle aziende specializzate in Intelligenza Artificiale (AI). L'alto tasso di crescita dei prezzi ha sollevato dubbi sulla sostenibilità di multipli così alti. Molti analisti e investitori professionali affermano che la borsa americana potrebbe essere in una bolla finanziaria e che i prezzi azionari potrebbero presto crollare.

Per analizzare la validità di questi timori si possono confrontare diversi dati di mercato attuali con dati storici ed evidenziare eventuali differenze notevoli.

¹ Valore mercato azionario globale nel 2026 in base ai dati Statista e valore del mercato azionario statunitense in base al Wilshire 5000 Total Market Index il 27/07/2026.

Il primo dato da analizzare è il *Price/Earnings (P/E) ratio* dell'S&P 500,² calcolato come media ponderata per capitalizzazione del rapporto *price/earnings per share* delle 500 aziende incluse nell'indice. Osservando la Fig. 1, che mostra il P/E, calcolato sugli utili degli ultimi 12 mesi, il livello attuale si attesta a 27,3, un valore che si avvicina ai massimi storici degli ultimi 30 anni e che ormai dal 2024 si colloca stabilmente al di sopra della media mobile dei dati storici a 36 mesi (25,5). Storicamente, livelli comparabili o superiori si sono osservati solo in due occasioni: durante la bolla dot-com del 1999-2001, quando il multiplo superò i 30 prima del crollo del 2000-2002, e nel 2020-2021, quando il picco (oltre 33) fu in realtà amplificato meccanicamente dal crollo temporaneo degli utili causato dalla pandemia (denominatore compresso), più che da un'euforia valutativa paragonabile a quella del 2000.

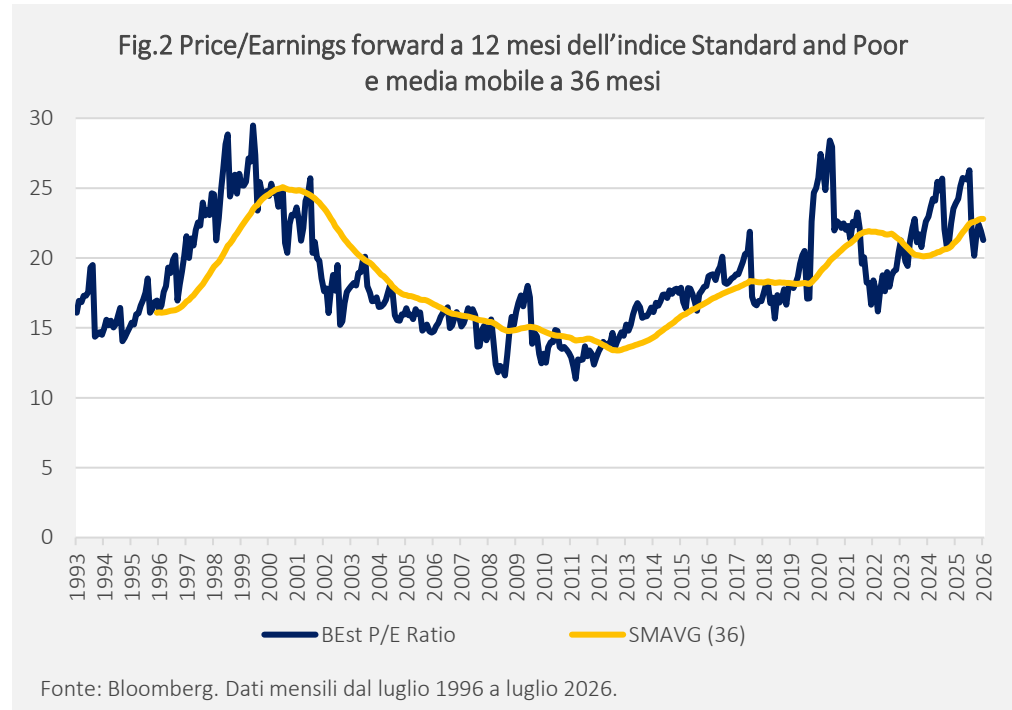


La Fig. 2 mostra invece il *forward P/E* dove gli utili sono basati sulle stime di consenso degli utili nei prossimi 12 mesi.³ Qui si offre un quadro diverso: il valore di oggi è pari a 21,3, leggermente al di sotto della propria media mobile dei dati storici a 36 mesi (22,8), e soprattutto significativamente inferiore ai massimi toccati nella fase pre dot-com (circa 29-30 tra il 1999 e il 2000). Questo scarto tra P/E storico e P/E forward indica che il mercato sta scontando aspettative di crescita degli utili piuttosto sostenute nei prossimi trimestri, verosimilmente legate al rendimento degli investimenti in AI e all'espansione

