

La fine del ciclo del dollaro forte

SETTEMBRE 2025

AUTORI



Benoit Anne
Senior Managing Director
Strategy and Insights Group



Trisha Guchait
Analista di ricerca
quantitativa

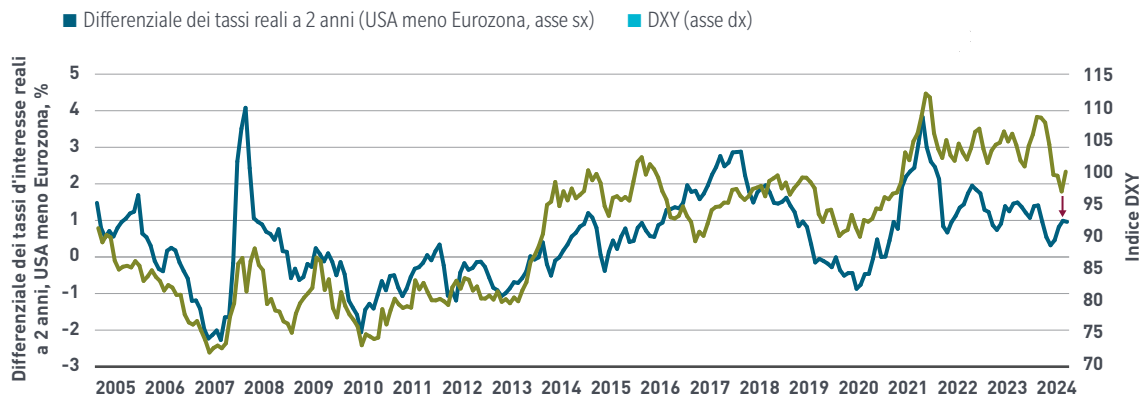
Il dollaro ci sembra esposto a pressioni significative. Non solo nel breve termine, ma anche nel contesto delle asset allocation strategiche degli investitori globali. L'unica nota positiva è che non ci aspettiamo che il biglietto verde perderà il suo status di valuta di riserva principale nel prossimo futuro. Alla luce di ciò, riteniamo che la diversificazione globale sia più importante che mai. In prospettiva, le asset class del resto del mondo (come le azioni non USA, l'obbligazionario europeo e il debito dei mercati emergenti) potrebbero beneficiare delle attuali pressioni sulla divisa statunitense.

La prospettiva tattica: ulteriori rischi per l'USD nel breve termine

A nostro avviso, l'attuale contesto macro e di mercato lascia presagire ulteriori rischi di ribasso per il dollaro USA. Innanzitutto, a giudicare dai fondamentali della crescita, riteniamo che i rischi di rallentamento siano più pronunciati negli Stati Uniti che nella maggior parte dei loro principali partner. Ciò riflette, in larga misura, l'incertezza legata all'impatto sulla crescita del blocco dell'immigrazione e dei dazi commerciali, due importanti misure politiche introdotte dalle autorità americane negli ultimi mesi. Anche se non prevediamo un significativo rischio di recessione negli Stati Uniti, le prospettive segnalano una decelerazione. Altre regioni, come ad esempio l'Eurozona, stanno invece beneficiando di una fase di ripresa. Questa divergenza di prospettive di crescita tra gli Stati Uniti e il resto del mondo è uno dei principali fattori di ostacolo per l'USD.

Anche il previsto andamento dei tassi d'interesse relativi suggerisce che il dollaro USA potrebbe indebolirsi nel periodo a venire. In questa fase è molto probabile che nei prossimi trimestri la Federal Reserve riduca il suo tasso di riferimento in misura maggiore rispetto a gran parte delle altre grandi banche centrali. Di contro, la Banca centrale europea è vicina alla fine del suo ciclo di allentamento, mentre la Bank of Japan prenderà verosimilmente in considerazione un ulteriore inasprimento nei prossimi mesi. Ci sembra che il ciclo della politica monetaria globale sia molto meno sincronizzato rispetto a qualche trimestre fa. Tutto ciò implica che il differenziale dei tassi d'interesse tra gli Stati Uniti e i loro partner potrebbe ridursi ancora, esercitando un'ulteriore pressione al ribasso sul biglietto verde. Come illustrato nella Figura 1, negli ultimi tempi il dollaro è stato scambiato contro l'euro a livelli più alti di quelli che sarebbero giustificati dal differenziale dei tassi d'interesse reali con l'Eurozona. Questa situazione potrebbe tuttavia invertirsi in futuro nel caso in cui la Fed ricominciasse a tagliare i tassi.

