

MARKET INSIGHTS

# Temi chiave di metà 2026

GIUGNO 2026 | TEAM MARKET INSIGHTS DI MFS

## SINTESI

Guardando alla seconda metà del 2026 emergono diversi temi chiave in grado di plasmare il quadro macroeconomico e le condizioni di mercato, tra cui la disruption creata dall'intelligenza artificiale (IA), le pressioni sul lato dell'offerta e la debolezza del dollaro. Gli argomenti a favore di un'ampia diversificazione si stanno rafforzando. I rendimenti delle società statunitensi a grande capitalizzazione sono stati in larga misura trainati da un ristretto gruppo di mega cap tecnologiche, ma i crescenti segnali di ampliamento del mercato, tra cui il miglioramento delle prospettive di utile al di fuori degli Stati Uniti e il rally delle small e mid cap, lasciano presagire una partecipazione più ampia in futuro. I titoli azionari non statunitensi offrono valutazioni interessanti e diversi driver di rendimento, mentre il credito globale di alta qualità, il debito sovrano dei mercati emergenti e le strategie alternative possono rafforzare la resilienza dei portafogli. Parallelamente, il panorama della sicurezza si sta estendendo ben oltre la difesa tradizionale. La spesa militare globale registra un'accelerazione: tutti i paesi membri della NATO hanno ormai raggiunto l'obiettivo di destinare il 2% del PIL alla difesa, e l'"ombrello di sicurezza" si sta espandendo e comprende ora l'energia, i minerali strategici e le catene di approvvigionamento. Questo tipo di spesa è solitamente finanziato tramite deficit e favorisce la crescita, sebbene eserciti anche un modesto impatto inflazionistico.

L'intelligenza artificiale rimane un fattore determinante in tutti i mercati, ma la selettività è fondamentale. La disruption creata dall'IA sta infatti ridistribuendo il valore tra i vari settori, premiando le aziende che dispongono di dati proprietari e soluzioni a supporto di flussi di lavoro cruciali e mettendo a repentaglio quelle esposte alla commoditizzazione e alle pressioni sui margini. La disciplina di valutazione è estremamente importante, poiché l'entusiasmo

può portare a sopravvalutare i beneficiari più evidenti e mettere in ombra le opportunità sottovalutate. Allo stesso tempo, l'espansione degli investimenti in conto capitale nell'IA si sta estendendo oltre gli hyperscaler, a vantaggio dei settori dei semiconduttori, delle utility, delle infrastrutture energetiche e di alcune società industriali. Nell'universo obbligazionario, tuttavia, saranno probabilmente la struttura di finanziamento e la capacità di bilancio a trainare i risultati, via via che l'emissione di debito aumenta.

Il contesto è reso ancora più complesso dalle pressioni sul lato dell'offerta. La carenza di manodopera, i vincoli energetici e i sottoinvestimenti nelle infrastrutture mantengono elevati i costi di produzione, creando un rischio di aumento dell'inflazione e mettendo sotto pressione i margini delle imprese. La dispersione tra le società dotate di pricing power e quelle operanti in mercati commoditizzati si sta ampliando, rendendo ancora più importante il ruolo della selezione dei titoli. In questo contesto, un approccio GARP (crescita a prezzi ragionevoli) offre un metodo disciplinato per affrontare i cambiamenti di leadership, concentrandosi sui compounder di qualità caratterizzati da una domanda duratura, capacità di adattamento e valutazioni ragionevoli. Nel frattempo, il predominio del dollaro si sta progressivamente erodendo, poiché le sfide all'eccezionalismo statunitense rafforzano l'attrattiva degli asset denominati in valute diverse dall'USD, tra cui l'oro, le divise dei mercati emergenti e il debito locale. Infine, il credito privato sta affrontando il suo primo vero stress test: gli spread delle BDC si sono ampliati, i crediti incagliati sono aumentati e il premio di illiquidità si è ridotto. Sebbene il rischio sistemico resti contenuto, la rivalutazione rafforza l'attrattiva relativa dell'obbligazionario quotato come ancora dei portafogli.

Team  
Market  
Insights



# La diversificazione come strategia difensiva, e come opportunità

L'importanza della diversificazione è aumentata, in un contesto in cui gli investitori sono chiamati ad affrontare un mercato caratterizzato da un'elevata concentrazione, dall'entusiasmo suscitato dall'IA e da rischi macroeconomici in continua evoluzione. Negli ultimi anni i rendimenti delle società statunitensi a grande capitalizzazione sono stati in larga misura trainati da un ristretto gruppo di mega cap tecnologiche, causando un aumento delle esposizioni a un singolo settore e a una singola società nei portafogli ponderati per la capitalizzazione. Con diverse importanti IPO previste nel corso del prossimo anno, la concentrazione del mercato potrebbe aggravarsi ulteriormente. In questo contesto, un'ampia diversificazione tra asset class e regioni può contribuire a mitigare i rischi, ripartendo l'esposizione tra

settori, aree geografiche e driver di rendimento che registrano performance differenti nel corso dei cicli economici.

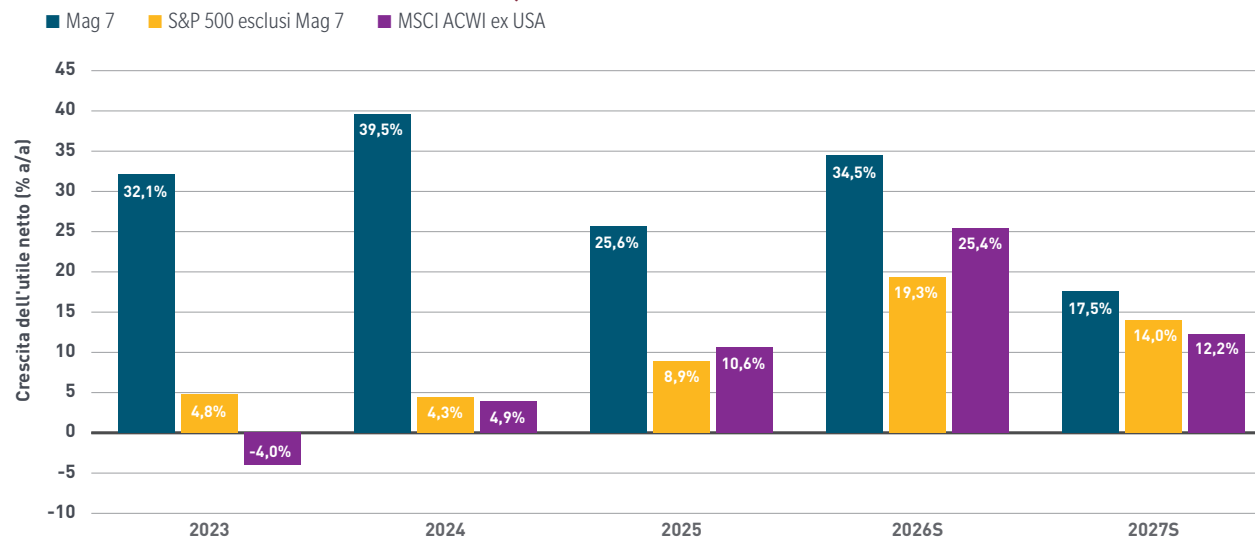
**I segnali sempre più evidenti di allargamento del mercato azionario avvalorano la tesi a favore di un'esposizione globale.** Sebbene la crescita degli utili dei primi anni del decennio 2020 sia stata in gran parte trainata dai "Magnifici Sette", le aspettative si stanno ora orientando verso una partecipazione più ampia e si prevede un maggiore slancio da parte delle altre società dell'S&P 500. Da inizio anno le small e mid cap statunitensi hanno messo a segno un rally, grazie alla rotazione degli investitori a discapito delle mega cap; questo movimento è stato sostenuto dalla riduzione del divario di valutazione e dal miglioramento delle prospettive sugli utili. Benché gli utili delle società statunitensi continuino a superare le aspettative, le prospettive di crescita al di fuori degli Stati Uniti sono nettamente migliorate, soprattutto in Europa e nei mercati emergenti. L'Europa e il Giappone dovrebbero trarre vantaggio dalle riforme strutturali e societarie attualmente in corso, mentre i mercati emergenti stanno compiendo notevoli progressi nei settori dell'IA, dell'industria manifatturiera e delle energie rinnovabili.

