



FINANCIAL NEWSLETTER DI CARTHESIO – **LUGLIO 2025**

QUADRO GEOPOLITICO ED ECONOMIA GLOBALE

Quadro geopolitico ed economia globale

Guerra dei dazi pt. II & OBBBA

Mercati finanziari -Obbligazionario -Azionario -Alternativi

Investimenti

Il punto svizzero -Economia -Uno sguardo ai mercati locali

Rassegna stampa

DISCLAIMER

“Le informazioni e i documenti/ riferimenti presenti su questa pubblicazione rientrano nella classificazione di materiale di marketing ai sensi dell’art. 68 della LSerFi svizzera e hanno scopo puramente informativo. Carthesio seleziona con la massima cura i dati e le informazioni riportate e che ritiene affidabili. Tuttavia, Carthesio non può essere ritenuta responsabile di eventuali inesattezze riconducibili alle fonti pubblicate. Carthesio opera come gestore di patrimoni e fondi d’investimento per investitori privati e istituzionali. La presente ha solo scopo informativo e non costituisce in nessun caso forme di distribuzione, offerta o sollecitazione e nessuna delle informazioni contenute deve essere considerata come un consiglio di investimento, legale o fiscale. Per ulteriori informazioni e per i dettagli sulla nostra informativa sulla privacy si rimanda al sito www.carthesio.com

Il 2025 si è rivelato fin qui un anno particolarmente movimentato, caratterizzato da un contesto geopolitico e macroeconomico estremamente complesso da interpretare e conseguentemente da navigare, ponendo dunque delle sfide impegnative all’interno dei processi decisionali degli investitori su scala globale.

Nella nostra Newsletter di fine 2024, avevamo ritenuto opportuno evidenziare una serie di rischi che, sull’onda dell’entusiasmo del periodo, venivano citati da parte dell’industria finanziaria quasi per puro spirito di cronaca ma che si sono poi rivelati temi cardine della prima metà dell’anno. Riprendendoli ci accorgiamo infatti che: politiche monetarie divergenti, differenziali inflazionistici persistenti, alleanze geopolitiche in mutamento e andamento altalenante nei flussi commerciali globali sono diventati il focus principale nel contesto attuale.

Sebbene il sentimento degli investitori abbia registrato una significativa ripresa rispetto alla volatilità raggiunta nel periodo immediatamente successivo al famigerato 2 aprile (Liberation Day), giorno dove il Presidente D. Trump ha gettato l’economia globale in uno stato di shock (vedi Figura 1) annunciando dazi contro tutti i partner commerciali degli Stati Uniti, le tensioni sia economiche che politiche continuano a guidare fenomeni di frammentazione regionale e di rotazione nell’allocazione dei capitali.

In termini assoluti, il principale punto d’attenzione rimarrà l’evoluzione dell’inflazione negli Stati Uniti, dove i dati progressivamente andranno a includere gli effetti generati dai dazi, e conseguentemente come la Fed deciderà di agire in funzione di essi.

In secondo luogo, gli investitori continueranno a seguire da vicino gli sviluppi delle trattative commerciali tra i paesi, Stati Uniti e Cina in primis, sul tavolo accordi di critica importanza su industrie strategiche quali tecnologia e terre rare. Mentre, sul versante europeo, bisognerà attendere che i Paesi membri poco coordinati si mettano d’accordo su come rispondere ai nuovi dazi imposti dagli Stati Uniti che entreranno in vigore il prossimo primo agosto.



QUADRO GEOPOLITICO ED ECONOMIA GLOBALE

Infine, continueranno a essere osservati da vicino gli svolgimenti dei conflitti in essere, i quali sembrano rimanere ancora lontani dal trovare delle soluzioni definitive e durature. Gli scontri sia sul versante Russo – Ucraino che Israele – blocco islamico continuano imperterriti a minacciare la serenità globale, mantenendo alta l'allerta e capaci di registrare dei picchi di tensione e volatilità come la guerra lampo tra Israele e Iran di metà giugno.