Figura 1: Il differenziale dei tassi d'interesse tra gli USA e l'Eurozona indica ulteriori rischi di ribasso per l'USD

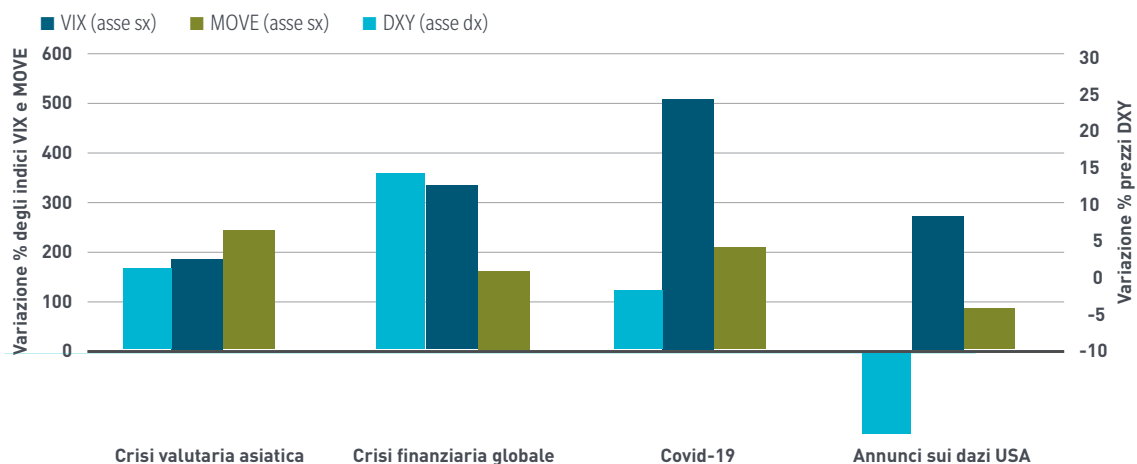


Fonti: Bloomberg. Il differenziale dei tassi d'interesse è stimato come la differenza tra i tassi reali statunitensi a 2 anni (tassi nominali meno inflazione di pareggio) e gli swap in EUR (tassi nominali meno inflation swap). Dati mensili. Fino a luglio 2025.

L'attuale contesto politico degli Stati Uniti rappresenta a nostro avviso un ulteriore rischio. Per cominciare, i timori di eccessiva prodigalità fiscale potrebbero frenare l'interesse degli investitori globali per gli asset denominati in USD, in quanto ciò potrebbe causare un aumento dei tassi a lungo termine, innescando una correzione sia dell'obbligazionario che dell'azionario statunitense. Inoltre, anche la credibilità del più ampio quadro di politiche macro USA sembra messa in dubbio visto il notevole aumento delle pressioni politiche sulla Fed. Riteniamo che l'indipendenza della banca centrale costituisca un presupposto fondamentale per la credibilità delle politiche economiche. In passato, infatti, diversi paesi emergenti hanno imparato questa lezione a proprie spese: subordinare l'orientamento di una banca centrale a pressioni di natura politica si traduce molto spesso in scarsi risultati nella lotta all'inflazione e in elevati rischi di deflusso di capitali.

In questo contesto, le caratteristiche di bene rifugio del dollaro USA hanno di recente subito un'erosione. Ciò è stato particolarmente evidente all'inizio di aprile, con l'escalation della guerra commerciale. Il grave shock di avversione al rischio che ne è conseguito è infatti stato accompagnato da un ampio movimento al ribasso del dollaro (Figura 2). Analogamente, all'inizio di agosto, il biglietto verde ha perso terreno di pari passo con i listini americani a seguito della pubblicazione dei deludenti dati sull'occupazione non agricola di luglio, comportandosi più come una valuta "risk-on" (che beneficia di un clima di propensione al rischio). Va sottolineato che, in passato, il dollaro ha beneficiato degli shock di avversione al rischio e i Treasury USA hanno rappresentato il bene rifugio per eccellenza.

Figura 2: Il deterioramento dei fondamentali statunitensi ha eroso lo status di bene rifugio del dollaro



Fonte: Bloomberg. Dati giornalieri per ogni episodio. Le reazioni dei beni rifugio per ciascuna asset class rappresentano il massimo rialzo o il massimo ribasso verificatosi nei seguenti periodi: Crisi valutaria asiatica = dal 1° luglio 1997 al 31 dicembre 1998; Crisi finanziaria globale = dal 1° luglio 2008 al 31 marzo 2009; Covid-19 = dal 1° febbraio 2020 al 30 aprile 2020; Annunci sui dazi USA = dal 1° gennaio 2025 all'11 aprile 2025.