**In un contesto di crescenti incertezze geopolitiche, gli investitori sono sempre più attenti alla gestione del rischio.** Le azioni statunitensi continuano a beneficiare della spesa per l'IA e di una forte redditività, ma i rischi posti dalle valutazioni elevate e dalla concentrazione del mercato permangono. Per contro, i titoli azionari non USA offrono valutazioni relativamente interessanti ed esposizione a vari driver economici, dinamiche politiche e valute. Allo stesso tempo, l'ampliamento della leadership a livello di utili segnala una maggiore solidità dell'economia globale, il che favorisce l'universo obbligazionario, e in particolare il credito globale e il debito sovrano dei mercati emergenti. Nonostante le incognite geopolitiche, i robusti fondamentali societari e i free cash flow in miglioramento continuano a sostenere le obbligazioni investment grade, soprattutto quelle di emittenti di qualità superiore. Pur essendo diminuiti rispetto ai massimi del 2022, i rendimenti dei mercati globali del credito rimangono allettanti. Inoltre, gli asset non statunitensi sono ben posizionati per trarre vantaggio dal potenziale ulteriore indebolimento del dollaro USA. Nell'insieme, la complessità dell'attuale contesto rafforza l'importanza strategica della diversificazione tra asset class, settori e aree geografiche al fine di accrescere i rendimenti a lungo termine corretti per il rischio.

## AZIONI DA CONSIDERARE

- ➔ Per quanto riguarda l'azionario USA, diversificare il portafoglio al di là delle mega cap e a favore delle società a piccola e media capitalizzazione e dei titoli value.
- ➔ Ampliare l'esposizione ai mercati sviluppati al di fuori degli Stati Uniti — in particolare Europa e Giappone — e ai mercati emergenti, privilegiando le società all'avanguardia sul fronte dell'innovazione tecnologica e dello sviluppo delle catene di approvvigionamento, soprattutto a Taiwan e in Corea del Sud.
- ➔ Rafforzare la resilienza dei portafogli e migliorare i rendimenti corretti per il rischio, investendo in credito globale di alta qualità e in strumenti alternativi quali materie prime e REIT.

**FIGURA 1: IL DOMINIO DELLE MEGA CAP SI ATTENUA, LA DINAMICA DEGLI UTILI GLOBALI SI RAFFORZA**



Fonte: FactSet Portfolio Analysis. Stime sugli utili al 31 maggio 2026. I dati sugli utili annuali sono presentati in USD e utilizzano la variazione annuale dei risultati degli utili effettivi e stimati per l'anno solare. Mag 7 ("Magnifici Sette") = Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA e Tesla. 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.

# L'ombrello della sicurezza

**La spesa per la difesa non sta più aumentando gradualmente, bensì sta registrando un'accelerazione in tutto il mondo.** Per la prima volta da decenni, nel 2025 tutti i paesi membri della NATO hanno raggiunto l'obiettivo di destinare il 2% del PIL alla difesa. L'Europa è in testa a questa svolta nel contesto del conflitto in Ucraina, con una spesa reale per la difesa in aumento di quasi il 20% sia nel 2024 che nel 2025. Il trend si estende oltre i confini europei: il Giappone ha innalzato la spesa per la difesa a un ritmo di circa il 10% annuo negli ultimi due anni, nonostante la sua costituzione pacifista, mentre gli Stati Uniti continuano a ricoprire un ruolo centrale nel panorama della difesa globale sia come pilastro della NATO sia come importante esportatore di sistemi di armamento avanzati.

## AZIONI DA CONSIDERARE

- ➡ I progetti in materia di difesa e sicurezza finanziati tramite deficit dovrebbero sostenere la crescita globale, ma comporteranno anche un moderato aumento dell'inflazione nel medio termine.
- ➡ Con l'aumento dei disavanzi e dell'inflazione, i rendimenti globali dovrebbero stabilizzarsi su un livello strutturalmente più elevato rispetto a quello osservato nel ciclo economico precedente.
- ➡ Potrebbero sorgere opportunità in settori storicamente trascurati, ma ritenuti di importanza strategica dai governi. Se tali progetti dovessero essere finanziati soprattutto attraverso la riconciliazione di bilancio piuttosto che tramite l'emissione di nuovo debito, i consumi potrebbero risentirne.

RISERVATO AD INVESTITORI PROFESSIONALI E ISTITUZIONALI.

La storia ci insegna che la spesa per la difesa è di natura ciclica e stiamo entrando in una nuova fase di crescita. Dopo decenni di conflitti relativamente contenuti nel periodo successivo alla Guerra fredda, oggi è in atto un nuovo ciclo della difesa. Raramente questi periodi vengono finanziati esclusivamente dalla crescita; al contrario, in genere comportano un aumento dei livelli di deficit, un incremento dell'emissione di debito e una maggiore pressione sulla spesa sociale.

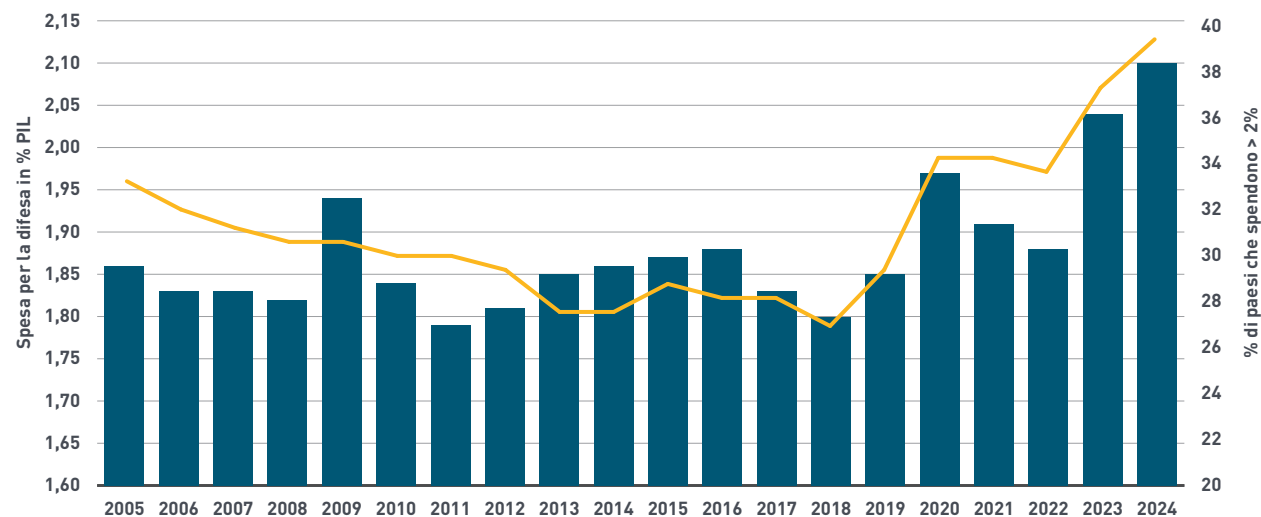
A livello macroeconomico, l'impatto è solitamente contrastante: favorevole alla crescita, ma inflazionistico. Un aumento della spesa per la difesa può stimolare l'attività economica, ma tende anche a far salire leggermente l'inflazione. L'attuale contesto geopolitico rafforza questa dinamica. Essendo esportatori netti di petrolio e gas, gli Stati Uniti sono relativamente al riparo da gravi shock energetici, mentre l'Europa, che dipende strutturalmente dalle importazioni di petrolio, rimane più esposta.