Nella seconda parte dell'anno ci attendiamo dunque che buona parte dei rischi evidenziati possano continuare ad agire sullo scenario macroeconomico. Tuttavia, reputiamo che buona parte di essi siano ormai stati digeriti dagli investitori, i quali continueranno a subire il "news-flow" aggiustando progressivamente il loro posizionamento nel corso del semestre. Non ci attendiamo un'imminente recessione, bensì un leggero re-rating della crescita al ribasso che in assenza di maggiori catalizzatori negativi non sarà sufficiente a generare un significativo inasprimento delle condizioni economiche a livello globale.

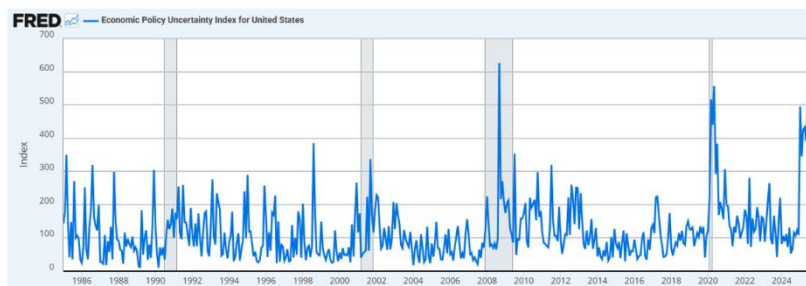


Figura 1 Indice di incertezza della politica economica statunitense.

Fonte: FRED



GUERRA DEI DAZI PT. II & OBBBA

Come abbiamo già commentato nelle scorse Newsletter, il primo semestre 2025 è stato significativamente influenzato dalle misure shock adottate dalla presidenza Trump in termini di politica commerciale, segnando un punto di svolta epocale nel contesto globale e facendo partire un ciclo di ritorno al mercato del protezionismo accompagnato da una crescente frammentazione geopolitica (vedi Figura 2). Sul grafico proposto è possibile osservare l'andamento medio storico dei dazi sulle importazioni americane con uno sguardo al futuro prossimo dove si evince una stima media crescente in funzione di diversi scenari. Attualmente, il valore si ferma a un 13% di dazio medio globale sulle importazioni, in forte aumento dal 2.3% di fine 2024. Tuttavia, notiamo come già al 1° agosto questo possa salire ad una stima del 17% o addirittura del 20% se dovesse entrare in vigore l'articolo 232 del Trade Expansion Act. In queste previsioni non è incluso il rafforzamento delle valute estere nei confronti del dollaro.

Dopo essersi concentrato principalmente su buona parte dei partners commerciali internazionali, Cina in primis, lo scorso 12 luglio è arrivato l'ennesimo annuncio shock, in questo caso verso l'Europa, di dazi al 30% su tutte le importazioni in vigore dal 1° agosto salvo accordi. L'Unione Europea, colta di sorpresa, come solito accade, si fa trovare divisa in termini di proposte e di contromisure. I settori più esposti, tra i principali: auto, acciaio, beni di consumo, rischiano impatti significativi su export, margini e occupazione.

Parallelamente, negli ultimi mesi la Cina ha risposto con contromisure selettive e un rafforzamento interno delle filiere strategiche (tecnologia, energia e agricoltura). Inoltre, le aziende globali cinesi stanno accelerando e rafforzando il "friendshoring" verso India, Vietnam e America Latina, adottando le strategie definite "Cina +1".

Sul piano macro, l'impatto diretto dei dazi è ancora contenuto, ma in crescita: stime attuali indicano un effetto frenante dello 0.6% – 0.8% sul PIL USA e dello 0.4% – 0.7% sul PIL dell'UE, oltre a pressioni inflazionistiche settoriali visibili in Europa e Asia. Il rischio sistemico è la disintegrazione dell'ordine commerciale multilaterale, con catene del valore sempre più regionalizzate e alleanze economiche ridefinite per blocchi.

Al netto degli ultimi svolgimenti e della forte incertezza riguardo a come effettivamente l'UE cercherà accordi con gli USA, riteniamo opportuno sottolineare che l'inizio del secondo semestre 2025 si apre in un contesto di rischio elevato, dove la politica commerciale rimarrà una fonte di grande incertezza e difficoltà interpretativa per gli investitori e soprattutto per l'economia reale, dove molteplici progetti si trovano congelati in attesa di chiarimenti di politica commerciale. Le implicazioni sono molteplici e di forte impatto con un potenziale aumento di dispersione tra i rendimenti di settori e regioni.

