

## Perché le azioni non statunitensi potrebbero riconquistare la leadership di mercato

### Autore



Robert M. Almeida  
Portfolio Manager e  
Global Investment Strategist

### In breve

- Correlazione e causalità sono due cose distinte.
- La liquidità non è scalabile.
- La volatilità è il mercato che modifica le proprie ipotesi.

Due delle obiezioni che mi vengono mosse rispetto alla tesi secondo cui le azioni non statunitensi supereranno quelle statunitensi nei prossimi anni sono: 1) l'eccezionalismo economico degli Stati Uniti e 2) l'enorme afflusso di capitali nelle strategie di investimento passive degli Stati Uniti. La prima è fondata, mentre la seconda, a mio avviso, non lo è. Cosa ancor più importante, gli investitori potrebbero focalizzarsi sui fattori tecnici a scapito dei fondamentali.

### Correlazione e causalità sono due cose distinte

Gli Stati Uniti crescono a un ritmo più rapido rispetto al resto del mondo. Nel mio recente articolo intitolato "Un nuovo ciclo del capitale alimenta l'eccezionalità statunitense", parlo di come le immobilizzazioni tangibili negli Stati Uniti stiano finalmente cominciando a risalire la china. Questa spesa sta trainando l'attività economica, la velocità della moneta e le pressioni sui prezzi in un momento in cui molti mercati sviluppati vanno incontro a prospettive di crescita deboli.

Dunque pur concordando sul fatto che le prospettive di crescita dei mercati sviluppati potrebbero risultare inferiori a quelle degli Stati Uniti, è importante tenere a mente che il prodotto interno lordo e i rendimenti dei mercati azionari sono due cose diverse. Il PIL è un flusso. Misura quanto capitale è stato allocato in passato e dove, non la ricchezza degli azionisti. Il PIL è importante e la sua direzione presenta spesso una correlazione positiva con i rendimenti azionari, ma correlazione e causalità sono due cose distinte. Ad esempio, gli investitori che negli ultimi vent'anni hanno inseguito le azioni dei mercati emergenti (in virtù della crescita economica superiore a quella dei mercati sviluppati) hanno imparato questa lezione sulla propria pelle.

Di fatto, i prezzi delle azioni rappresentano il valore attuale di una stima ponderata per la probabilità degli utili futuri – indipendentemente dalla regione del mondo in cui vengono generati – più il valore di liquidazione di asset quali immobili, impianti, attrezzature e proprietà intellettuale. Ciò che influisce sui rendimenti azionari è quindi la valutazione, ovvero quanto paga un investitore per avere diritto agli utili futuri, argomento su cui tornerò a breve.



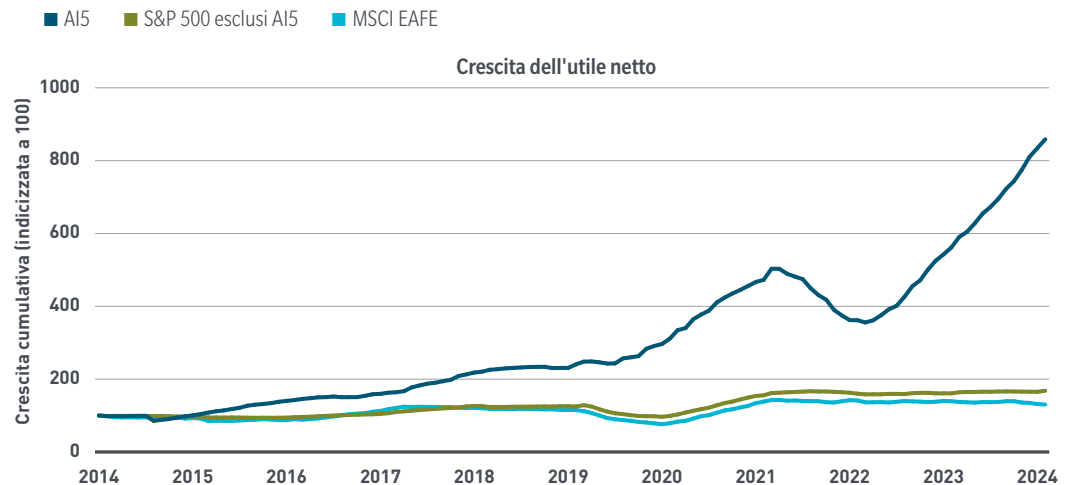
## La liquidità non è scalabile

Internet 2.0 comincia all'inizio degli anni 2000, quando la tecnologia passa da semplici siti web a interazione limitata ad applicazioni sempre più dinamiche alimentate dagli avanzamenti dei software e del cloud computing. In linea con quanto accaduto in altri periodi storici di innovazione, il bottino finanziario è andato a quella ristretta cerchia di aziende che si sono accaparrate enormi bacini di utili. Intorno al 2015-2020, gli effetti di rete creati da queste aziende hanno dato vita a una dinamica del "vincitore che prende tutto", che ha innescato una nuova fase di concentrazione dei profitti negli Stati Uniti e, successivamente, una fase di concentrazione dei benchmark.