² Ossia il rapporto fra prezzo dell'azione e utili, una misura che è il reciproco di un tasso di rendimento.

³ Le previsioni di consenso vengono pubblicate dagli analisti finanziari delle più grandi banche d'investimento, in seguito i vari provider, come Bloomberg, raccolgono queste stime e ne calcolano una media – in questo caso una media semplice.

dei margini nel settore tecnologico. In altre parole, buona parte del premio valutativo osservato sul P/E storico si “normalizza” se si guarda al P/E forward, il che è coerente con un mercato che prezza crescita futura piuttosto che pura euforia speculativa fine a sé stessa.



Il fatto che il P/E forward sia oggi ben al di sotto del picco dot-com (21,3 contro ~29-30) è un argomento spesso usato per relativizzare i timori di bolla: rispetto al 2000, il mercato non sta pagando un multiplo così estremo sugli utili attesi. Tuttavia, questo confronto regge solo se le stime di consenso sugli utili si materializzano; in caso di revisione al ribasso degli EPS attesi, il P/E forward “reale” salirebbe rapidamente verso i livelli del P/E storico, riducendo il margine di sicurezza.

Il differenziale attuale tra il P/E storico (27,3) e forward (21,3) – circa 6 punti – è piuttosto ampio rispetto alla media storica e riflette aspettative di crescita degli utili aggregati particolarmente elevate per i prossimi 12 mesi. Questo rende il mercato vulnerabile a una delusione sul lato utili, che agirebbe come catalizzatore di una correzione anche a parità di multiplo.

Va tuttavia notato che entrambi i P/E sono guidati in modo sproporzionato da un numero ristretto di titoli tecnologici a grande capitalizzazione con un effetto di concentrazione settoriale ben documentato negli ultimi anni. Per questo il P/E “medio” dell'indice potrebbe mascherare una dispersione di valutazioni molto più contenuta nel resto del mercato.

Scomponendo il dato a livello settoriale, infatti, il quadro appare chiaro: il settore tecnologico tratta a multipli nettamente superiori a quelli dell'indice,

sia su base storica sia forward, e anche il settore dei beni di consumo discrezionali si posiziona al di sopra del dato aggregato dell'S&P 500, seppur con uno scarto più contenuto rispetto alla tecnologia. Al contrario, i restanti comparti principali – sanitario, finanziario e utilities – mostrano multipli inferiori a quelli dell'indice. Questo conferma come gli indicatori di P/E (sia su base storica sia forward) dell'S&P 500 siano in larga parte trainati dalla tecnologia (e, in misura minore, dai beni di consumo discrezionali): al netto di questi due settori, la maggior parte dei comparti tratta a multipli sensibilmente più bassi, evidenziando una dispersione valutativa tra settori più ampia di quanto il dato aggregato dell'indice lasci intendere.

Tav. 1: Price/Earnings storico e forward a 12 mesi dell'indice Standard&Poor e dei singoli settori del mercato statunitense

(dati puntuali al 27/07/2026)

Settore	P/E Storico	P/E Forward
Indice SP500	27,3	21,3
Settore Sanitario USA	22,3	21,9
Settore Tecnologico USA	37,4	25,0
Settore Utilities USA (Servizi di Pubblica Utilità)	20,3	18,9
Settore Finanziario USA	18,0	16,1
Settore Beni di Consumo Discrezionali USA	29,3	24,0

Fonte: Bloomberg.