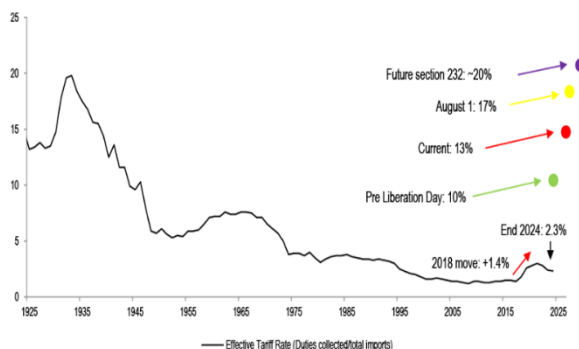


Figura 2 Proiezione dei tassi di dazi alle importazioni. Fonte: J.P.

GUERRA DEI DAZI PT. II & OBBBA

All'inizio di luglio, il Senato americano ha approvato la legge denominata One Big Beautiful Bill Act (OBBBA), che prevede una serie di interventi fiscali e la riduzione della spesa pubblica. Tra le principali misure, figura la proroga dei tagli alle imposte sul reddito delle persone fisiche e gli utili aziendali introdotti nel 2017, l'aumento delle detrazioni fiscali e un rafforzamento della spesa contro l'immigrazione e per la difesa. Contestualmente, è prevista una riduzione dei fondi destinati a Medicare, all'assistenza alimentare ed ai crediti rivolti all'energie rinnovabili, anche se i tagli entreranno in vigore solo a partire dal 2027. Per quanto riguarda le imprese, la legge introduce incentivi mirati a stimolare innovazione, investimenti e produzione nazionale. In particolare, sarà possibile dedurre immediatamente i costi sostenuti per lo sviluppo di software realizzati in USA. Nel complesso, queste misure mirano ad aumentare la flessibilità fiscale, ridurre il costo del capitale e promuovere il reinvestimento delle risorse all'interno del territorio statunitense.

Sulla base di prime analisi, l'OBBBA porterà il deficit Federale al 6.8% del PIL nel 2026, ma l'effetto netto sullo stimolo fiscale è quasi nullo, con un incremento reale del disavanzo primario di appena 0.2% (vedi Figura 3).

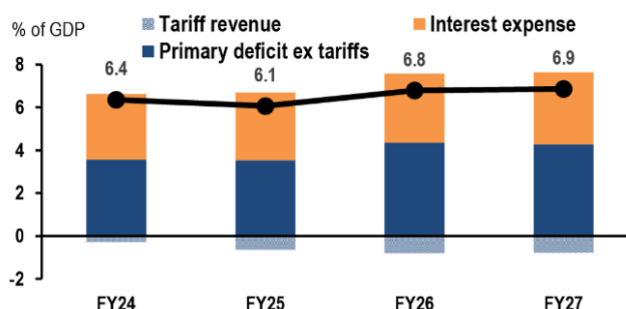


Figura 3 Impatto % e stime di impatto % sul PIL statunitense di: spese d'interesse sul debito, deficit e incassi dai dazi. Fonte J.P. Morgan IB

Non da ultimo, è in fase di finalizzazione negli Stati Uniti la riforma sulla capitalizzazione e sui limiti di leva per le banche americane, fortemente sostenuta dal Segretario al Tesoro Bessent. La nuova normativa prevede un ampliamento della capacità di leva finanziaria per gli istituti bancari, consentendo loro di acquistare un maggior numero di Treasury e di aumentare l'erogazione di credito al settore privato.

In sostanza, l'incremento della leva bancaria produrrà effetti simili a quelli del Quantitative Easing, ma senza suscitare la stessa attenzione mediatica o le critiche che solitamente accompagnano le politiche espansive della Fed. Inoltre, questa misura si distingue per una minore dipendenza dalle decisioni mensili della banca centrale, garantendo maggiore continuità nell'azione di stimolo economico.