Arriva l'intelligenza artificiale. Come in passato, le aspettative degli investitori sulla concentrazione degli utili sono salite alle stelle (come illustrato nella Figura 1).

È importante per capire perché le azioni non statunitensi potrebbero superare quelle statunitensi? Moltissimo, a mio avviso.

**Figura 1: Crescita cumulativa degli utili nell'ultimo decennio per gli AI5, l'S&P esclusi AI5 e l'MSCI EAFE**



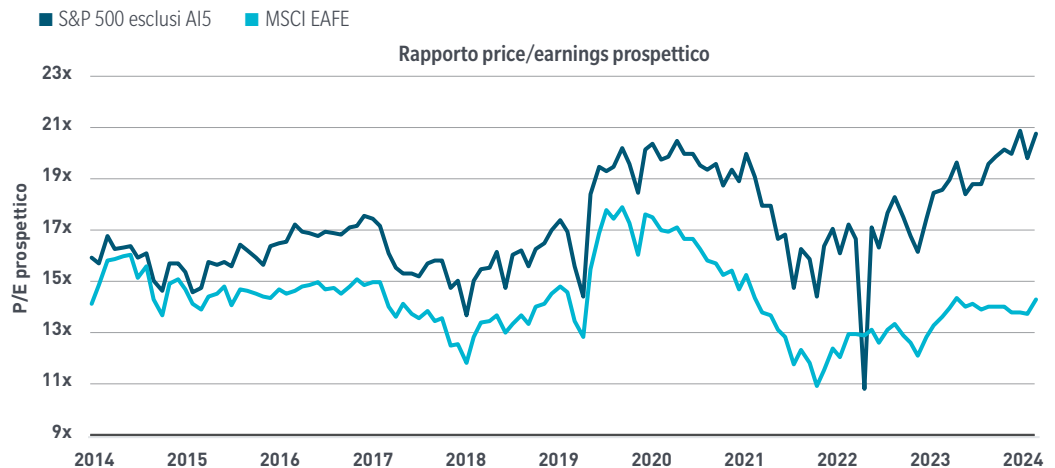
Fonte: FactSet Portfolio Analysis. Dati mensili dal 31 dicembre 2014 al 31 gennaio 2025. Le aziende AI5 ("Artificial Intelligence 5") sono Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft e Nvidia. S&P 500 esclusi AI5 = S&P 500 esclusi i titoli AI5. L'utile netto si riferisce agli ultimi dodici mesi.

Le informazioni di cui sopra nonché le singole società e/o i singoli titoli menzionati non devono essere interpretati come una consulenza d'investimento, una raccomandazione di acquisto o di vendita o un'indicazione delle intenzioni di trading in relazione ad alcun prodotto MFS®.

La linea verde rappresenta la crescita dell'utile netto dei restanti titoli dell'S&P 500 dopo aver eliminato le 5 aziende IA (AI5) e la linea azzurra rappresenta l'MSCI EAFE. Sebbene gli Stati Uniti abbiano superato l'MSCI EAFE, il divario valutativo è molto ampio (come illustrato nella Figura 2 in basso). Credo che uno dei motivi di ciò sia il fatto che la liquidità non è scalabile.



**Figura 2: La mancanza di liquidità contribuisce ad alimentare il divario valutativo USA/non USA**



Fonte: FactSet, analisi di portafoglio FactSet. Dati mensili dal 31 dicembre 2014 al 31 gennaio 2025. Le aziende AI5 ("Artificial Intelligence 5") sono Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft e Nvidia. S&P 500 esclusi AI5 = S&P 500 esclusi i titoli AI5. Il rapporto price/earnings (P/E) prospettico si riferisce ai prossimi dodici mesi. P/E calcolato come media armonica ponderata dell'S&P 500 esclusi AI5. Le informazioni di cui sopra nonché le singole società e/o i singoli titoli menzionati non devono essere interpretati come una consulenza d'investimento, una raccomandazione di acquisto o di vendita o un'indicazione delle intenzioni di trading in relazione ad alcun prodotto MFS.

