

Large cap value internazionali

L'asset class dimenticata

Autori



Steven R. Gorham, CFA
Portfolio Manager



David S. Shindler
Portfolio Manager



Nicholas J. Paul, CFA
Institutional Portfolio Manager

Considerazioni principali

- L'allocazione degli investitori nell'asset class dei titoli value internazionali si colloca su livelli storicamente bassi, dovuti in larga misura a un sottopeso sulle azioni non statunitensi, nonché al persistente rischio di concentrazione nei benchmark USA.
- Le azioni statunitensi, in particolare quelle tecnologiche e growth, sono state in voga per oltre un decennio, ma sembra che la leadership del mercato stia cambiando: nel 2025 e all'inizio del 2026, le azioni internazionali, in primis le large cap value, hanno sovraperformato le omologhe statunitensi. Sebbene la leadership di mercato in base allo stile tenda a ruotare nel tempo, nei mercati internazionali potrebbe essere effettivamente in atto un cambiamento: dall'avvio dei rialzi dei tassi all'inizio del 2022, il comparto value internazionale ha nettamente sovraperformato quello growth (Figura 1).
- L'attuale scenario macroeconomico (inflazione e tassi d'interesse più alti, picco del dollaro USA) e il divario di valutazione relativo tra le azioni value statunitensi e internazionali, unitamente al rischio di concentrazione negli indici statunitensi, ricordano l'ultimo periodo di forte sovraperformance delle azioni value internazionali.
- Gli investitori che vogliono cogliere i benefici della diversificazione possono prendere in considerazione un'allocazione nel segmento delle large cap value internazionali, vista la composizione settoriale e la bassa correlazione di questa asset class con i mercati azionari statunitensi.

Per oltre un decennio, in un contesto caratterizzato da tassi d'interesse e aspettative d'inflazione in calo, gli investitori hanno privilegiato soprattutto i titoli azionari growth a lunga duration, trascurando i vantaggi a lungo termine della diversificazione. In virtù del suo forte orientamento alla tecnologia, il mercato statunitense – prendendo come riferimento l'indice S&P 500 – ha generato un rendimento annualizzato del 14,1% negli ultimi 15 anni (fino a dicembre 2025). Il settore tecnologico dell'S&P 500, che oggi rappresenta il 34% dell'indice, ha registrato un rendimento annualizzato del 20,1%. Di contro, l'indice MSCI EAFE Value, che attribuisce un peso significativo ad aree di mercato meno favorite, come banche, società minero-metallurgiche e grandi compagnie petrolifere, ha registrato un modesto 6,4%. Non sorprende, quindi, che in questo periodo si sia assistito a un netto aumento delle allocazioni verso il mercato statunitense, a forte orientamento growth, e si siano trascurate le asset class internazionali, in particolare il comparto value a grande capitalizzazione (Figura 2).

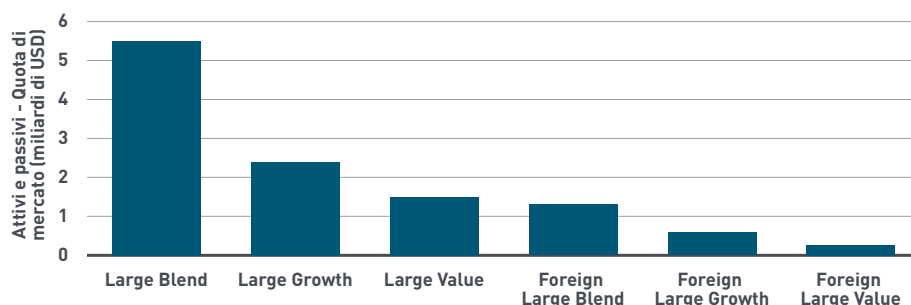


Figura 1: L'MSCI EAFE Value ha nettamente sovraperformato l'MSCI EAFE Growth dall'inizio del 2022



Fonte: FactSet SPAR. Dati giornalieri dal 31 dicembre 2021 al 31 dicembre 2025. La serie mostra gli extra-rendimenti cumulativi dell'MSCI EAFE Value Index rispetto all'MSCI EAFE Growth Index. Rendimenti totali espressi al netto e in dollari USA. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Figura 2: Gli investitori hanno un'esposizione eccessiva ai mercati azionari statunitensi rispetto a quelli internazionali



Fonte: Morningstar, Inc. Dati al 31 dicembre 2025.