Un altro indicatore spesso citato è il cosiddetto *Buffett Indicator*,⁴ ossia il rapporto fra il mercato azionario statunitense totale e il Pil nazionale. Anche questo indicatore è particolarmente elevato, infatti il mercato azionario americano vale circa il 230% del Pil rispetto ad una media storica fra il 100% e il 130%. Per tornare ai livelli storici il mercato azionario dovrebbe scendere di valore di circa il 50%. Tuttavia, una spiegazione che giustificerebbe un *Buffett Indicator* così alto è il fatto che le grandi aziende americane ormai guadagnano il 40% dei loro utili dall'estero, dunque confrontare il loro valore solo con il Pil americano potrebbe essere meno veritiero rispetto al passato.

Un ultimo dato da evidenziare per quanto riguarda il mercato azionario nella sua interezza è il livello dei tassi d'interesse bancari americani. La relazione fra tassi d'interesse e prezzi azionari in media è negativa in quanto un costo del debito più alto porta a margini di profitto più bassi e riduce il valore di cash flows futuri. Un modello finanziario sviluppato in un'analisi di

⁴ Il Buffett Calculator è stato calcolato in base al Wilshire 5000 Total Market Index il 27/07/2026 e il GDP nominale americano TTM considerando il Q1 2026.

Marshall&Stevens,⁵ azienda di consulenza finanziaria, evidenzia che fra il 1971 e il 2022 i tassi d'interesse spiegano il 22,4% della variabilità dei P/E ratios con un coefficiente fra tassi d'interesse e S&P500 *P/E ratio* di -1,5. In altre parole, se il tasso d'interesse dovesse salire di 1 punto percentuale il modello si aspetterebbe che il P/E ratio dell'indice scenda di circa 1,5. Attualmente, a causa del conflitto in Iran, l'aumento dei prezzi energetici e i valori inflazionistici elevati, Wall Street si aspetta un aumento del tasso d'interesse di 50 punti base nei prossimi 12 mesi. Questi aumenti potrebbero segnalare una futura compressione del P/E ratio del mercato.

Big Tech

Come anticipato molta della crescita del mercato azionario americano è trainato dalle grandi aziende tech. Le "Mag 7" (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta, Tesla) ormai costituiscono un terzo dell'indice S&P 500 per capitalizzazione di mercato. In questo paragrafo si analizzano 4 aziende delle Mag 7 per sottolineare i motivi alla base di queste valutazioni elevate e provare a verificare se siano sostenibili o meno.

NVIDIA (NVDA)

Nvidia è una delle più grandi aziende al mondo per capitalizzazione di mercato; al 27 luglio si aggira attorno ai 4.700 miliardi di dollari. Il business principale è la vendita dell'hardware su cui si basa l'infrastruttura dell'intelligenza artificiale moderna. I loro prodotti principali sono AI chips molto avanzati, server, sistemi di networking e il software necessario per usare i loro prodotti hardware. I clienti principali oggi sono Microsoft Azure, Amazon AWS, Google Cloud, Meta, e xAI, ovvero le altre Big Tech che vogliono specializzarsi in AI e cloud computing.

Attualmente NVIDIA presenta un *Price-to-Earnings (P/E) ratio* di circa 36, significativamente superiore alla media del mercato, il che potrebbe far apparire il titolo relativamente sopravvalutato. Tuttavia, negli ultimi quattro trimestri l'azienda ha registrato una crescita media del profitto netto del 107,25% su base annua (YoY). Utilizzando tale tasso di crescita per calcolare il PEG (*Price/Earnings to Growth*) ratio,⁶ si ottiene un valore di circa 0,35,

⁵ Marshall&Stevens, "The Relationship Between S&P 500 P/E Ratios and US Interest Rates", basato su dati di Multipli.com dal 1973 al 2022.

⁶ Il P/E corretto per tenere conto della crescita futura degli utili. La formula è la seguente: $PEG = (P/E)/(100 * g)$. Da un punto di vista teorico, un'alternativa più rigorosa è fornita dal modello di Gordon, che prende in considerazione anche la variabilità del tasso di sconto, ma con la limitazione che il tasso di crescita deve essere minore del tasso di sconto. Nel nostro caso, date le forti aspettative sugli utili futuri, abbiamo optato per la formulazione del PEG, fornita da Peter Lynch nel 1989.

suggerendo che, rispetto alla crescita recente, il titolo potrebbe addirittura risultare significativamente sottovalutato.