Ogni dollaro in più che entra nel mercato azionario attraverso veicoli passivi ha un effetto trascurabile sui titoli altamente liquidi, in particolare sulle mega cap, ma così non è per molti dei titoli meno liquidi dell'S&P 495, e ciò ha comportato una maggiore elasticità dei prezzi in ragione dell'enorme domanda.

Come ci hanno insegnato alla prima lezione di economia, quando la domanda supera l'offerta, il meccanismo di aggiustamento è l'aumento dei prezzi. Tutte le famiglie lo hanno sperimentato in prima persona con la carta igienica e altri beni durante i primi mesi di lockdown dovuti al Covid. A questi titoli è successo qualcosa di simile: la domanda eccessiva da parte dei veicoli passivi ha travolto i loro profili di liquidità.

Sorge dunque una domanda: quale sarà l'elemento in grado di bloccare o invertire l'afflusso di fondi verso i veicoli passivi statunitensi? La storia insegna che la risposta è la seguente: una variazione nelle aspettative di rendimento delle società a maggiore capitalizzazione dell'indice.

### La volatilità è il mercato che modifica le proprie ipotesi

A differenza di Internet 2.0, in cui gli effetti di rete hanno incanalato gran parte dei profitti verso una manciata di aziende, il lancio di DeepSeek ha dimostrato che i modelli fondativi sono più simili ai produttori di materie prime che non agli oligopoli dotati di economie di scala. Il rischio per l'S&P 500, e più segnatamente per i 5 titoli IA, è che il mercato giunga a questa conclusione e li rivaluti di conseguenza.



Allo stesso tempo, nel corso della storia la tecnologia ha avuto un ruolo prevalentemente deflazionistico perché ha eliminato i colli di bottiglia e ha spostato i luoghi in cui veniva catturato il valore economico. Ad esempio, l'adozione in massa della stampa ha facilitato la diffusione su larga scala delle informazioni. Il valore economico si è spostato dai documenti scritti a mano, particolarmente laboriosi in termini di tempo, a mercati di riferimento nuovi e più ampi, come i libri prodotti in serie, i giornali e altro ancora. Naturalmente, negli ultimi 30 anni Internet ha spostato nuovamente il valore economico.

È un aspetto importante anche relativamente all'IA, perché, che diventi o meno una commodity, questa tecnologia rimuove il collo di bottiglia della creazione e della verifica ed è in grado di spostare enormi bacini di profitto. Ciò avrà probabilmente enormi implicazioni in termini di performance azionarie future delle aziende che cedono quote di profitto e di quelle che ne guadagnano di nuove. Per quanto riguarda queste ultime, abbiamo già la riprova di ciò nell'andamento di alcuni fornitori di soluzioni e aziende di software, come le società che offrono database e applicazioni. Ad attirare l'attenzione del mercato sono i prodotti con funzioni di intelligenza artificiale che migliorano i flussi di lavoro dei clienti, approfondiscono l'integrazione dei processi business-to-business e ampliano e migliorano le esperienze degli utenti.

### Conclusioni

Come accaduto in altri periodi storici, è probabile che solo una manciata di nuovi leader di mercato riuscirà ad accaparrarsi la fetta più grande della torta. Il mercato azionario ha assegnato esiti oligopolistici, se non monopolistici, a un ristretto gruppo di operatori. Questo malgrado il calo delle aspettative di utile e il timore che i modelli fondativi si stiano dimostrando più simili di quanto si pensasse. La tecnologia dà e la tecnologia toglie, il che può sconvolgere i mercati finanziari quando le ipotesi precedenti si rivelano errate.

Quando il mercato comincerà a scontare il futuro che ho appena descritto, potremmo assistere a flussi di performance notevolmente diversi rispetto agli ultimi 10 anni, allorché le strategie passive cederanno il timone della performance ai gestori sottoesposti ai titoli che perderanno il loro status di oligopolio.

Il secondo corollario di ciò sarà probabilmente lo spostamento degli investitori, come avviene di solito, verso strategie che storicamente hanno affrontato meglio questa transizione, portando gli approcci passivi a cedere quote ai gestori attivi. A mio avviso, la conseguenza sarà che i veicoli passivi con politiche di trading sistematico eserciteranno pressioni al ribasso sui prezzi dei titoli meno liquidi dei benchmark, invertendo le dinamiche registrate durante la fase ascendente. Ciò dovrebbe riequilibrare la disparità valutativa illustrata in precedenza e contribuire alla sovraperformance delle azioni non statunitensi. ▲

"Standard & Poor's"<sup>SM</sup> e S&P "S&P"<sup>SM</sup> 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<sup>®</sup> 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.

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. Non è possibile investire direttamente in un indice.

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<sup>®</sup> 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<sup>®</sup>, 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.