

## Il promemoria di Moody's per gli investitori

### Autore



Robert M. Almeida  
Portfolio Manager e  
Global Investment Strategist

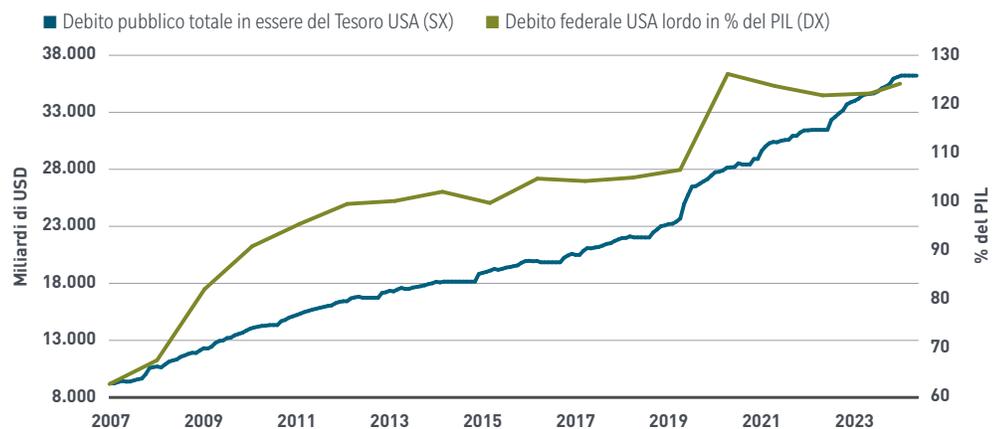
### In breve

- Non è l'inflazione che sta spingendo al rialzo i rendimenti, ma il premio per l'incertezza.
- L'elevato onere debitorio degli Stati Uniti e la forte incertezza potrebbero impedire ai rendimenti delle obbligazioni a lungo termine di scendere, anche se la Federal Reserve dovesse tagliare i tassi.
- Ciò potrebbe indicare che siamo prossimi a una svolta verso un mercato trainato più dai fondamentali che dai decisori politici.

Dalla crisi finanziaria globale del 2008, le autorità statunitensi hanno cercato di invertire il rallentamento della velocità della moneta e di attutire il rischio di perdite finanziarie attraverso la liquidità. Come scrivevamo nell'[articolo del mese scorso](#), esistono solo due modi per creare liquidità: aumentando il reddito o aumentando il debito. La spesa incrementale delle famiglie e delle imprese statunitensi è diminuita dopo la crisi finanziaria globale e i decisori politici hanno quindi fatto maggiore ricorso all'indebitamento.

Seppur noti a tutti, riproponiamo brevemente i dati: l'onere debitorio complessivo degli Stati Uniti è più che triplicato, passando dai 10.000 miliardi di dollari del 2007 agli oltre 36.000 miliardi di dollari di oggi (linea verde nella Figura 1). Anche tenendo conto delle variazioni delle dimensioni dell'economia, il rapporto debito/PIL degli Stati Uniti è quasi raddoppiato, passando dal 65% al 125% (linea blu).

### Figura 1: Comunque lo si misuri, l'onere debitorio statunitense è nettamente aumentato



Fonte: Bloomberg. Debito pubblico totale in essere del Tesoro USA – dati mensili dal 31 dicembre 2007 al 30 aprile 2025. Debito federale USA lordo in % del PIL – dati annuali dal 31 dicembre 2007 al 31 dicembre 2024.

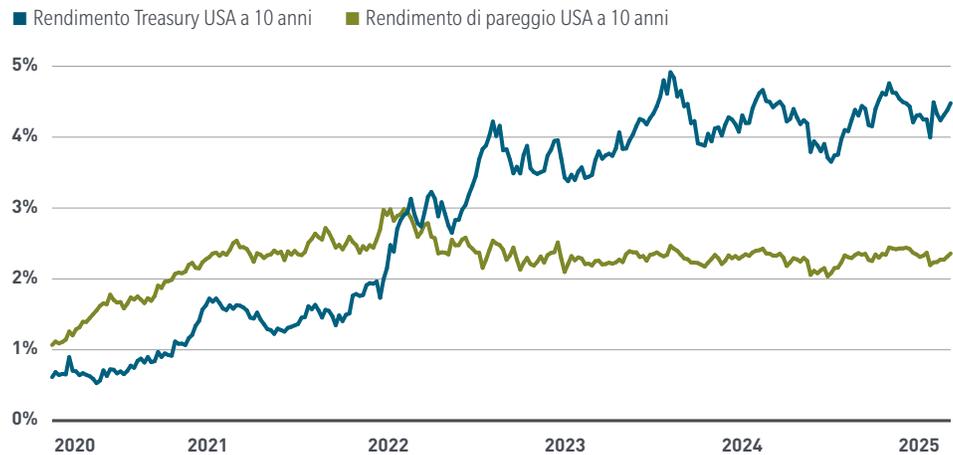
Sebbene rifletta una realtà ben nota ("known known"), il recente declassamento del debito statunitense da parte di Moody's è un buon promemoria per gli investitori, in quanto serve ad attirare la loro attenzione su un fattore di rischio che sta aumentando ormai da diversi anni, ma che i mercati hanno quasi completamente ignorato. Probabilmente pensavate che avrei menzionato l'inflazione, ma in realtà si tratta di qualcos'altro.



