

Il paradigma cambia, ma la liquidità è destinata a restare

Autore



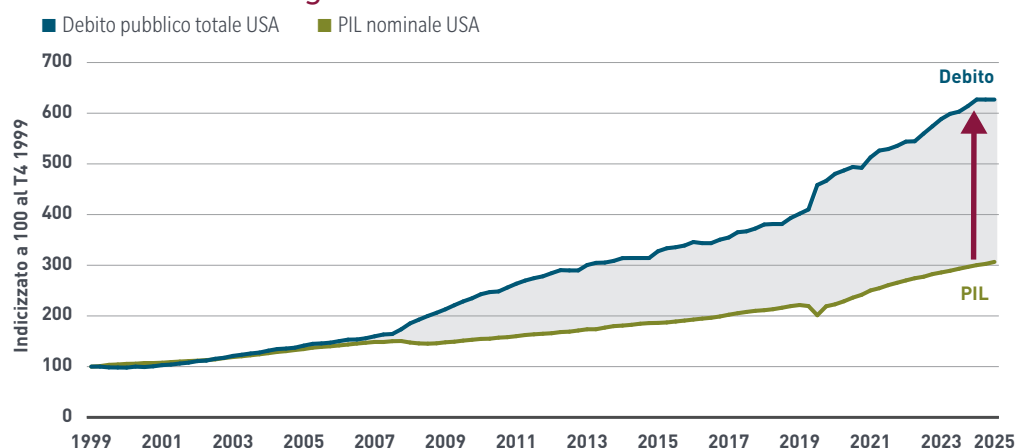
Robert M. Almeida
Portfolio Manager e
Global Investment Strategist

In breve

- La storia insegna che i governi faticano a contenere la liquidità una volta che è stata immessa nel sistema.
- Stiamo entrando in un nuovo paradigma in cui gli investimenti fissi tangibili sostituiscono l'ingegneria finanziaria.
- In questo nuovo contesto, la ridefinizione dei bacini di profitto potrebbe favorire i gestori attivi.

L'indebitamento del governo statunitense è cosa nota, ma gli investitori potrebbero sottovalutarne il potenziale impatto futuro sull'economia. Il grafico in basso mostra l'andamento del debito pubblico totale degli Stati Uniti rispetto alle dimensioni dell'economia nazionale negli ultimi decenni. Non sorprende che le due linee abbiano cominciato a divergere dopo la crisi finanziaria globale del 2008.

Figura 1: Aumento esponenziale del rapporto debito/PIL dopo la crisi finanziaria globale



Fonte: Bloomberg. Dati trimestrali dal 31 dicembre 1999 al 30 giugno 2025 (ultimi dati disponibili).
Dati normalizzati al 31 dicembre 1999.

Quanto accade negli Stati Uniti non è una novità e, sebbene la storia possa aiutarci a riflettere sulle possibili conseguenze, a mio avviso gli investitori che si aspettano una contrazione della liquidità a compensazione di questo squilibrio potrebbero restare delusi. Propongo invece un altro scenario, che non è privo di costi ma che potrebbe invertire la tendenza recente e indurre gli investitori a guardare con occhi nuovi il valore della consulenza di portafoglio.



I governi hanno spesso svalutato la moneta

Fin dall'antichità i governi aumentano la quantità di moneta in circolazione per finanziare varie iniziative. Esistono diversi modi per farlo, modi che spesso finiscono per influenzare l'economia più ampia e i mercati finanziari. Due esempi, tra i molti possibili, sono l'antica Roma e l'Inghilterra del XVI secolo.

A partire all'incirca dal 200 a.C. fino al 265 d.C., per finanziare le guerre il contenuto d'argento del denario romano fu ridotto dal 100% all'1%, provocando iperinflazione e contribuendo al declino definitivo dell'Impero romano.