La sicurezza, ormai, non si limita più alle capacità militari. L'accesso alle risorse strategiche — in particolare alle terre rare utilizzate nei settori della difesa, dell'IA e delle tecnologie avanzate — ha assunto un'importanza cruciale. Le restrizioni alle esportazioni imposte dalla Cina nel 2025 hanno messo in luce questa vulnerabilità, incoraggiando i paesi a cercare fonti alternative di minerali strategici. Le catene di approvvigionamento sono ormai divenute asset geopolitici, e i paesi privi di risorse interne devono procurarsele all'estero, spesso a un costo più elevato.

L'"ombrello della sicurezza" si sta espandendo e comprende ormai l'energia, i minerali e le catene di approvvigionamento. Il suo mantenimento richiederà una spesa costante, il che a sua volta costringerà i governi a compiere scelte difficili riguardo ai progetti da privilegiare nell'ambito della spesa di bilancio. La geopolitica e la politica fiscale sono sempre più interconnesse, e i mercati obbligazionari stanno reagendo di conseguenza.

FIGURA 2: LA SPESA PER LA DIFESA È IN AUMENTO

■ Spesa media mondiale per la difesa (asse sx) ■ Percentuale di paesi con spese militari > 2% del PIL (asse dx)



Fonte: World Economic Outlook dell'FMI; Gethin (2024); SIPRI Military Expenditure Database; World Human Capital Expenditure Database. Al 15 aprile 2026.

# Affrontare la disruption creata dall'IA

**L'intelligenza artificiale sta ridefinendo i vantaggi competitivi in tutti i settori, creando sia notevoli opportunità sia rischi significativi per gli investitori.**

Per far fronte a questa disruption è necessario un processo analitico rigoroso che consenta di distinguere i vincitori di lungo periodo dagli operatori storici più vulnerabili. La domanda fondamentale non è semplicemente quali aziende utilizzino l'IA, ma quali siano in grado di trasformare l'IA in risultati economici più solidi. Tra i potenziali vincitori potrebbero figurare aziende che dispongono di dataset proprietari, software mission-critical, solide relazioni con i clienti, pricing power o la capacità di integrare con successo l'IA nei prodotti esistenti per migliorare la produttività e la fidelizzazione. Tra i potenziali perdenti potremmo invece trovare le aziende esposte all'automazione, alla commoditizzazione, alla pressione sui margini o alla disintermediazione dei clienti. Gli investitori dovrebbero valutare in che modo l'IA influisce sulla crescita dei ricavi, sulle strutture dei costi, sulle barriere all'ingresso, sull'intensità di capitale e sulla redditività a lungo termine del capitale investito.

## AZIONI DA CONSIDERARE

- ➡ Valutare le società in cui l'IA rafforza i vantaggi competitivi, evitando al contempo quelle che potrebbero essere soggette a commoditizzazione o risentire del trasferimento dei costi.
- ➡ Concentrarsi sui beneficiari strutturali, tra cui le piattaforme che dispongono di grandi quantità di dati, il settore energetico e le infrastrutture.
- ➡ Cercare opportunità erroneamente prezzate, in cui il potenziale di crescita legato all'IA sia sottovalutato o in cui il rischio di disruption sia sopravvalutato.

RISERVATO AD INVESTITORI PROFESSIONALI E ISTITUZIONALI.

**Man mano che l'IA riduce il costo delle previsioni, dell'automazione e della generazione di contenuti, il mercato dovrebbe premiare le aziende che dispongono di asset informativi rari e di alta qualità, che controllano flussi di lavoro proprietari o che forniscono infrastrutture fondamentali per l'intelligenza artificiale.** Le aziende che dispongono di grandi quantità di dati possono assumere un ruolo sempre più strategico, poiché i loro dataset potrebbero essere in grado di migliorare le prestazioni dei modelli, approfondire il customer insight o rafforzare i vantaggi competitivi. In un mondo in cui gli algoritmi sono sempre più diffusi, la differenziazione dei dati, la distribuzione, la fiducia e le competenze settoriali potrebbero rivelarsi più importanti della tecnologia stessa.

## Altrettanto importante è la disciplina di valutazione.

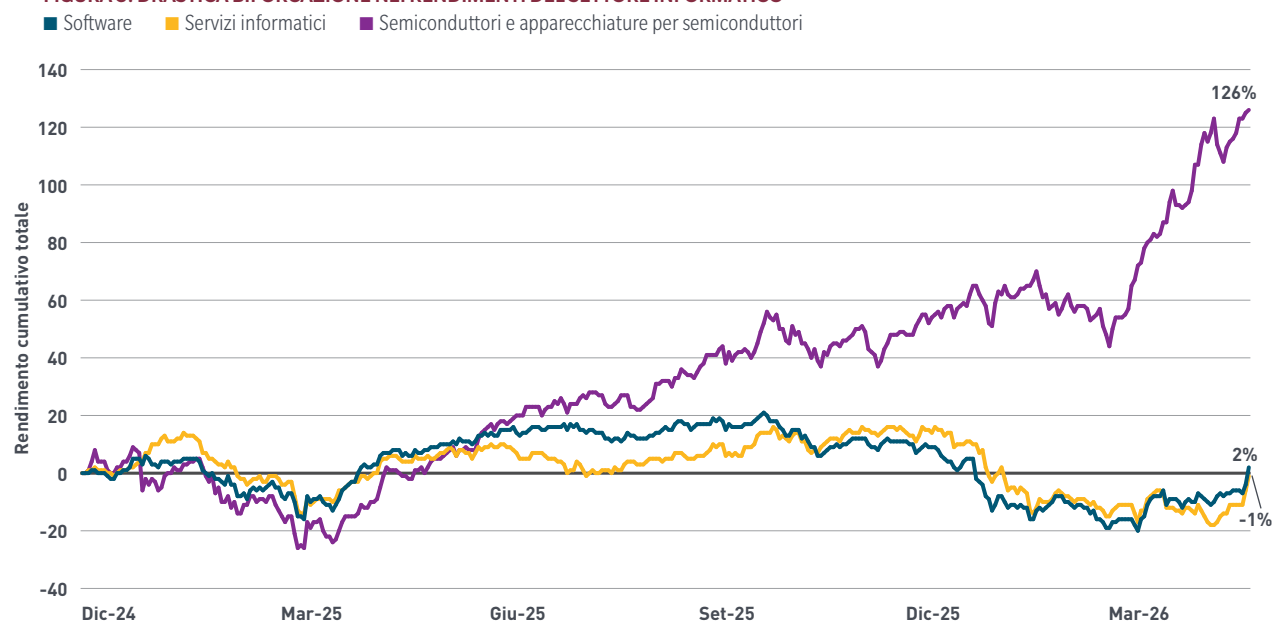
L'entusiasmo per l'intelligenza artificiale può portare a sopravvalutare alcuni dei beneficiari più evidenti e a trascurare le aziende il cui potenziale di IA è sottovalutato o i cui timori di disruption sono eccessivi. Potrebbero presentarsi interessanti opportunità d'investimento

laddove il mercato valuti in modo errato i tempi, l'entità o la distribuzione dei benefici legati all'IA. Di contro, le aspettative elevate possono comportare dei rischi se le valutazioni presuppongono già un'esecuzione impeccabile e una rapida monetizzazione.