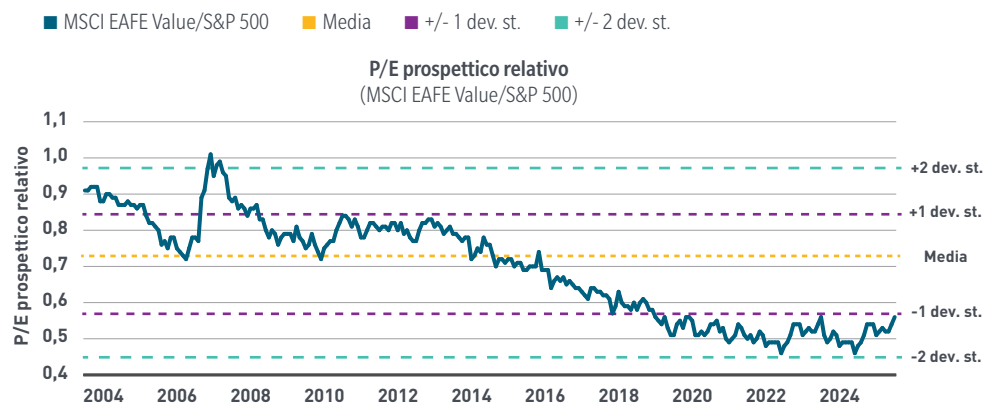
Considerata l'euforia che circonda le azioni statunitensi, e in particolare i titoli tecnologici, gli investitori sembrano aver dimenticato che ci sono stati diversi periodi prolungati di predominio dei titoli value internazionali. All'inizio di uno di questi periodi, il dollaro USA si era apprezzato del 40%, l'S&P 500 aveva sovraperformato l'EAFE Value del 7,2% (su base annualizzata nei 10 anni precedenti) e il mercato azionario statunitense era diventato pesantemente concentrato sui titoli tecnologici ad alta crescita. Era anche una fase in cui il rendimento del Treasury decennale si attestava al 5,25% e l'inflazione mondiale al 3,4%, livelli più vicini all'attuale stato di cose rispetto al contesto di inflazione nulla e tassi a zero del decennio successivo alla crisi finanziaria globale. In termini valutativi, le azioni statunitensi venivano scambiate a 24 volte gli utili attesi a 12 mesi, dopo un periodo di forte espansione dei multipli in un mercato USA altamente concentrato e dominato dalla tecnologia. Suona familiare, vero? Eppure non stiamo parlando di oggi, ma del gennaio 2001. Sappiamo tutti cosa accadde dopo: era lo sfondo che portò allo scoppio della bolla dot-com negli Stati Uniti.



Al 31 dicembre 2025 il dollaro statunitense si è apprezzato del 26% e l'S&P 500 ha sovraperformato l'EAFE Value del 9,7% (su base annualizzata, come già indicato, negli ultimi 15 anni). Il rendimento del Treasury decennale si attesta al 4,1%, l'ultima rilevazione dell'inflazione globale è pari al 3,0% e il mercato USA tratta a 22 volte gli utili attesi a 12 mesi.* Inoltre, sono passati più di 20 anni dalla fine dell'ultimo "inverno dell'IA" e gli investitori hanno ormai deciso di puntare sui modelli linguistici di grandi dimensioni, una forma di IA evolutasi fino a diventare quasi indispensabile. Tuttavia, va precisato che le mega cap tecnologiche odierne, beneficiarie dell'entusiasmo intorno all'IA generativa, sono nella maggior parte dei casi aziende di elevata qualità e non sono paragonabili a realtà come Pets.com o eToys dell'epoca dot-com. Detto ciò, se gli utili o i margini – messi sotto pressione da livelli di spesa in conto capitale senza precedenti – non dovessero soddisfare le aspettative elevate incorporate nei prezzi di queste azioni, e se i multipli dovessero ridimensionarsi, l'opportunità di valore relativo offerta dai titoli internazionali, e in particolare dal comparto value internazionale, potrebbe risultare enorme.