### Innanzitutto, perché non è una questione di inflazione?

Il seguente grafico mostra i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni e i rendimenti di pareggio dei TIPS di pari scadenza. Mentre i movimenti dai minimi pre-Covid al 2022 hanno rispecchiato lo shock inflazionistico causato dagli stimoli pandemici, da allora i rendimenti hanno seguito traiettorie diverse. I rendimenti obbligazionari nominali sono aumentati, quelli di pareggio no.

**Figura 2: I rendimenti nominali sono aumentati, quelli di pareggio no**



Fonte: Bloomberg. Dati settimanali dal 1° maggio 2020 al 16 maggio 2025.

Se fosse una questione di inflazione, le imprese alzerebbero i prezzi e le previsioni sugli utili indicherebbero probabilmente un rialzo. Invece, le aziende non stanno aumentando i prezzi e le aspettative sono in calo, come illustrato in basso, a causa dei costi dei fattori di produzione più elevati e più rigidi rispetto agli anni precedenti la pandemia.

**Figura 3: Calo degli utili attesi**



Fonte: FactSet. Dati settimanali dal 2 giugno 2023 al 16 maggio 2025.

Ciò suggerisce che la causa dell'aumento dei rendimenti nominali e del declassamento di Moody's sia un'altra: un premio per l'incertezza.



### Qual è dunque il rischio?

Gli asset finanziari sono diritti legali sui cash flow. Ciò che per un investitore rappresenta un asset per qualcun altro è una passività. In questo contesto, i rendimenti dei Treasury servono a compensare i prestatori per l'incertezza sul futuro. Quando l'incertezza cresce, la liquidità diminuisce e i rendimenti salgono. L'aumento dei rendimenti dei Treasury equivale a un aumento delle passività statunitensi.

Sebbene la situazione rimanga fluida, ci sembra ragionevole supporre che ci troveremo alle prese con i dazi più elevati mai conosciuti nella nostra vita. Se sarà così, occorre tenere presente che i dazi sono una tassa che preleva denaro reale (liquidità) dall'economia e che gli investitori richiedono una remunerazione in cambio, uno scenario diverso rispetto agli anni 2010.

### Perché la Fed potrebbe non essere di grande aiuto la prossima volta

Il nostro settore attribuisce grande importanza alla Federal Reserve statunitense. In un certo senso ne comprendo il motivo. Per anni gli investitori hanno creduto, sulla base dell'esperienza post-crisi finanziaria globale, che le banche centrali controllassero il prezzo del tempo. Tuttavia, per gran parte di quel periodo l'onere debitorio degli Stati Uniti è cresciuto e nel paese sono confluiti ingenti afflussi di capitale.

Storicamente, il calo dei tassi sui Federal Fund è stato accompagnato da una diminuzione degli utili societari e da un indebolimento della crescita economica. Mentre in passato un contesto di crescita debole ha esercitato pressioni al ribasso sui rendimenti, sono dell'avviso che la combinazione di un onere debitorio già elevato e di una maggiore incertezza potrebbe impedire ai rendimenti obbligazionari a lungo termine di scendere, anche se la Fed dovesse tagliare i tassi. In altre parole, i futuri tagli dei tassi potrebbero sostenere gli utili e i prezzi degli asset finanziari meno di quanto abbiano fatto in passato.

### Conclusioni

L'elevato onere debitorio statunitense non accenna a diminuire, al contrario della liquidità. A differenza degli anni passati, oggi chi investe in Treasury bond si dimostra molto più sensibile alle nuove incertezze e richiede un premio più alto.

Non è detto che la guerra commerciale si trasformerà in una vera e propria guerra dei capitali e della liquidità (un rischio cronico a lungo ignorato), ma il deficit di bilancio degli Stati Uniti minaccia ora di diventare un rischio acuto.

Pur non prevedendo nulla di simile a una crisi del debito negli Stati Uniti, i costi di finanziamento per consumatori e imprese potrebbero rimanere elevati anche a fronte di una riduzione del tasso sui Federal Fund nel prosieguo dell'anno. Riteniamo che questa situazione possa portare a un'ampia dispersione delle performance operative e finanziarie tra le aziende che saranno in grado di affrontare questo nuovo mondo e quelle che non ci riusciranno.

Ciò potrebbe a sua volta porre fine ad anni di sovraperformance delle strategie a gestione passiva e segnare l'inizio di un nuovo regime in cui sono i fondamentali a determinare la performance del mercato, non i decisori politici. ▲

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 contravvenga 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.