È importante sottolineare che un tasso di crescita superiore al 100% annuo non è realistico nel lungo periodo e riflette una fase eccezionale del ciclo di espansione dell'azienda. Questo esempio evidenzia come il PEG sia fortemente dipendente dalle ipotesi formulate sulla crescita futura degli utili. Le aspettative attualmente incorporate dal mercato indicano una crescita degli utili più moderata, compresa tra il 30% e il 35% annuo per i prossimi anni. Con tali ipotesi, il PEG sarebbe circa 1, valore generalmente considerato coerente con una valutazione equa.

Fra i rischi principali che potrebbero mettere in crisi queste previsioni di crescita vi sono:

- riduzione della spesa in AI da parte dei grandi *hyperscaler* (le grandi imprese del settore tech);
- maggiore concorrenza da parte dei chip proprietari di Google, Amazon, Microsoft e Advanced Micro Devices;
- limitazioni geopolitiche, come i controlli sulle esportazioni verso alcuni Paesi.

Alphabet (GOOGLE)

Alphabet è una piattaforma digitale con un'enorme base di utenti, ricavi molto diversificati e un modello di business estremamente redditizio. I suoi business principali sono Google Search, YouTube, Google Cloud, Android, Google Chrome, ma Alphabet sta anche investendo in scommesse a lungo termine come Waymo (guida autonoma) e il quantum computing.

Prima dell'ultimo annuncio sugli utili, Alphabet aveva un P/E di circa 33, più alto del mercato e giustificato dalle sue prospettive di crescita significative e la sua performance negli ultimi anni. Il 22 luglio, Alphabet ha annunciato i risultati trimestrali per il secondo trimestre del 2026 e i dati annunciati hanno stravolto il P/E ratio. Questo trimestre Alphabet ha annunciato 112,19 miliardi di dollari di utile netto di cui 77,1 miliardi erano plusvalenze non realizzate su titoli azionari, inclusi Anthropic e SpaceX e l'utile operativo era solo di 40,77 miliardi (+2,7% rispetto al trimestre precedente). Il giorno successivo all'annuncio il titolo Alphabet è sceso di circa il 7%, e di conseguenza, il P/E storico si è ridotto a circa 16, ma se non considerassimo le plusvalenze e piuttosto utilizzassimo solo l'utile operativo, il *P/E adjusted* sarebbe di circa 30,7. Allo stesso tempo, il forward P/E risulta essere vicino area 22, quindi entrambi i multipli si sono avvicinati ai valori riscontrati per l'SP500.

Ad oggi sembra che il mercato pensi che l'utile operativo di Google tornerà a crescere più rapidamente nei prossimi trimestri, probabilmente per il settore cloud che ha fatto particolarmente bene.

Un altro motivo che ha provocato il crollo del titolo dopo l'annuncio dei dati trimestrali era la notizia che, per la prima volta dalla sua quotazione, Alphabet ha avuto un flusso di cassa negativo a causa dei suoi investimenti in infrastrutture AI. Inoltre, l'azienda ha avvisato che questi costi sono stati maggiori del previsto e che potrebbero continuare a crescere in futuro. Alphabet, come altri hyperscalers, prevede centinaia di miliardi di dollari annualmente in costi infrastruttura nei prossimi trimestri che avranno un ingente peso sui flussi di cassa, rappresentando un forte rischio per l'azienda e calamitando l'attenzione degli investitori sulle modalità e prospettive della redditività.

Apple (AAPL)

Apple è da anni un'azienda leader del mercato americano; al 27 luglio vale circa 4.900 miliardi ed è l'azienda con il più alto valore di capitalizzazione di mercato al mondo. Apple, fra le Big Tech, è forse l'azienda più isolata dall'AI. A parte un impiego minimo per alcuni features dei loro prodotti, Apple non ha fatto grandi investimenti in datacenter o AI chips. Il loro business si focalizza sulla vendita di smartphone, computer, altri accessori come AirPods o Apple watch e abbonamenti a servizi software come Apple music. Molti investitori pensano che nei prossimi anni Apple offrirà nuovi prodotti che integreranno l'AI e che questo possa portare molti consumatori a comprare nuovi prodotti Apple per avere accesso ai nuovi servizi che verranno offerti.