Su tali premesse, desideriamo soffermarci su quanto accaduto dopo lo scoppio della bolla dot-com, perché saranno le condizioni dei prossimi 10 anni, non quelle degli ultimi 10, a determinare i rendimenti degli investitori. Nel ciclo economico degli anni 2000, da gennaio 2000 a dicembre 2007, l'indice MSCI EAFE Value ha registrato un rendimento annualizzato dell'8,2%. Si tratta di un valore quasi cinque volte superiore a quello dell'S&P 500, che nello stesso periodo ha reso l'1,7%, mentre il comparto tecnologico ha segnato un rendimento del -7,7%. Se il calo del 41% del rapporto price/earnings dell'S&P 500 è stato determinante ai fini dei deboli rendimenti del mercato statunitense, il rendimento annuo dell'8% del comparto value internazionale è stato interamente sostenuto da utili e dividendi. In questo contesto, è utile mettere a confronto la struttura di mercato dell'S&P 500 e quella dell'MSCI EAFE Value, perché non potrebbero essere più diverse. La differenza forse più evidente – oltre al fatto che le valutazioni continuano a risultare "convenienti" di oltre una deviazione standard rispetto all'S&P 500 – è che l'EAFE Value, grazie all'esposizione a settori ciclici e a più breve duration, come finanziari, materiali, industriali ed energia, offre un universo molto più diversificato rispetto a un S&P 500 fortemente sbilanciato verso la tecnologia (Figure 3a e 3b). Questo aspetto è rilevante perché, sebbene la tecnologia resti un'interessante area d'investimento, riteniamo che un insieme molto più ampio di settori e segmenti di mercato abbia buone probabilità di beneficiare delle future dinamiche degli utili.

Figura 3a: La valutazione relativa delle azioni value internazionali è diventata sempre più interessante dal 2016

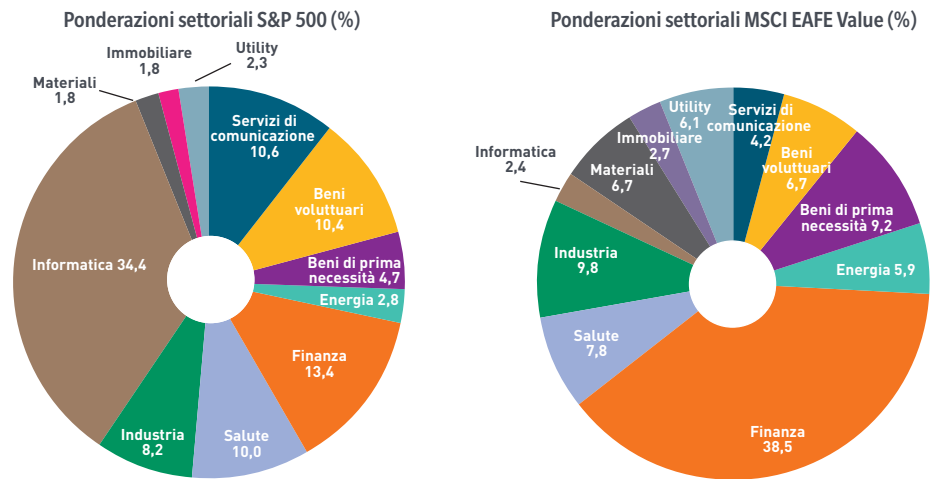


Fonte: FactSet Market Aggregates. Dati mensili dal 31 marzo 2005 al 30 settembre 2025. Rapporto price/earnings (P/E) prospettico per i prossimi dodici mesi usando le stime mediane dei broker fornite da FactSet.

* L'inflazione, misurata dall'indice dei prezzi al consumo, è data dalla variazione percentuale annua del costo sostenuto dal consumatore medio per acquistare un paniere di beni e servizi, che può rimanere invariato o essere aggiornato a intervalli di tempo prestabiliti, ad esempio annualmente. Questo indicatore rappresenta la variazione percentuale anno su anno della serie a prezzi costanti (anno base 2015) espressa in dollari statunitensi. International Financial Statistics, Fondo monetario internazionale (FMI), 31/12/2025.



Figura 3b: Mentre l'indice S&P 500 è dominato dal settore IT, l'indice EAFE Value è diversificato su settori ciclici e a breve duration



Fonte: Factset. Dati al 31 dicembre 2025.

Le dinamiche degli utili potrebbero favorire molti settori

I parallelismi tra il contesto di mercato attuale e quello dei primi anni 2000 – inflazione, tassi d'interesse, valutazioni relative, rischio di concentrazione, picco del dollaro USA – sono innegabili. Ma la cosa forse ancor più importante è che, sebbene la tecnologia e l'intelligenza artificiale svolgeranno un ruolo centrale nelle nostre vite, crediamo che i trend futuri favoriranno un più vasto ventaglio di settori e comparti al di là delle aziende statunitensi a forte vocazione tecnologica che hanno dominato nell'ultimo decennio. I benefici di lungo periodo della diversificazione sono quindi destinati ad assumere un ruolo sempre più rilevante nei portafogli.