## La disruption creata dall'IA genera inoltre rischi e opportunità più ampi.

Il controllo normativo, i timori relativi alla privacy dei dati, le questioni in materia di proprietà intellettuale, le minacce alla sicurezza informatica, l'affidabilità dei modelli e i costi di implementazione sono tutti fattori che potrebbero influire sull'adozione e sulla redditività. Allo stesso tempo, l'intelligenza artificiale può anche ampliare i mercati di sbocco, migliorare la produttività, ottimizzare il processo decisionale e creare nuovi modelli di business. La sfida nel campo degli investimenti consiste nell'evitare la speculazione tematica e nell'applicare invece l'analisi fondamentale per individuare in quali ambiti l'IA rafforzi — o indebolisca — i vantaggi competitivi e in quali casi le valutazioni offrano un margine di sicurezza. L'opportunità non risiede nel detenere l'IA nel suo complesso, ma nel comprendere come la disruption possa ridistribuire il valore.

**FIGURA 3: DRASTICA BIFORCAZIONE NEI RENDIMENTI DEL SETTORE INFORMATICO**



Fonte: FactSet SPAR. Rendimenti settimanali dal 31 dicembre 2024 al 29 maggio 2026. Classificazioni settoriali basati sullo standard GICS. Rendimenti totali netti e in USD.

# Gli investimenti nell'IA stanno rimodellando i mercati

**L'espansione degli investimenti in conto capitale nell'IA rappresenta uno dei più grandi cicli di investimenti aziendali nella storia moderna degli Stati Uniti, con implicazioni che vanno ben oltre il settore tecnologico.** Via via che gli hyperscaler, le aziende produttrici di semiconduttori, le utility, le società industriali e i fornitori di infrastrutture investono per supportare i carichi di lavoro legati all'IA, il ventaglio di opportunità si allarga. Le prospettive di crescita rimangono positive per i settori dell'elaborazione dati, della connettività, dell'alimentazione, del raffreddamento e dello sviluppo di data center. I produttori di semiconduttori e di apparecchiature per semiconduttori sono i beneficiari più evidenti, ma con la continua espansione delle capacità di IA, le opportunità si stanno estendendo fino a comprendere le apparecchiature elettriche, le infrastrutture energetiche, la modernizzazione della rete elettrica e alcune società industriali.

## AZIONI DA CONSIDERARE

- ➡ Nell'universo azionario, guardare oltre gli hyperscaler e i fornitori di modelli di grandi dimensioni. Anche le esposizioni ai settori dei materiali, delle utility e dell'industria beneficeranno dello sviluppo di data center per l'IA.
- ➡ Nell'obbligazionario, il livello previsto di finanziamento della spesa in conto capitale dai mercati del debito continua a salire, il che potrebbe esercitare una modesta pressione sugli spread.
- ➡ Nel breve termine, questo livello di investimenti in conto capitale stimola fortemente la crescita economica, ma nel lungo periodo potrebbero sorgere timori legati alla sovraccapacità.

RISERVATO AD INVESTITORI PROFESSIONALI E ISTITUZIONALI.

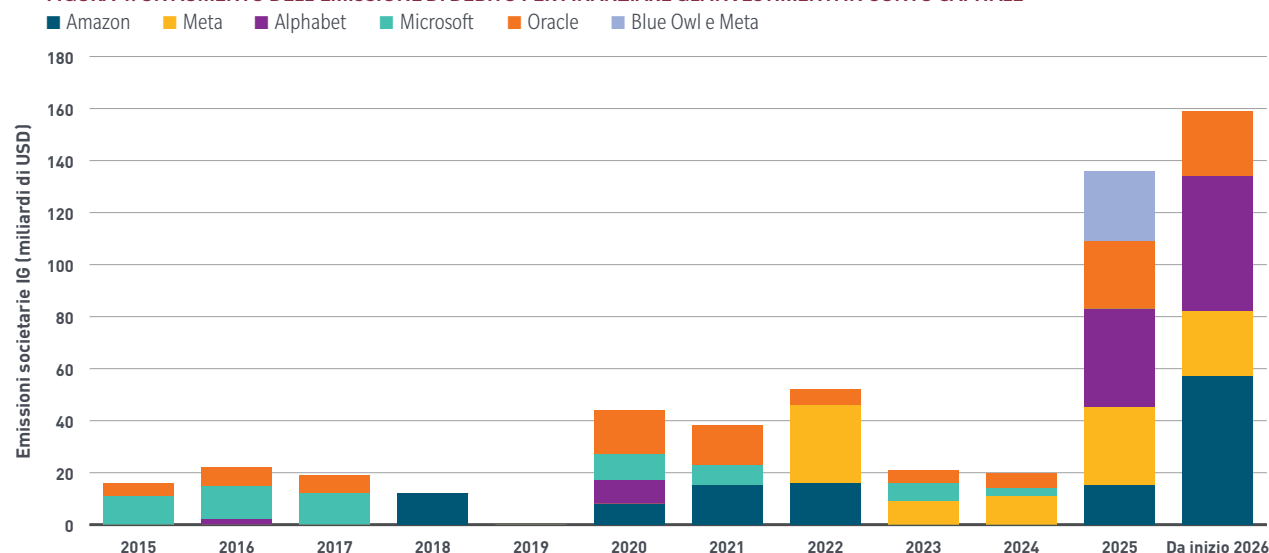
**La spesa degli hyperscaler sembra destinata a durare nel tempo, poiché queste aziende coniugano l'urgenza strategica alla capacità finanziaria necessaria per continuare a investire.** Vantano cash flow elevati, piattaforme cloud leader di mercato e rapporti consolidati con i clienti. Le loro dimensioni offrono inoltre vantaggi in termini di approvvigionamento, efficienza delle infrastrutture, accesso ai dati e implementazione dei modelli. La spesa per l'intelligenza artificiale richiede capitali ingenti, ma non vi sono molte aziende che si trovano in una posizione migliore per finanziare questo tipo di investimenti durante l'intero ciclo. Se l'IA dovesse stimolare la domanda di servizi cloud, l'adozione di software e la generazione di ricavi dalle nuove piattaforme, gli investimenti in conto capitale odierni potrebbero tradursi in una crescita a lungo termine.

**Tuttavia, il lato finanziario dello sviluppo dell'IA è altrettanto importante.** L'investimento richiesto ha proporzioni enormi e non tutti i partecipanti possono contare sulla stessa flessibilità dimostrata dalle piattaforme di maggiori dimensioni. Gli sviluppatori di data center, le utility, i fornitori di telecomunicazioni e altri mutuatari connessi al settore delle infrastrutture potrebbero dover fare maggiore affidamento sul debito, sulla finanza di progetto, sul capitale

privato o sull'emissione di azioni. Ciò aumenta il rischio di una maggiore dispersione tra le aziende in grado di autofinanziare la propria crescita e quelle che devono invece fare i conti con un aumento dell'indebitamento e dei costi di finanziamento o con il rischio di esecuzione.