Al momento Apple è prezzata sul mercato con un P/E storico di circa 40 e un P/E forward di circa 36, testimoniando che il mercato continua ad aspettarsi utili piuttosto stabili nei prossimi 12 mesi, così come mostrato dall'azienda negli ultimi anni. Le valutazioni attuali, particolarmente elevate rispetto alla media di mercato, suggeriscono forti aspettative di crescita su un orizzonte temporale più ampio, e allo stesso tempo il mercato paga per il marchio forte, i margini elevati e l'enorme capacità di generare cassa.

Considerando il PEG in base al P/E storico, per giustificare la valutazione corrente servirebbe un tasso di crescita del 15%-20%, che probabilmente è quello che si aspettano gli investitori dai nuovi prodotti con AI integrato.

Tesla (TSLA)

Tesla è probabilmente la società più difficile da valutare tra le Big Tech. Se la si valutasse solo come casa automobilistica, molti analisti la considererebbero costosa. Il mercato, però, non la valuta principalmente come produttore di

automobili ma scommette su prodotti futuri. Infatti, Tesla ha di gran lunga il P/E storico più alto fra le Big Tech che si aggira attorno a 300-350, con un P/E forward di circa 150, ampiamente al di sopra della media di mercato.

Il business si può dividere in Automotive, Energy, Software, Robotaxi e Optimus (robotica).

Il lato Automotive è ancora il business principale e permette all'azienda di guadagnare miliardi in flusso di cassa e profitto ogni anno. Concorrenza da aziende automobilistiche cinesi e tassi d'interesse alti però hanno messo alla prova il settore delle auto e hanno contribuito ad una riduzione dei margini. Il lato Energy è in crescita ma rappresenta volumi piccoli rispetto al business totale.

Al contrario, attualmente i settori Software, Optimus e soprattutto Robotaxi creano pochissimo profitto ma in futuro potrebbero trasformare il modello di business di Tesla. Robotaxi e la guida autonoma sono la scommessa principale, stanno mostrando una forte crescita e sono già attivi in sette città americane. Molti analisti finanziari pensano che il business model Robotaxi possa avere un margine di profitto fino al 40%-50% se implementato su larga scala.

Il 22 luglio, anche Tesla ha annunciato i suoi dati trimestrali e, nonostante più auto vendute, l'utile netto è stato molto al di sotto del previsto. In parallelo il costo dei loro investimenti è salito e il loro flusso di cassa è diventato negativo per la prima volta in due anni. Gli investitori, non avendo previsioni chiare su quando possano vedere un ritorno sul loro investimento e preoccupati del cash flow negativo, hanno fatto crollare il titolo. Il giorno dopo gli utili il titolo è sceso del 14%.

Per Tesla la valutazione non può essere fatta con una semplice analisi del P/E o del PEG, ma richiede ipotesi sui profitti fra molti anni e sulla reale capacità dell'azienda di lanciare su larga scala Robotaxi e Optimus. Rispetto alle altre Big Tech americane, il cui business principale è già maturo e genera flussi di cassa prevedibili, il futuro di Tesla appare significativamente più incerto: gran parte della sua valutazione poggia su scommesse tecnologiche ancora non dimostrate su larga scala, piuttosto che su risultati concreti. Questo rende il titolo un investimento potenzialmente molto redditizio se le previsioni più ottimistiche si realizzeranno, ma anche particolarmente rischioso, poiché una parte rilevante del prezzo attuale riflette aspettative che potrebbero non concretizzarsi, o farlo con tempistiche molto più lunghe di quanto il mercato sconti oggi.

Tav. 2: Price/Earnings storico e forward a 12 mesi dell'indice Standard and Poor 500 e delle aziende sotto analisi
(dati puntuali al 27/07/2026)

Azienda	Trailing P/E	Forward P/E
AAPL US Equity	40,3	36,2
NVDA US Equity	36,2	20,8
GOOG US Equity	30,7	22,1
TSLA US Equity	313,2	150,7
SPX Index	27,3	21,3

Fonte: Bloomberg.