Il modello del nostro team d'investimento quantitativo non segnala un apprezzamento dell'USD nel breve termine. Il nostro processo quantitativo si basa su una serie di indicatori di diverso tipo per stabilire l'allocazione tra le varie divise dei paesi sviluppati. Questo modello include i fattori value e carry, che sono di natura più persistente, nonché segnali a più breve termine come il momentum e il sentiment. L'USD risulta sopravvalutato, ma il carry rimane interessante. I segnali a breve termine sono contrastanti, anche se tendono verso posizioni corte, ma va sottolineato che questi fattori sono soggetti a un maggiore turnover. Nel complesso, i fattori tattici sono neutrali o leggermente ribassisti sull'USD e non segnalano in genere un apprezzamento della valuta nel breve termine.

Gli unici fattori che sostengono la divisa statunitense sul breve periodo sono di natura tecnica. Nello specifico, le posizioni short sul dollaro sono tra le operazioni più affollate del momento. Era dal 2021 che il mercato non presentava una posizione corta netta sull'USD come quella attuale (Figura 3). Sebbene questo scenario tecnico propizio possa causare una certa volatilità e persino innescare un rialzo temporaneo del biglietto verde, riteniamo che in futuro i fondamentali macroeconomici sfavorevoli finiranno per prevalere e imporsi come principale driver della valuta.

Figura 3: Il mercato è short sull'USD

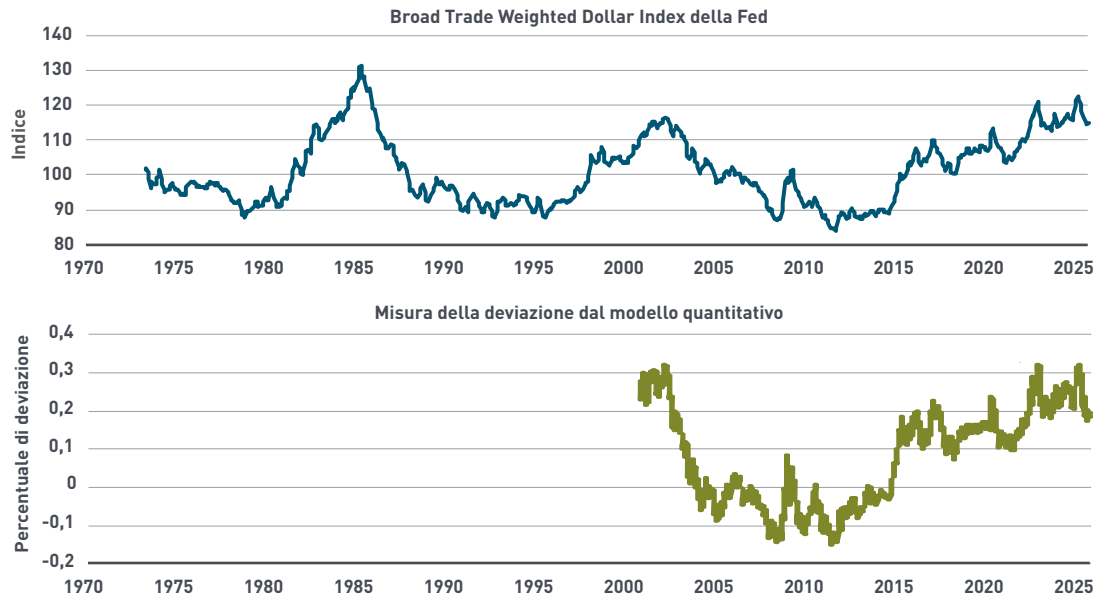


Fonte: Bloomberg CFTC. NYCE US Dollar Index, posizioni nette combinate non commerciali

La prospettiva strategica: le valutazioni e il comportamento degli investitori globali non favoriscono il dollaro oltre il breve termine

In base agli standard storici, la maggior parte dei parametri di valutazione dei tassi di cambio indica che il dollaro è sopravvalutato di almeno il 10%. Ad esempio, misurato a partire dagli anni '70, l'indice reale del dollaro compilato dalla Fed si trova attualmente circa il 13% al di sopra della sua media di lungo periodo. In retrospettiva, sembra che il ciclo del dollaro forte abbia raggiunto il suo apice nel gennaio 2025. La sopravvalutazione e i primi segnali di indebolimento della valuta potrebbero influenzare in misura significativa il comportamento degli investitori globali.