**Nel comparto obbligazionario, gli investimenti in conto capitale per l'IA vengono considerati principalmente dal punto di vista dei finanziamenti e dei fattori tecnici, piuttosto che della crescita.** Un aumento delle emissioni da parte dei mutuatari operanti nel settore delle infrastrutture potrebbe esercitare pressioni sugli spread qualora l'offerta superasse la domanda, soprattutto in concomitanza con un aumento dell'indebitamento. Finora la domanda di operazioni legate all'IA è rimasta sufficientemente elevata da sostenere le valutazioni e permettere al mercato di rimanere in equilibrio. Tuttavia, la selettività è cruciale. Gli investitori devono operare una distinzione tra i mutuatari che finanziano infrastrutture durevoli e sostenute dai cash flow e quelli che perseguono un'espansione più speculativa. Se la spesa per investimenti nell'IA rappresenta un fattore rialzista per le azioni, nel mercato del credito il quadro appare più selettivo e i risultati potrebbero dipendere dalla struttura di finanziamento, dalla capacità di bilancio e dai fattori tecnici legati all'offerta.

**FIGURA 4: UN AUMENTO DELL'EMISSIONE DI DEBITO PER FINANZIARE GLI INVESTIMENTI IN CONTO CAPITALE**



Fonte: Bloomberg. Dati annuali dal 31 dicembre 2015 al 12 maggio 2026. Dati da inizio 2026 al 12 maggio 2026. 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.

# Quando l'offerta si scontra con la scarsità: il rischio di una crisi dei costi di produzione

**Le strozzature sul lato dell'offerta sono tornate a rappresentare una caratteristica distintiva dell'attuale contesto macroeconomico.** Ciò ha messo in discussione l'approccio affermatosi all'indomani della crisi finanziaria globale, che si basava sulla stabilità dei costi e sull'espansione dei margini. Come sottolinea Rob Almeida, Global Investment Strategist di MFS, gli utili riflettono, in ultima analisi, i ricavi al netto dei costi, e oggi la variabile dei costi in questa equazione è sempre più incerta.

**La carenza di manodopera è un rischio chiave.** Anni di investimenti insufficienti in capacità fisiche, uniti alla crescente domanda di manodopera qualificata legata allo sviluppo delle infrastrutture e delle tecnologie, hanno portato a condizioni più tese sul mercato del lavoro. Ciò sta determinando un aumento dei salari e contribuisce a mantenere le basi di costo delle aziende su livelli strutturalmente elevati, in particolare nei settori che dipendono da personale specializzato.

## AZIONI DA CONSIDERARE

- ➔ Prediligere le società che sono dotate di pricing power e che controllano risorse scarse.
- ➔ Alla luce del probabile aumento della dispersione, concentrarsi sulle aziende con vantaggi competitivi duraturi.

RISERVATO AD INVESTITORI PROFESSIONALI E ISTITUZIONALI.

**Parallelamente, i vincoli in termini di energia e infrastrutture stanno facendo salire i costi di produzione.** Per le aziende, il passaggio a un'economia a più alta intensità di capitale (che richiede investimenti nella produzione e nella trasmissione di energia elettrica, nonché nella capacità industriale) comporta un'esposizione sempre maggiore all'aumento dei costi dei fattori di produzione nei settori dell'energia, dei materiali e della logistica. Queste pressioni non sono temporanee, bensì riflettono un sistema che è entrato in questo ciclo impreparato e ora sta cercando di recuperare.

**Insieme, queste forze potrebbero creare rischi al rialzo per l'inflazione.** Nonostante il rallentamento della domanda, gli attriti dal lato dell'offerta continuano ad esercitare forti pressioni sui costi, limitando il ritmo con cui l'inflazione può normalizzarsi. Storicamente, sebbene i picchi inflazionistici possano sostenere il pricing power nel breve termine, spesso comportano anche un aumento dei costi che tende a persistere, finendo per pesare sui margini.

**Questo contesto mette in discussione la resilienza degli utili societari.** Con il rallentamento della crescita e la moderazione dei ricavi, diventa sempre più difficile assorbire l'aumento dei costi fissi (manodopera, energia e costo del venduto). Gli shock negativi sul lato dell'offerta possono esercitare contemporaneamente pressioni sui ricavi e far aumentare i costi, una combinazione che accelera la compressione dei margini e può portare a un rallentamento degli utili più rapido del previsto.

## Le implicazioni per gli investitori sono eterogenee.

Le aziende che controllano risorse scarse, possiedono infrastrutture cruciali o dispongono di un forte pricing power potrebbero essere meglio posizionate per proteggere i propri margini. Viceversa, le imprese che operano in mercati commoditizzati o altamente competitivi potrebbero avere difficoltà a trasferire l'aumento dei costi. La conseguenza è un divario sempre più ampio tra vincitori e vinti, il che accresce l'importanza della selezione dei titoli, piuttosto che dell'esposizione al mercato nel suo complesso, in un contesto caratterizzato da limitazioni dell'offerta.

FIGURA 5: L'INDICE GLOBALE DEI PREZZI ALLA PRODUZIONE HA REGISTRATO UN NETTO AUMENTO



Fonti: Bloomberg, FMI. Dati mensili dal 31 gennaio 2023 al 30 aprile 2026. Sulla base dei dati relativi all'indice dei prezzi alla produzione (PPI) per i seguenti paesi/regioni: Stati Uniti, Regno Unito, Eurozona, Giappone, Cina, Corea, Brasile, Messico, India, Indonesia. Dati fino ad aprile 2026. L'indice aggregato utilizza i valori del PIL nominale riportati dall'FMI relativi al 2024 per determinare la ponderazione di ciascun paese.

# GARP: individuare crescita resiliente in un mercato in evoluzione

**L'approccio GARP (crescita a prezzi ragionevoli) prevede investimenti in aziende in crescita in cui la sostenibilità degli utili, l'allocazione del capitale e le valutazioni rivestono un ruolo chiave.** Ciò significa concentrarsi sui compounder di qualità caratterizzati da un prezzo ragionevole. Questo approccio risulta particolarmente rilevante in un mercato in cui la leadership si è ristretta, l'attenzione degli investitori si è concentrata su un gruppo limitato di temi dominanti e altre aziende di alta qualità sono finite in secondo piano.

**Il mercato sta attraversando cambiamenti che sembrano avere un carattere più strutturale che ciclico.** La tecnologia abbassa le barriere all'ingresso, accelerando i mutamenti sul fronte della concorrenza e ridistribuendo i bacini di profitto, mentre gli investimenti guidati dall'IA, l'aumento dei costi di finanziamento e la resilienza delle catene di approvvigionamento stanno modificando le direzioni dei flussi di capitale e ridefinendo la leadership di mercato. Alcune di queste forze hanno natura ciclica, ma il punto fondamentale è che le fonti di rendimento stanno cambiando. Ciò potrebbe ampliare il divario tra le aziende in grado di generare rendimenti anche nei periodi di cambiamento e quelle i cui risultati rimangono più dipendenti dall'andamento del ciclo. Uno dei rischi principali è quello di confondere la forza ciclica

## AZIONI DA CONSIDERARE

- ➔ Concentrarsi su aziende caratterizzate da utili sostenibili, pricing power, bilanci solidi e capacità di adattarsi ai mutamenti delle condizioni.
- ➔ Bilanciare l'esposizione ai temi dominanti del mercato con titoli di qualità sottovalutati, in grado di ampliare i driver di rendimento.