MERCATI FINANZIARI

Obbligazionario

Nella prima metà del 2025 i mercati obbligazionari globali hanno vissuto una fase di transizione, guidata da un mix di incertezze, politiche monetarie divergenti, tensioni fiscali crescenti e un mercato dei cambi particolarmente movimentato.

Osservando gli eventi sul mercato dei Treasuries, una combinazione di dazi e traumi politici hanno comportato, contro ogni aspettativa, a un rialzo dei rendimenti, con un dollaro statunitense in picchiata rispetto a valute estere, in particolare contro euro e franco svizzero. Proprio sulla fine del semestre abbiamo assistito a un tasso trentennale e ventennale ritornare sopra il 5% di rendimento, mentre il dieci anni è stato per la maggior parte del semestre in trading range in torno al 4.5%. Inoltre, i sempre più frequenti scontri tra la Casa Bianca e la Fed, dove la prima vorrebbe a tutti i costi un taglio dei tassi, mentre la seconda rimane oggettivamente prudente in vista di possibili impennate dell'inflazione a seguito dei dazi, rendono il clima sul mercato incerto e di conseguenza i rendimenti rimangono elevati.

Il versante europeo invece, ha assistito a degli sviluppi di diversa natura, bensì con risultati simili. Nonostante i diversi tagli effettuati dalla Bce, i rendimenti delle obbligazioni governative continuano a fluttuare su alti livelli, complici gli annunci di future politiche fiscali espansive (aumento del debito) come quelli della Germania, che a seguito di una storica riforma costituzionale sul rapporto debito/Pil ha intenzione di attuare un piano di maxi-investimento per rilanciare industrie strategiche e stimolare la propria economia in recessione da oltre due anni. Inoltre, ulteriori pacchetti di spese da parte di tutta la comunità europea sono attesi per l'aggiornamento dell'industria militare, con Stati Uniti sempre più decisi a diminuire il proprio contributo. Tutto questo ha comportato un moderato aumento nel corso del semestre dei rendimenti dei paesi core, in particolare Germania e Francia, mentre hanno dimostrato maggiore stabilità i periferici, guidati da Italia e Spagna, i quali hanno anche leggermente continuato la restrizione degli spreads.

Mentre il debito corporate sia investment grade che high yield è stato premiante, soprattutto sulle brevi scadenze. Questo a causa di spread di credito che hanno continuato a rimanere compressi grazie alla solidità dei fondamentali degli emittenti aziendali e all'assenza di stress sistemici. (Vedi Figura 4)

Infine, grazie a tassi "più alti, più a lungo" il comparto del debito subordinato ha mantenuto attrattività grazie all'extra carry offerto e un ciclo di richiamo ancora in attesa di partire concretamente, inoltre bilanci solidi e una maggiore chiarezza in termini di regolamentazione sul capitale residuo bancario hanno dato maggiore fiducia agli investitori che hanno dunque potuto approfittare del superiore rendimento senza picchi di incertezza.

Nei mesi a venire ci attendiamo un consolidamento dei tassi nella parte breve, e spreads che restino contenuti sui livelli attuali. Rimaniamo cauti sulla duration di lunga scadenza in quanto non ci sorprenderebbe una pausa nella discesa dell'inflazione che potrebbe consolidare sui valori attuali.



MERCATI FINANZIARI

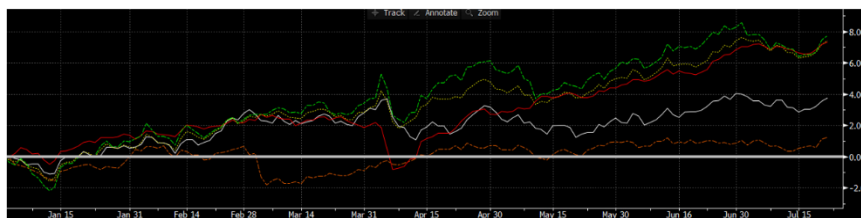


Figura 4 Performance in % di US Aggregate USD (Bianco); Eurozone Aggregate EUR (Arancione); Global Corporate USD (Giallo); Global High Yield USD (Rosso); Global Inflation Link USD (Verde).