Figura 4: Valore dell'USD e deviazione dal modello quantitativo



Fonti: Datastream, Fed. Dati mensili per il Broad Trade Weighted Dollar Index della Fed. Fino ad agosto 2025.
Dati giornalieri per il nostro modello quantitativo, fino al 12 settembre 2025.

Il modello quantitativo del tasso di cambio di equilibrio comportamentale ("behavioural equilibrium exchange rate" o BEER) genera un risultato simile. Il modello BEER calcola il fair value delle valute partendo dai tassi di cambio reali a lungo termine. Questi tassi sono rettificati per tener conto degli attuali differenziali di produttività e ragioni di scambio, il che aiuta a spiegare le deviazioni dalle medie di lungo periodo. Una divisa sopravvalutata può essere sostenuta da fondamentali economici relativamente solidi. Utilizzando un indice ponderato per l'interscambio dei paesi del G10, il modello BEER suggerisce che il dollaro è sopravvalutato del 18,7%, a indicazione che, anche tenendo conto dei differenziali economici, l'USD dovrebbe continuare a indebolirsi (Figura 4). Inoltre, il valore della valuta influisce sull'andamento dei rendimenti azionari futuri, e il previsto deprezzamento del biglietto verde potrebbe rappresentare un ostacolo per le azioni USA.¹

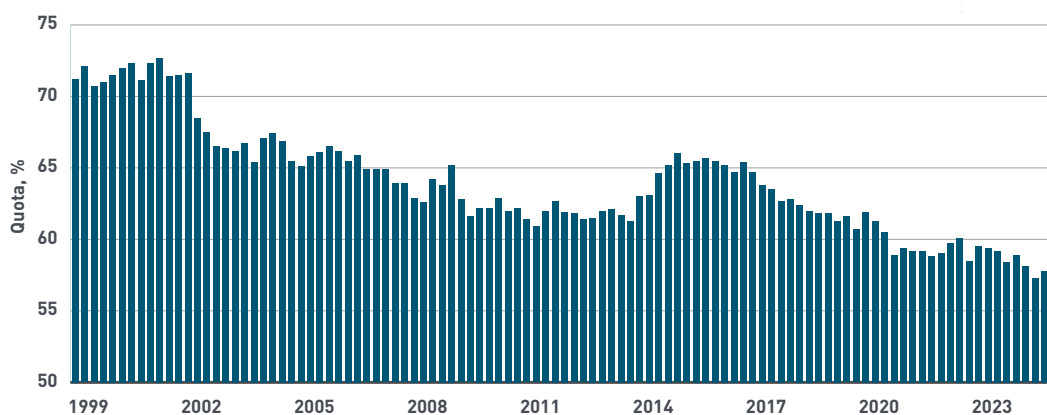
Due comportamenti chiave degli investitori potrebbero provocare un ulteriore indebolimento del dollaro nel breve termine. Questi comportamenti riguardano l'allocazione globale e la copertura valutaria. In termini di allocazione globale, c'è il rischio che gli investitori, nell'ambito della loro asset allocation strategica, optino per una diversificazione a scapito degli asset denominati in USD. Questo ribilanciamento innescerebbe a sua volta una riduzione dell'esposizione al dollaro, a vantaggio del resto del mondo. Si tratta di un fenomeno che abbiamo in larga misura già osservato negli ultimi mesi, ma che potrebbe continuare se il contesto macro e di mercato, come abbiamo spiegato sopra, dovesse rimanere poco propizio. Riteniamo che in generale gli investitori globali siano sovraesposti ai mercati statunitensi, per cui questo ribilanciamento potrebbe richiedere tempo, visti anche i processi d'investimento dei grandi investitori istituzionali.

Ulteriori pressioni sul dollaro potrebbero provenire dalle coperture valutarie. Tra il 2022 e il 2024, gli alti costi di copertura dell'esposizione all'USD (ascrivibili all'aumento dei tassi d'interesse statunitensi a partire dal 2022) hanno spinto alcuni investitori istituzionali asiatici ed europei a ridurre i coefficienti di copertura. In particolare, la Bank of Japan ha indicato che il rapporto di copertura dei principali assicuratori vita giapponesi è sceso da circa il 60% nel 2021 al 40% nel 2024.² Questa tendenza dovrebbe invertirsi in futuro. Come sottolineato dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) in un rapporto del giugno 2025, le operazioni di copertura valutaria da parte di investitori non statunitensi che detengono asset USA sembrano aver contribuito alla recente debolezza del dollaro.³ Tecnicamente, è l'aggiustamento del rapporto di copertura in dollari a creare il rischio maggiore per la valuta, anziché l'acquisto di un attivo in USD con copertura valutaria. In questo contesto, d'ora in avanti sarà cruciale monitorare le strategie di copertura valutaria dei grandi investitori globali.

