

Il cambiamento delle dinamiche di liquidità può ostacolare l'azionario USA

Autore



Robert M. Almeida
Portfolio Manager e
Global Investment Strategist

In breve

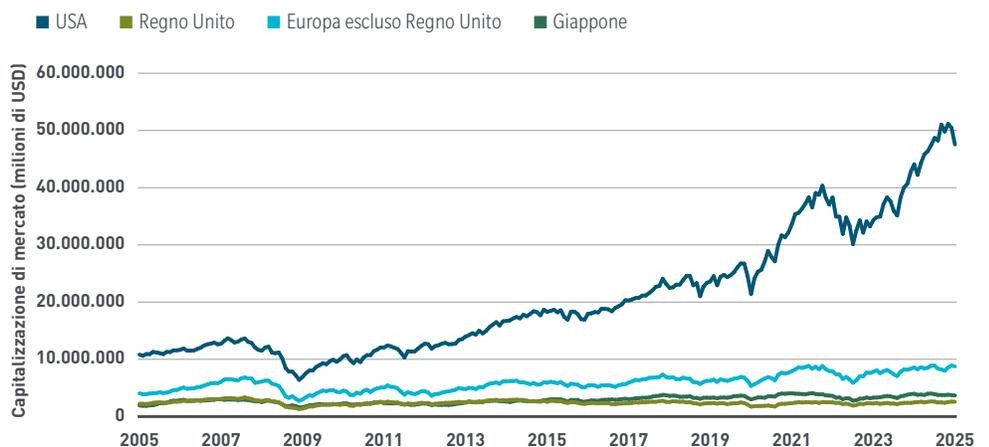
- La contrazione della liquidità esaspera la volatilità e può aiutare a individuare i titoli azionari più vulnerabili in caso di una continua stretta delle condizioni di liquidità.
- A partire dalla crisi finanziaria globale, la liquidità è confluita in larga misura nelle attività finanziarie piuttosto che nell'economia reale.
- I venti favorevoli del periodo post-crisi finanziaria globale – abbondante liquidità, globalizzazione e tassi d'interesse eccezionalmente bassi – si stanno trasformando in venti contrari ora che i dazi rischiano di prosciugare la liquidità.

Quando la volatilità colpisce i mercati finanziari come accaduto nelle ultime settimane, è spesso accompagnata da un'impennata della domanda di contanti e da una diminuzione della liquidità. Ad esempio, in aprile i volumi azionari statunitensi hanno superato i massimi storici ma la liquidità si è ridotta, esacerbando le anomalie di prezzo.

Sebbene l'enorme divario tra volumi e liquidità sia stato probabilmente eccezionale, questa situazione può aiutare gli investitori a capire quali sono i titoli azionari più vulnerabili in caso di contrazione della liquidità.

La Figura 1 riporta la ben nota sovraperformance delle azioni statunitensi dalla crisi finanziaria globale in poi. Sebbene la superiorità degli utili sia sempre il motore principale della performance, ci sono stati altri fattori in gioco?

Figura 1: 15 anni di sovraperformance degli Stati Uniti



Fonte: FactSet. Dati mensili dal 31 marzo 2005 al 28 febbraio 2025. Stati Uniti = S&P 500, Regno Unito = MSCI United Kingdom, Europa escluso Regno Unito = MSCI Europe ex UK, Giappone = MSCI Japan. Capitalizzazione di mercato in USD.

All'inizio degli anni 2010, i timori legati alla deflazione erano predominanti. Le autorità politiche, in particolare negli Stati Uniti, cercavano disperatamente di evitare un circolo vizioso fatto di diminuzione dei prezzi e della velocità della moneta. La soluzione era creare liquidità, ma il problema era il come. I modi per farlo sono due: la crescita economica o l'indebitamento.



Con banche e famiglie in modalità austerità e le aziende intente a esternalizzare gli investimenti fissi tangibili in Asia, la crescita non era un'opzione. La creazione di debito attraverso il quantitative easing è stata la strada prescelta dagli Stati Uniti. La speranza era che i fondi presi a prestito avrebbero dato impulso alla spesa, sollevato l'inflazione e riaperto la prosperità economica. La Figura 2 mostra la crescita di M2, un aggregato monetario ampio, negli Stati Uniti e in altri paesi. Come si può vedere, gli Stati Uniti hanno nettamente superato tutti gli altri. Ma la maggiore offerta di moneta non è riuscita a produrre crescita economica in quanto il meccanismo di trasferimento della liquidità all'economia reale ha smesso di funzionare, e questo perché le banche non concedevano prestiti, i consumatori non spendevano e le imprese non investivano.