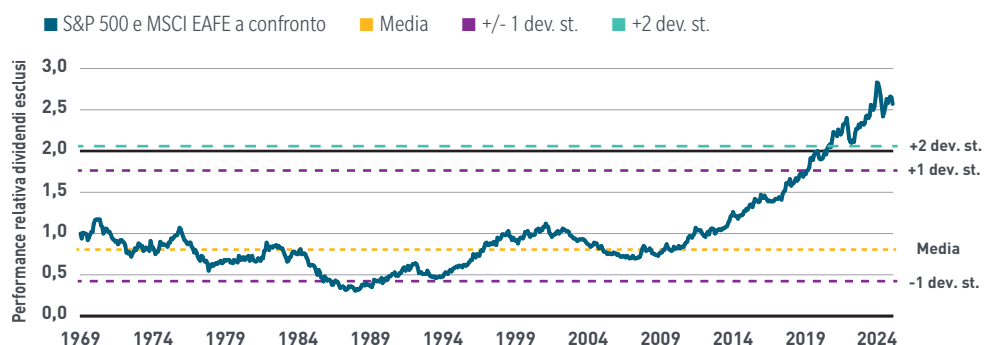
Tra questi trend rientrano probabilmente l'aumento della spesa per investimenti (rispetto alla spesa operativa concentrata unicamente sulla tecnologia), l'ammodernamento delle infrastrutture, l'energia e la transizione energetica, la difesa e la sicurezza nazionale, nonché il reshoring e la localizzazione delle filiere produttive, per citarne solo alcuni. E se molte società statunitensi potranno trarre vantaggio da tali sviluppi, lo stesso vale per numerose aziende internazionali. Sebbene gli Stati Uniti dominino il panorama tecnologico globale, sarebbe ingenuo pensare che le migliori imprese al mondo, operanti in un ampio spettro di settori e comparti, si trovino tutte in un'unica area geografica o in un solo paese. Inoltre, qualora l'inflazione elevata dovesse persistere più a lungo del previsto, le banche potrebbero continuare a beneficiare di tassi più alti, a condizione che l'economia non entri in una recessione prolungata. Questo vale in particolare per gli istituti bancari internazionali, che dopo la crisi del debito sovrano hanno operato in un contesto di regolamentazione stringente e di compressione del reddito netto da interessi, ma che oggi presentano profili di rischio significativamente ridotti e livelli di leva più contenuti, hanno attraversato processi di consolidamento e, in molti casi, trattano ancora a valutazioni che riteniamo interessanti.



Diversificazione

Sebbene i parallelismi tracciati tra la fase che ha preceduto il ciclo degli anni 2000 e il contesto attuale siano calzanti, non bisogna perdere di vista il quadro d'insieme: i vantaggi a lungo termine della diversificazione. Fino allo scorso anno, la recente fase di sovraperformance degli Stati Uniti rispetto all'EAFE Value su base quinquennale mobile (al 31 dicembre 2024) è stata la più lunga degli ultimi 40 anni. Di fatto, nonostante la solida performance delle azioni internazionali nel 2025, la recente entità della sovraperformance relativa degli Stati Uniti rispetto al mercato internazionale nel suo complesso non ha precedenti storici, e ha ormai raggiunto livelli a dir poco estremi (Figura 4). A un certo punto, come è sempre accaduto in passato, è probabile che questa leadership relativa delle performance si inverta e che gli investitori possano tornare a beneficiare delle virtù della diversificazione.

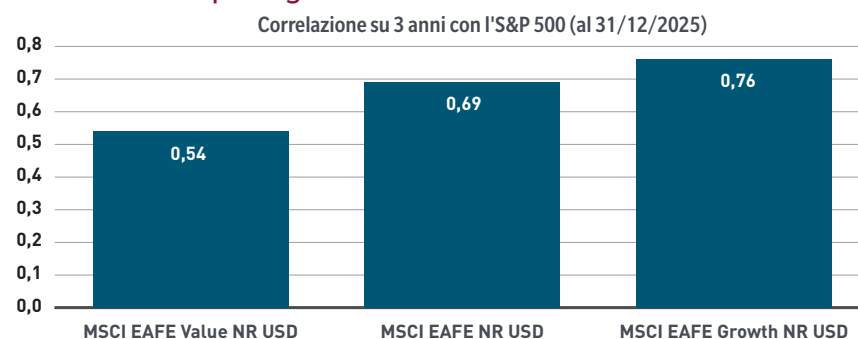
Figura 4: La leadership del mercato azionario statunitense è diventata decisamente estrema rispetto ai livelli storici



Fonte: Factset. Dati mensili dal 31 dicembre 1969 al 31 dicembre 2025 relativi all'indice S&P 500 dividendi esclusi (azioni statunitensi) e all'indice MSCI EAFE dividendi esclusi (azioni non statunitensi). I rendimenti di entrambi gli indici sono espressi in dollari statunitensi. L'indice S&P 500 sovraperforma nel lungo periodo quando la serie di dati si colloca al di sopra di 1,0.