RISERVATO AD INVESTITORI PROFESSIONALI E ISTITUZIONALI.

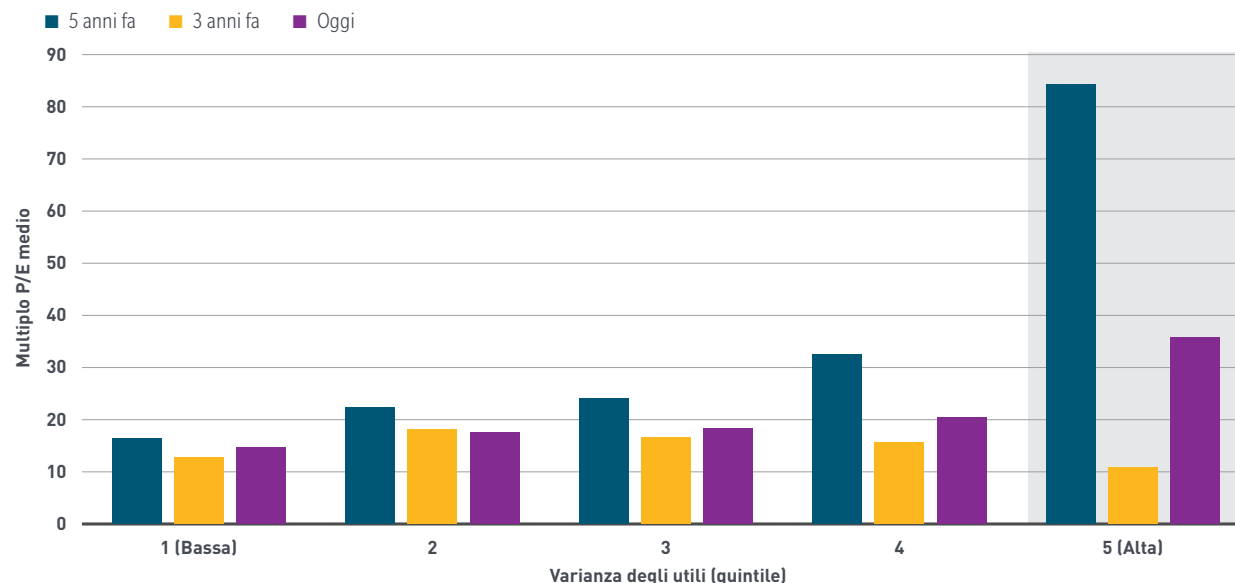
con una crescita duratura e di pagare un prezzo troppo elevato per utili prossimi a un picco. Come evidenziato di seguito, le valutazioni del quintile n. 5 sono passate da 84x nel 2021 a 11x nel 2023, per poi tornare a 36x oggi: questa brusca oscillazione dei multipli sottolinea come l'attenzione dell'approccio GARP agli utili sostenibili e alla disciplina di valutazione possa offrire un percorso più stabile verso una crescita duratura.

**Le opportunità potrebbero risiedere in aziende caratterizzate da una domanda stabile, pricing power, bilanci solidi e team dirigenziali in grado di adattarsi ai mutamenti delle condizioni.** Molte di queste aziende non riscuotono grande successo sul mercato, ma la loro redditività a lungo termine dipende solitamente più dalla crescita composta degli utili che dalla fiducia degli investitori. In molti casi, la loro rilevanza non è diminuita; semplicemente attirano meno attenzione in un mercato concentrato su una cerchia più ristretta di vincitori. Si tratta di quel tipo di aziende che potrebbero essere in grado di crescere stabilmente nel tempo anche nelle fasi di cambiamento, anziché dipendere dal ciclo economico.

**Una leadership ristretta può far passare in secondo piano un gruppo più ampio di aziende meglio attrezzate per affrontare un mercato caratterizzato da cambiamenti dirompenti più rapidi e da driver di rendimento più diversificati.** Man mano che i vantaggi competitivi vengono erosi dalla crescente concorrenza, la capacità di adattamento potrebbe assumere la stessa importanza delle dimensioni aziendali. Gli investitori possono comunque puntare su temi strutturali di grande impatto, detenendo al contempo titoli di qualità sottovalutati che esulano dalla narrativa dominante. Questo approccio può ampliare le fonti di rendimento e ridurre la dipendenza da un unico tema di mercato.

**Per gli investitori, l'approccio GARP rappresenta un modo per non rinunciare a qualità, adattabilità e valutazione anche nelle fasi di cambiamento del mercato.** L'importanza dei cicli non viene meno, ma si prediligono gli aspetti strutturali: l'approccio GARP può aiutare a costruire portafogli più resilienti, via via che leadership, concorrenza e fonti di crescita si evolvono. Ciò, a sua volta, potrebbe offrire un modo più equilibrato per cogliere la crescita senza fare eccessivo affidamento sui titoli al momento favoriti dal mercato.

**FIGURA 6: IL RITORNO DEL PREMIO DI VOLATILITÀ: I MULTIPLI P/E PER LE SOCIETÀ CON UTILI INSTABILI SONO TRIPLICATI DAL MINIMO DEL 2023**



Fonte: FactSet. La varianza degli utili è definita come la deviazione standard degli ultimi 4 trimestri del rapporto tra utile netto e patrimonio totale. Oggi: dati all'11 giugno 2026; 3 anni fa: dati all'11 giugno 2023; 5 anni fa: dati all'11 giugno 2021.

# L'erosione del predominio del dollaro

**Il predominio del dollaro si sta progressivamente erodendo.** Questo cambiamento sta avvenendo in modo lento e irregolare, ma significativo. Ciononostante, il biglietto verde continua a ricoprire un ruolo centrale nel sistema finanziario globale, conservando la sua posizione dominante in campi quali la fatturazione commerciale, i prestiti transfrontalieri, l'emissione di debito internazionale, i pagamenti SWIFT e il volume delle transazioni sui mercati dei cambi. Secondo la maggior parte dei principali indicatori sull'utilizzo dell'USD a livello internazionale, la sua quota è rimasta in prossimità del 50% negli ultimi 15 anni.<sup>1</sup>

**Tuttavia, il ruolo di valuta di riserva non coincide con il vigore di una divisa.** Una moneta può infatti continuare a rivestire un'importanza sistemica anche se gli investitori si mostrano sempre meno disposti a detenerla a fronte di livelli di valutazione elevati; si tratta di una distinzione fondamentale. Il segnale più evidente della graduale de-dollarizzazione si riscontra nelle riserve ufficiali, dove la quota del dollaro è scesa di circa otto punti percentuali dal 2015,

## AZIONI DA CONSIDERARE

- ➡ Il rischio maggiore per il dollaro USA riguarda il suo ruolo di riserva di valore, per via delle sfide all'eccezionalismo statunitense.
- ➡ Considerare la possibilità di ridurre l'esposizione concentrata al dollaro aumentando le allocazioni in attivi denominati in altre valute, nell'ambito di un portafoglio diversificato più ampio.
- ➡ Riconsiderare i mercati emergenti come allocazione strategica, in particolare le valute e il debito in divisa locale di questi paesi, che potrebbero trarre vantaggio da un indebolimento del biglietto verde.