Fonte: Bloomberg LP rielaborazione Carthesio SA

Azionario

L'azionario globale è riuscito a chiudere con circa un +8.90% di performance il semestre, in quelli che sono stati mesi ricchi di volatilità ed eventi di critica importanza. Dopo una disastrosa fine del primo trimestre e inizio del secondo, l'azionario americano è riuscito a far ritrovare fiducia agli occhi degli investitori, che hanno così fomentato un forte recupero degli indici in quello che si può definire un classico recupero a "V". È così infatti che sia S&P500 (+5.50% YTD) e Nasdaq (+7.90% YTD) sono riusciti a registrare nuovi massimi proprio sulla fine del semestre, spinti dalla ripresa dei colossi tecnologici che sono tornati a dominare l'azionario. In particolare, la leader degli ultimi anni dei Magnifici 7, Nvidia (+17.65% YTD) (vedi Figura 5), ha raggiunto lo storico traguardo di 4 trilioni di dollari di capitalizzazione, sorpassando sia Microsoft (+18.01% YTD) che Apple (-18.07% YTD), le quali erano state le prime a raggiungere i 3 trilioni di capitalizzazione, diventando così la prima società nella storia a raggiungere questo impressionante risultato.

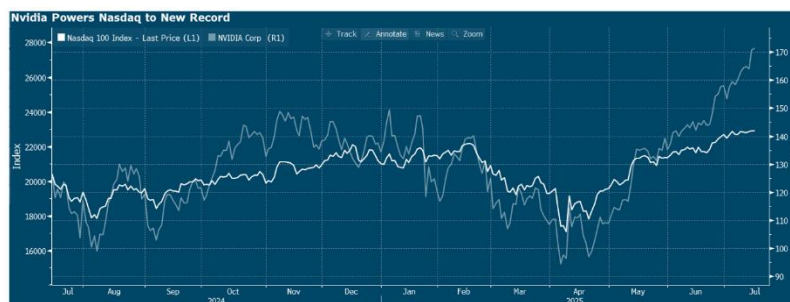
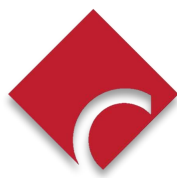


Figura 5 NVDA US Equity vs Nasdaq 100 Index andamento YTD.

Fonte: Bloomberg LP rielaborazione Carthesio SA

Ciò nonostante, il 2025 continua a essere un anno dove l'esposizione all'azionario internazionale è riuscito a sovraperformare gli indici statunitensi (vedi Figura 6), complici le tensioni geopolitiche provocate dalla Casa Bianca e un clima d'incertezza rispetto al commercio globale ed alla situazione macroeconomica negli USA.



MERCATI FINANZIARI

Questo ha infatti portato gli investitori a riconsiderare una maggiore esposizione ad azioni di società attive in regioni locali dando vita al “rotation trade”, andando inoltre alla ricerca di realtà che scambiassero a valutazioni meno care rispetto al premio necessario per l’acquisto di società americane. Il fattore “value” ha dunque regalato grande soddisfazione agli investitori in questa prima metà del 2025, in particolare con l’Europa che, ricca di società esposte a tale fattore, è stata grande protagonista nel panorama globale dopo tanti anni di sottoperformance. L’esposizione a titoli industriali tedeschi (Dax Index), e la concentrazione in titoli finanziari in piena fase di risiko bancario in Italia (Ftse Mib) hanno generato performance a doppia cifra circa +19% e +16.40% rispettivamente. L’indice tedesco gode della nuova riforma fiscale votata ad aprile che ha rimosso il freno al debito e che prevede investimenti nella difesa e nelle infrastrutture per 1 trilione di euro nei prossimi 10 anni. Hanno continuato invece a fare fatica settori coinvolti nel mercato dei consumi discrezionali, non a caso, l’indice francese (Cac 40) ricco di titoli esposti al settore non è riuscito a centrare la doppia cifra ed ha registrato un modesto +4.82% da inizio anno.