La prospettiva strutturale: il ruolo del dollaro USA come valuta di riserva

Se guardiamo al lungo termine, e in particolare allo status del dollaro USA nel sistema finanziario internazionale, le prospettive sono decisamente più rosee. Non vediamo gravi minacce al ruolo di principale valuta di riserva del biglietto verde. È vero che la quota del dollaro nelle riserve globali è diminuita nel tempo. Secondo gli ultimi dati dell'FMI, l'USD rappresenta circa il 58% delle riserve ufficiali globali,⁴ in calo rispetto al 70% circa di 20 anni fa (Figura 5). Ciò detto, dubitiamo che lo status del dollaro possa essere messo in discussione da altre valute. Con una quota di circa il 20% delle riserve ufficiali globali, l'euro si colloca al secondo posto ma a grande distanza dall'USD, seguito dallo yen giapponese con il 5,8%. È probabile che la quota del dollaro USA continui a scendere in futuro, ma si tratterà di un processo lento e graduale. Il principale ostacolo per i potenziali concorrenti è rappresentato dalle dimensioni e dalla liquidità del mercato. A prescindere dall'opinione di ciascuno sui Treasury USA, la realtà è che questo mercato è oltre 10 volte più grande di quello dei Bund tedeschi. In termini di volume medio giornaliero (un'utile misura della liquidità), il mercato dei titoli del Tesoro statunitense supera di 30 volte quello europeo. In altre parole, il dollaro e il mercato dei Treasury statunitensi resteranno veicoli d'investimento globali fondamentali.

Figura 5: La quota del dollaro nelle riserve globali rimane significativa, ma è gradualmente diminuita



Fonti: IMF, Cofer dataset. Dati trimestrali fino a marzo 2025.

Implicazioni per gli investimenti: i vantaggi di una diversificazione globale

I vantaggi della diversificazione globale risultano quantomai evidenti visti i tempi difficili che si prospettano per il dollaro statunitense. Ad oggi, una delle principali lezioni del 2025 è proprio l'importanza della diversificazione globale. In ragione della percezione dell'eccezionalità statunitense degli ultimi anni, gli investitori globali si sono forse sovraesposti agli Stati Uniti. Tuttavia, questa narrazione è ora messa in forte discussione, il che dovrebbe tradursi in un parziale allontanamento dagli attivi statunitensi. In prospettiva, le asset class del resto del mondo (come le azioni non USA, l'obbligazionario europeo e il debito dei mercati emergenti) potrebbero beneficiare delle attuali pressioni sul biglietto verde. In particolare, siamo convinti che il contesto giochi a favore del debito emergente in valuta locale. Per sua natura, questa asset class offre una significativa diversificazione geografica. Il suo principale indice di riferimento, il J.P. Morgan GBI EM Diversified, comprende infatti 19 paesi dell'Asia, della regione EMEA e dell'America latina. Inoltre, ciò che è più importante, mentre il contesto macro globale resta cruciale per questa asset class, sono i driver macro locali - soprattutto la politica delle banche centrali e l'inflazione interna - che tendono a esercitare una grande influenza sulla performance dei mercati locali.

¹ Il valore delle valute è uno dei fattori utilizzati dal nostro modello quantitativo dell'allocazione in azioni dei mercati sviluppati. Data la sopravvalutazione del dollaro, il fattore consiglia attualmente di detenere azioni non USA.

² Fonte: Bank of Japan, Financial System Report (aprile 2025)

³ Fonte: Banca dei regolamenti internazionali (BRI), Bollettino BRI n. 105, 20 giugno 2025.

⁴ Fonte: IMF, IMF data brief: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, 17 luglio 2025

L'MSCI World Index misura la performance dei mercati azionari nei paesi sviluppati. 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.

Fonte: Bloomberg Index Services Limited. 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.

Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle di MFS Strategy and Insights Group, 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. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

La diversificazione non garantisce un guadagno né una protezione dalle perdite. 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 contravenga 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 neanche MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.