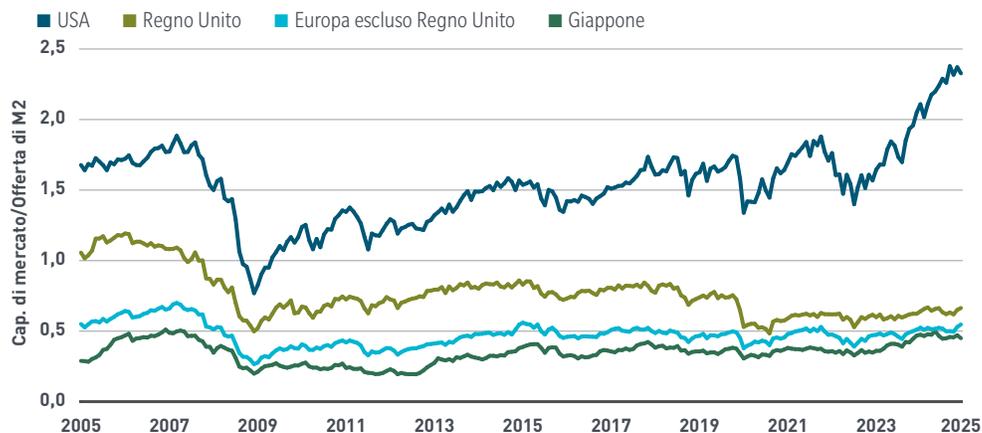
Figura 2: Dopo il Covid, forte aumento dell'aggregato M2 statunitense



Fonte: Haver Analytics. Dati mensili dal 31 marzo 2005 al 28 febbraio 2025. Offerta di M2 in USD.

La Figura 3 combina i grafici precedenti e mostra la capitalizzazione di mercato divisa per l'offerta di moneta. Osservata attraverso questa lente, la sovraperformance degli asset statunitensi risulta ancora più pronunciata, soprattutto all'indomani degli stimoli introdotti durante la pandemia. Come mai?

Figura 3: La maggiore offerta di moneta statunitense si riversa sugli asset statunitensi



Fonte: Valore di mercato tratto da FactSet, offerta M2 tratta da Haver Analytics. Dati mensili dal 31 marzo 2005 al 28 febbraio 2025. Capitalizzazione di mercato rappresentata da: Stati Uniti = S&P 500, Regno Unito = MSCI United Kingdom, Europa escluso Regno Unito = MSCI Europe ex UK, Giappone = MSCI Japan. Offerta di M2 dell'Eurozona utilizzata come indicatore per l'Europa escluso Regno Unito. Valore di mercato e offerta di M2 espressi in USD.



I titoli azionari statunitensi hanno una duration più lunga

In parte a causa della predominanza di aziende tecnologiche, riteniamo che le società statunitensi abbiano tassi di crescita superiori a quelli del resto del mondo. Ciò si manifesta in un valore terminale più elevato e in una minore restituzione di cash flow agli investitori, poiché la liquidità viene reinvestita nell'azienda anziché distribuita agli azionisti. Nel linguaggio obbligazionario, i titoli azionari statunitensi, in particolare quelli delle società growth e tecnologiche, hanno una duration più lunga rispetto alle imprese mature e con una crescita più bassa.

Ciò è importante ai fini della liquidità di mercato. Per gran parte degli operatori la liquidità di mercato è la capacità di scambiare un titolo al prezzo quotato, ma la liquidità può essere inquadrata anche dalla prospettiva del valore temporale del denaro. Il beta della liquidità di uno strumento finanziario dipende dal rapporto tra la capitalizzazione di mercato e la sua duration. In quest'ottica, maggiore è la duration, minore è la liquidità e maggiore è la sensibilità del titolo alle variazioni della liquidità di mercato. La Figura 3 illustra questo concetto, così come la sottoperformance delle azioni statunitensi nelle ultime settimane.

Perché questo potrebbe essere importante in futuro?

I dazi riducono la liquidità

Sebbene la situazione rimanga fluida, credo sia lecito supporre che nel prossimo futuro ci troveremo di fronte a un numero maggiore di dazi rispetto al passato, a prescindere dall'aliquota applicata.

Dal momento che gli Stati Uniti consumano più di quanto producono, i dazi sono una tassa sugli importatori netti, ovvero sulle aziende che importano beni per costruire altri beni, ma anche sulle famiglie. Questa tassa, a prescindere dall'aliquota finale, sottrarrà denaro all'economia reale e minaccerà quelli che a nostro avviso sono margini di profitto elevati ma insostenibili.

Conclusioni

Shakespeare scrisse ne *La Tempesta*: "Il passato è prologo". Anche se forse non è esattamente così, il passato può aiutarci a conoscere il futuro.

Il deficit di bilancio statunitense è sui massimi storici e i volumi massicci di liquidità creati dalle autorità politiche statunitensi negli ultimi 15 anni hanno avuto un impatto diretto sugli asset a lunga duration.

Sono sempre gli utili e i cash flow a guidare i prezzi delle azioni. E, per gran parte di questo secolo, le società statunitensi hanno beneficiato soprattutto dei venti di coda della globalizzazione e dei tassi d'interesse artificialmente bassi, che hanno portato la redditività su livelli inediti. Come ho scritto ampiamente, questi venti a favore stanno diventando venti contrari. A mio avviso, se i dazi drenano la liquidità, lentamente o rapidamente che sia, ciò potrebbe costituire un ulteriore impulso alla sovraperformance dei titoli azionari non statunitensi e degli asset quotati rispetto a quelli privati. ▲

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** - MFS Investment Management; **America latina** - MFS International Ltd.

Si noti che in Europa e nella regione Asia-Pacifico, il presente documento può essere distribuito solo a professionisti dell'investimento e clienti istituzionali. In Canada il presente documento può essere distribuito solo a clienti istituzionali. In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato.

Nota per i lettori del Canada: pubblicato in Canada da MFS Investment Management Canada Limited. **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a.r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** - MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento; **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM). In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate: Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali.** Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS International U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e né MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.