Secoli dopo, nell'Inghilterra del XVI secolo, il re Enrico VIII ordinò di ridurre il contenuto di metalli preziosi nelle monete d'oro e d'argento, sempre per finanziare guerre costose. A partire dagli anni '40 del 1500, la "Grande svalutazione" sostituì i metalli preziosi con il rame, meno pregiato. Questo provocò una forte inflazione, danneggiò la reputazione commerciale internazionale dell'Inghilterra e generò un'instabilità economica che durò molti anni.

Dal 2008 il governo statunitense ha creato moneta usando un'altra leva: il quantitative easing (QE). Dal momento che ridurre i tassi d'interesse fino a raggiungere i livelli più bassi degli ultimi 5.000 anni non era bastato a stimolare la crescita economica, la Federal Reserve ha acquistato grandi quantità di Treasury e di mortgage-backed securities sul mercato aperto. Per pagare questi asset ha creato delle riserve, aumentando così la massa monetaria.

Tuttavia, come evidenziato dalla linea del PIL nel grafico precedente, il QE non porta sempre a crescita economica o a inflazione. Quando la moneta viene svalutata, diluendo la percentuale di argento o creando riserve bancarie che non vengono destinate a usi produttivi nell'economia reale, ciò causa squilibri nel debito.

Questo è importante perché, per sostenere tale squilibrio, la Fed non può contrarre di molto la liquidità. La massa monetaria deve rimanere ampia in rapporto al carico debitorio, e non al PIL come comunemente si pensa. Fino a quando l'economia non crescerà abbastanza da poter ripagare questo debito, l'eccesso di liquidità è destinato a perdurare al fine di evitare una crisi del debito.

Il percorso più probabile e i cambiamenti che potrebbe comportare

Non sono soltanto imperatori, re o banche centrali a creare moneta. Il sistema della riserva frazionaria consente alle banche commerciali di fare altrettanto. In epoca moderna, fino alla crisi finanziaria, è stato questo il principale meccanismo di creazione di moneta. Ecco un breve ripasso del suo funzionamento:

Quando le banche prestano una parte dei propri depositi, viene firmato un contratto di prestito ed emesso un pagherò. A quel punto la banca dà seguito al proprio impegno accreditando la somma sul conto del cliente, e così facendo genera nuova moneta.

Per esempio, quando un cliente contrae un prestito di 100 dollari, firma un contratto di prestito e un pagherò, che rappresenta l'impegno a rimborsare la somma. Gli attivi della banca aumentano di 100 dollari (il pagherò), così come aumentano le passività sotto forma di debiti verso terzi. La banca assolve al proprio impegno accreditando sul conto del cliente l'importo del prestito, creando di fatto un nuovo deposito. Il pagherò resta un attivo per la banca, mentre la passività viene sostituita da un deposito di 100 dollari. Questo deposito rappresenta nuova moneta che entra nell'economia e che prima non esisteva.

Questo sistema è stato vitale per le economie moderne, consentendo alle banche di generare rendimenti e stimolare la crescita economica. Naturalmente, si è inceppato dopo la crisi del 2008, proprio quando sarebbe stato fondamentale. I programmi di QE del governo statunitense furono concepiti per "attivare la pompa economica", ma non produssero l'effetto sperato: la liquidità si riversò nei prezzi degli asset finanziari attraverso buyback azionari, aumenti dei dividendi e operazioni di fusione e acquisizione.



Dal 2022, tuttavia, parte della nuova moneta è giunta da questo canale del settore privato, finanziando investimenti nell'ottimizzazione delle filiere produttive, nell'economia digitale e, soprattutto, nelle infrastrutture per l'intelligenza artificiale. Si tratta di progetti con una potenziale utilità economica, in netto contrasto con quello che, col senno di poi, può essere visto a tutti gli effetti come un trasferimento di ricchezza dai risparmiatori ai debitori nel periodo 2009-2021, che ha arricchito soprattutto i proprietari di asset finanziari.

Sebbene le circostanze possano cambiare, da qui in avanti ci aspettiamo una crescita economica superiore al decennio di stagnazione degli anni 2010. Tuttavia, è probabile che ciò manterrà inflazione e costi di finanziamento a lungo termine sugli attuali livelli.