RISERVATO AD INVESTITORI PROFESSIONALI E ISTITUZIONALI.

mentre l'oro e le valute di riserva minori hanno guadagnato costantemente terreno.<sup>2</sup> Ciò vale in particolare per i mercati emergenti, e in misura minore per le economie sviluppate.<sup>3</sup>

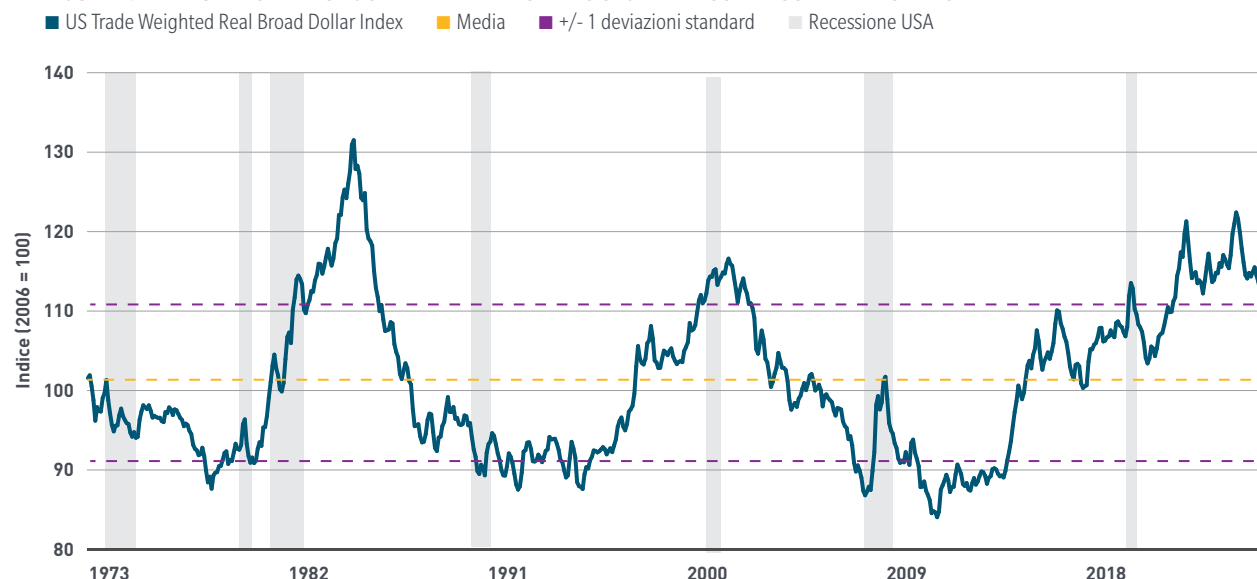
**Il rischio maggiore per l'USD non riguarda il suo ruolo nei pagamenti internazionali, bensì la sua funzione di riserva di valore.** È qui che la credibilità riveste maggiore importanza, ed è qui che il contesto statunitense è diventato più impegnativo. La combinazione di dazi, sanzioni, frammentazione geopolitica, risveglio del nazionalismo, aumento della spesa per la difesa e preoccupazioni di natura fiscale ha indebolito la narrativa dell'eccezionalismo statunitense. Il risultato è un maggiore incentivo per gli investitori globali e le banche centrali a diversificare i propri portafogli a scapito degli asset in dollari, mettendo così alla prova il tradizionale ruolo di bene rifugio dell'USD.

**Ciò costituisce un argomento strategico a favore di un indebolimento del dollaro.** Non perché il biglietto verde stia per essere soppiantato, non è così. Non esiste alcuna alternativa credibile pronta a sostituirlo: l'Europa non dispone ancora dell'unione fiscale necessaria a sostenere

una valuta di riserva che possa davvero competere con il dollaro, mentre la Cina dovrebbe aprire il suo conto capitale. Ma l'assenza di un successore non impedisce una graduale riallocazione a scapito dell'USD.

**L'attuale contesto rafforza la tesi a favore dell'investimento in asset denominati in valute diverse dal dollaro all'interno di un portafoglio diversificato.** L'oro rimane uno dei principali beneficiari della diversificazione delle riserve, mentre gli asset denominati in valute diverse dall'USD dovrebbero trarre vantaggio da un'eventuale rotazione a discapito delle posizioni affollate sul dollaro. I mercati emergenti sembrano trovarsi in una posizione particolarmente favorevole. Il deprezzamento dell'USD tende infatti a sostenere le valute e il debito in divisa locale dei mercati emergenti, e una debolezza prolungata del biglietto verde potrebbe trasformarsi in un importante fattore di supporto per i rendimenti di queste economie. In tale contesto, i mercati emergenti dovrebbero essere considerati non solo come un investimento ciclico, ma come una scelta di asset allocation strategica nei portafogli.

**FIGURA 7: LA VALUTAZIONE A LUNGO TERMINE DEL DOLLARO SEGNALE RISCHI DI SOPRAVALUTAZIONE**



Fonte: Bloomberg; Federal Reserve statunitense. US Trade Weighted Real Broad Dollar Index della Fed. Dati mensili da marzo 1973 ad aprile 2026.

# Credito privato: rivalutare il rischio

**Dopo anni di rapida crescita, il credito privato sta affrontando il suo primo vero stress test.** Si riscontrano segnali di tensione su diversi fronti: gli spread delle BDC si sono ampliati, i crediti incagliati sono aumentati e le pressioni legate alle richieste di rimborso si sono intensificate, il che ha indotto alcuni gestori a cedere gli asset in difficoltà sui mercati secondari. Allo stesso tempo, le pressioni strutturali sono in aumento: l'IA sta rivoluzionando il comparto dei prestiti nel settore del software, che rappresenta circa il 21% dei prestiti diretti, innescando processi di ristrutturazione.<sup>4</sup> Data l'opacità intrinseca dei mercati privati (valutazioni sporadiche, divulgazione limitata e rendicontazione frammentata), la portata effettiva del deterioramento del credito potrebbe non essere ancora del tutto evidente. Sottolineando i crescenti rischi sistemici, la BCE ha messo in guardia dai potenziali rischi di contagio per gli assicuratori europei.

**Detto questo, è improbabile che le attuali tensioni nel settore del credito privato rappresentino un rischio significativo per l'economia nel suo complesso.** Il settore rimane di dimensioni relativamente modeste e rappresenta circa il 10% dei prestiti alle imprese non

## AZIONI DA CONSIDERARE

- ➡ Ridimensionare l'esposizione al credito privato adeguando le allocazioni per tenere conto della minore remunerazione per l'illiquidità e della rivalutazione del profilo di rischio.
- ➡ Conservare la flessibilità privilegiando strumenti liquidi che consentano un riposizionamento tempestivo al mutare delle condizioni.
- ➡ Puntare sui mercati pubblici, dove la solidità dei fondamentali, i rendimenti interessanti e la liquidità consentono al credito di rivestire un ruolo di maggiore rilievo.

RISERVATO AD INVESTITORI PROFESSIONALI E ISTITUZIONALI.