Oltre alla solida performance registrata lo scorso anno, per gli investitori con un orizzonte di lungo periodo un'esposizione alle azioni value internazionali può rappresentare un efficace strumento di diversificazione rispetto all'esposizione agli Stati Uniti all'interno di un portafoglio azionario. I benefici storici della diversificazione sono ben noti nel mondo degli investimenti. Il comparto value internazionale non solo offre oggi un maggior grado di diversificazione, anche rispetto ai segmenti core e growth internazionali, ma tale grado di diversificazione, osservato in termini di correlazione, si colloca ai massimi storici ed è di fatto aumentato negli ultimi anni (Figure 5a e 5b).

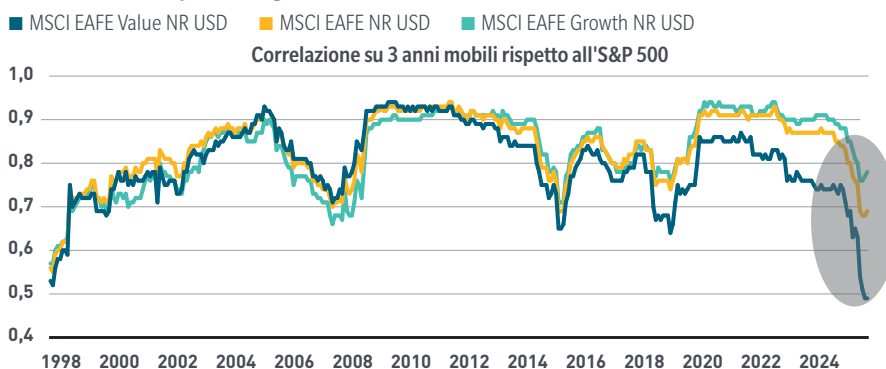
Figura 5a: Le azioni value internazionali offrono una diversificazione sensibilmente maggiore nei confronti delle azioni statunitensi, sia rispetto al comparto core internazionale sia a quello growth internazionale



Fonte: Morningstar Direct, al 31 dicembre 2025.



Figura 5b: I vantaggi di diversificazione offerti dal comparto large cap value internazionale hanno raggiunto i massimi storici rispetto agli ultimi 25 anni



Fonte: FactSet. Correlazione su 3 anni basata su dati mensili, da dicembre 1997 a dicembre 2025.

Conclusioni

Benché non esistano due periodi storici identici, si riscontrano diverse analogie tra il contesto attuale e il periodo di otto anni iniziato nei primi anni Duemila, quando i titoli value internazionali hanno nettamente sovraperformato gli omologhi statunitensi. Che si consideri l'inflazione e i tassi d'interesse, il valore del dollaro USA, il differenziale di valutazione o, più semplicemente, l'elevato rischio di concentrazione negli indici statunitensi, le somiglianze sono strabilianti. Cosa forse ancor più importante, uscendo da un contesto di inflazione e tassi a zero in cui la diversificazione ha rappresentato un freno alla performance, riteniamo che i benefici significativi derivanti da un'esposizione al comparto value internazionale possano rivelarsi preziosi per gli investitori negli anni a venire. ▲



Importanti considerazioni sui rischi:

Gli investimenti in certi mercati possono comportare rischi e volatilità superiori, a causa di condizioni avverse a livello valutario, economico, settoriale, politico, normativo, geopolitico, di mercati o di altra natura. I mercati azionari e l'investimento in singoli titoli sono volatili e possono subire forti perdite dovute alle condizioni reali o percepite dell'emittente, del mercato, economiche, industriali, politiche, normative, geopolitiche e di altro tipo.

"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.

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 documento non è stato approvato, esaminato o prodotto da MSCI.

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 Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc. membro del SIPC; **America Latina** – MFS International Ltd.; **Canada** – 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.à.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.