Pur dipendendo dal ritmo della crescita reale, è probabile che i livelli eccessivi di debito pubblico negli Stati Uniti persistano, rendendo molto più difficile per i decisori politici allentare le condizioni finanziarie in caso di episodi di stress economico o di mercato.

Conclusioni

La creazione di liquidità ad opera dei governi è una costante della storia economica, passata e presente. La storia suggerisce che una volta aumentata la liquidità è difficile ritirarla, perché i leader non vogliono deludere gli elettori con tagli alla spesa. In assenza di misure di austerità, bisognerà mantenere i bilanci enormi delle banche centrali per sostenere i pesanti carichi debitori.

Sebbene la liquidità sia probabilmente destinata a restare, è iniziato un nuovo ciclo del capitale. Gli investimenti fissi tangibili sono in crescita. Anche se potrebbero interrompersi prematuramente o non essere sufficienti a ridurre l'onere debitorio, credo vi siano tre cambiamenti importanti con cui imprenditori e investitori dovranno confrontarsi, che segnano una netta frattura rispetto agli anni 2010.

1. Anche se la Fed potrebbe tagliare i tassi a breve termine, i costi di finanziamento a lungo termine resteranno probabilmente ancorati ai livelli attuali a causa della nuova attività economica. In particolare, non credo ci si debba attendere un calo significativo (se mai ci sarà) dei rendimenti decennali dei Treasury. Potrebbero persino aumentare.
2. I costi del fare impresa sono, e rimarranno, molto più alti. Non si tratta solo del capitale: anche i beni sono più costosi rispetto agli anni 2010 per via delle nuove misure politiche e dell'attività economica. Al contempo, la tecnologia ha fatto esplodere la competitività, mettendo sotto pressione le aziende storiche in più settori e costringendole a investire nell'innovazione dei prodotti e nel coinvolgimento dei clienti.
3. Riteniamo che la combinazione di questi primi due fattori potrebbe rendere più difficile generare utili, creando una maggiore dispersione dei risultati tra i vari settori e mercati. Le imprese che offrono beni o servizi di cui i clienti hanno effettivamente bisogno (e che possono aumentare i prezzi a fronte di costi degli input più alti) prospereranno. Quelle che non dispongono di questo margine, invece, deluderanno le elevate aspettative sugli utili, soprattutto in assenza della rete di sicurezza costituita dai tassi artificialmente bassi e dalla manodopera a basso costo.

Nel complesso, penso che questi fattori inaugurino un nuovo paradigma in cui la selezione dei titoli tornerà finalmente a contare. ▲

MSCI EAFE (Europe, Australasia, Far East) Index (net div): un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato concepito per misurare la performance delle azioni dei mercati sviluppati, esclusi Stati Uniti e Canada.

Standard & Poor's 500 Stock Index: un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato di 500 titoli azionari ampiamente detenuti, volto a misurare la performance azionaria complessiva degli Stati Uniti.

Fonte dei dati sull'indice: MSCI. MSCI non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione esplicita o implicita e non si assume alcuna responsabilità per quanto riguarda i dati MSCI contenuti nel presente documento. Non è consentita la ridistribuzione dei dati MSCI né il loro utilizzo come base per altri indici, titoli o prodotti finanziari. Il presente rapporto non è stato approvato, esaminato o prodotto da MSCI.

"Standard & Poor's" e S&P "S&P" sono marchi registrati di Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P") e Dow Jones è un marchio registrato di Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Tali marchi sono concessi in licenza d'uso a S&P Dow Jones Indices LLC e concessi in sublicenza per determinati scopi ad MFS. L'S&P 500® è un prodotto di S&P Dow Jones Indices LLC, ed è stato concesso in licenza d'uso ad MFS. I prodotti di MFS non sono sponsorizzati, approvati, venduti o promossi da S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P o dalle rispettive affiliate, e né S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P, né le rispettive affiliate rilasciano alcuna dichiarazione in merito all'opportunità di investire in tali prodotti.

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.