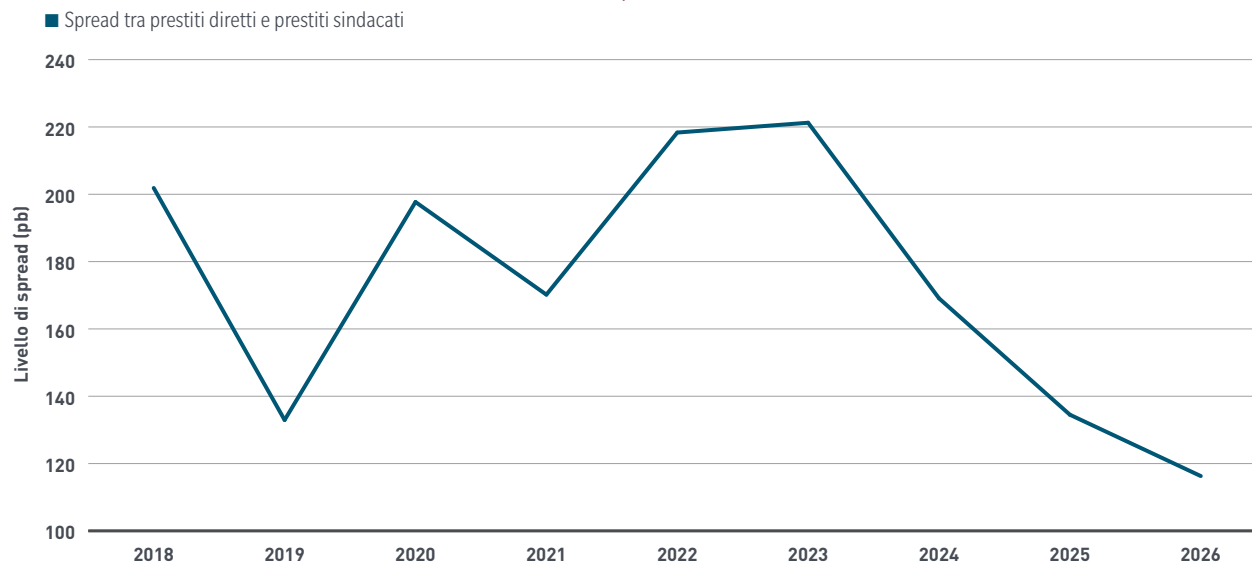
finanziarie, rispetto al 21% costituito da prestiti ad alto rendimento e con leva.<sup>5</sup> Di conseguenza, sebbene un rallentamento nell'erogazione di nuovi prestiti possa esercitare una modesta pressione al rialzo sugli spread creditizi, la probabilità che si verifichi una crisi creditizia più generalizzata rimane limitata, e diversi fattori attenuano ulteriormente tale rischio. La liquidità già impegnata fornisce un cuscinetto a breve termine per l'attività di concessione del credito, mentre le banche conservano la loro capacità di intervenire, se necessario, come fornitori di credito per le imprese di medie dimensioni. Inoltre, si prevede un aumento dei capitali bancari in eccesso a seguito della finalizzazione di Basilea III ("Basel III Endgame"), il che contribuirà a rafforzare la disponibilità di credito.

**La rivalutazione del credito privato sta riportando l'attenzione sulla liquidità.** Con la riduzione del premio di illiquidità, la tesi a favore di una rinuncia alla liquidità si sono indebolite. In questo contesto caratterizzato da una crescente incertezza geopolitica, l'importanza della liquidità è aumentata. Precedentemente un aspetto secondario,

la capacità di adeguare le esposizioni e di adattarsi all'evoluzione delle condizioni è diventata un requisito imprescindibile per la gestione del rischio. Il credito privato conserva il suo ruolo all'interno dei portafogli diversificati, ma le allocazioni dovrebbero essere calibrate con attenzione per riflettere la sostanziale rivalutazione del profilo di rischio di questa asset class.

**Ciò rafforza l'attrattiva relativa dell'obbligazionario quotato come ancora dei portafogli.** I mercati del credito liquidi hanno dato prova di una relativa resilienza durante le recenti tensioni: i rendimenti si confermano interessanti anche in presenza di spread contenuti, gli afflussi si mantengono stabili nonostante le massicce emissioni guidate dagli hyperscaler e i fondamentali societari mostrano una solidità eccezionale. In questo contesto, una gestione attiva è fondamentale, non solo per individuare il valore relativo, ma anche per preservare la liquidità, mantenere la flessibilità e adeguare le esposizioni al mutare delle condizioni.

**FIGURA 8: CALO DELLA REMUNERAZIONE PER IL RISCHIO DI ILLIQUIDITÀ NEL SEGMENTO DEL CREDITO PRIVATO**



Fonte: Bloomberg, Pitchbook, LCD. Dati annuali dal 31 dicembre 2018 al 31 dicembre 2025 e ultimi 12 mesi fino a marzo 2026. Spread dei mutuatari con rating B- nel segmento delle LBO, che mette a confronto i finanziamenti nel mercato dei prestiti ampiamente sindacati (broadly syndicated loan, BSL; la più simile asset class a tasso variabile del mercato quotato) e quelli del mercato dei prestiti diretti.

Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle di MFS Strategy & Insights Group (SAIG), un'entità interna alla divisione distribuzione di MFS, e possono differire da quelle dei gestori di portafoglio e degli analisti di ricerca di MFS. Queste opinioni sono soggette a variazioni in qualsiasi momento e non vanno considerate alla stregua di una consulenza di investimento fornita dal Consulente, di una raccomandazione di titoli o di un'indicazione delle intenzioni di trading per conto di MFS.

<sup>1</sup> Goldman Sachs. "Dollar Dominance and Dollar Depreciation – Moving on Different Tracks", settembre 2025.

<sup>2</sup> Goldman Sachs. "Dollar Dominance and Dollar Depreciation – Moving on Different Tracks", settembre 2025.

<sup>3</sup> Deutsche Bank Research. "The Return of History: Gold, the Dollar, and the Monetary Future", aprile 2026.

<sup>4</sup> Fonti: JP Morgan. North America Economic Research, "US: Private Credit isn't a Public Problem". Abiel Reinhart, Michael Feroli, Nelson Jantzen, Kabir Caprihan, 1° maggio 2026.

<sup>5</sup> Fonti: JP Morgan. North America Economic Research, "US: Private Credit isn't a Public Problem". Abiel Reinhart, Michael Feroli, Nelson Jantzen, Kabir Caprihan, 1° maggio 2026.

BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue collegate (collettivamente "Bloomberg"). Bloomberg o i licenzianti di Bloomberg detengono tutti i diritti di proprietà degli indici Bloomberg. Bloomberg non approva né avalla il presente materiale, né garantisce la precisione o la completezza delle informazioni ivi contenute, né rilascia alcuna garanzia, espressa o implicita, circa i risultati ottenibili dalle stesse e, nella misura massima consentita dalla legge, non potrà essere ritenuta responsabile di danni derivanti in relazione alle stesse.

"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.

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

**Questo materiale è riservato esclusivamente a investitori qualificati, professionisti dell'investimento e investitori professionali qualificati, e non dovrebbe essere distribuito agli investitori al dettaglio.**

Il presente materiale è fornito solo a scopo informativo generale, senza alcuna considerazione per gli obiettivi d'investimento specifici, la situazione finanziaria e le esigenze particolari di una determinata persona. Questo materiale non costituisce una promozione o consulenza in merito a prodotti o servizi d'investimento di MFS. Le opinioni espresse sono quelle dei 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. I rendimenti passati e qualsiasi pronostico, previsione o proiezione non sono indicativi dei risultati futuri. Le informazioni contenute nel presente documento non possono essere copiate, riprodotte o ridistribuite senza l'esplicito consenso di MFS. Sebbene sia stata presa ogni ragionevole misura per assicurare l'accuratezza delle informazioni alla data di pubblicazione, MFS non fornisce alcuna garanzia o dichiarazione, esplicita o implicita, e declina espressamente ogni responsabilità per eventuali errori o omissioni. Le informazioni sono soggette a modifiche senza preavviso. MFS non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni indiretti o consequenziali derivanti dall'uso di questo materiale o dall'affidamento sul medesimo.

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.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 contravvenendo 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.