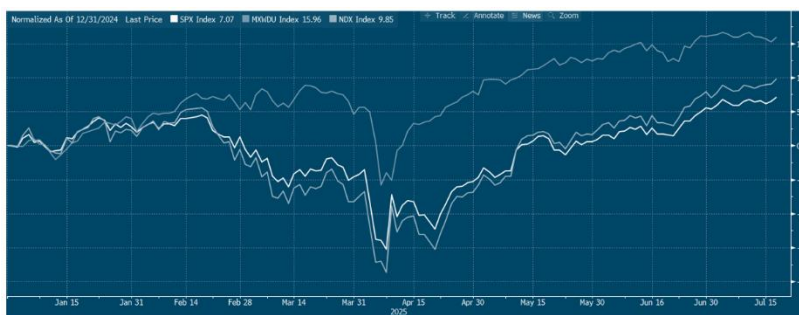


Figura 6 MSCI World ex MSCI US vs S&P500 & Nasdaq 100 index performance YTD.
Fonte: Bloomberg LP rielaborazione Carthesio SA

La rotazione non si è tuttavia arrestata con l’azionario Europeo; infatti, anche i mercati emergenti hanno goduto di una buona performance nella prima metà dell’anno, spinti in parte da un dollaro debole e da esposizione ai prezzi delle materie prime, che storicamente contribuiscono a cicli di apprezzamento di questi mercati. Tutto questo ha portato a un raro evento dove l’indice dei mercati emergenti (+13.70% YTD) ha performato meglio rispetto all’indice globale MSCI World (+8.90% YTD) (vedi Figura 7).



Figura 7 MSCI World Index vs MSCI Emerging Market Index performance YTD.
Fonte: Bloomberg LP rielaborazione Carthesio SA



MERCATI FINANZIARI

Nella seconda metà dell'anno reputiamo che l'azionario statunitense possa proseguire a recuperare terreno rispetto al resto del mondo, complici una maggiore esposizione a tematiche di forte crescita ancora lontani da punti di saturazione e minore possibilità di eventi catalizzanti, driver di performance nella prima parte dell'anno in altre regioni (Europa per esempio). Affinché questo si materializzi pensiamo sarà importante che il dollaro statunitense si stabilizzi, in quanto servirebbe da segnale che la comunità degli investitori abbia ritrovato fiducia nella Regione. Sebbene persistano le incertezze sulle politiche statunitensi possiamo affermare che la fuga dalla borsa americana si è arrestata complice anche il fatto che la tecnologia targata USA continua a mantenere alti livelli di crescita e innovazione mantenendo così gli indici americani ancora molto competitivi rispetto agli altri mercati.

Non possiamo fare a meno di menzionare il crollo verticale del dollaro americano che da inizio anno è sceso di oltre il 13% contro le principali valute, per il biglietto verde è il peggior momento dalla fine del sistema di Bretton Woods nel 1971. La debolezza del dollaro è una minaccia ai risultati dei molti portafogli denominati in euro o franchi svizzeri con esposizione ad azioni e titoli del Tesoro americani.

Alternativi

La prima metà del 2025 per il settore degli investimenti alternativi si è rivelata eterogenea, con un mix di opportunità interessanti e nuove sfide operative. L'industria ha registrato forti afflussi netti (+37.3 miliardi di USD) e asset in gestione in crescita (4.74 trilioni USD), ma con performance e sentiment fortemente dipendenti dalla strategia.

Tra i vincitori spiccano le strategie multi-strategy e quantitative, grazie alla loro capacità di adattamento e al continuo supporto infrastrutturale. Le piattaforme come Citadel, Millennium e Balyasny continuano a dominare la scena, attraggono capitali e talenti e si confermano quasi come "safe haven" per gli investitori istituzionali. Tuttavia, i tentativi di spin-off indipendenti (es. Fifthdelta) evidenziano la complessità di replicare modelli di successo senza un ecosistema solido alle spalle.

Le strategie equity long/short hanno beneficiato del ritorno della dispersione tra titoli, elemento fondamentale per la generazione di alpha. I fondi posizionati su nomi VIP hanno sovraperformato, mentre altri hanno faticato, evidenziando una forte dispersione intra-strategia. I puri market neutral, sempre più ricercati dagli allocatori, stanno guadagnando quote significative nei portafogli istituzionali grazie alla loro natura decorrelata. Le strategie macro-globali, invece, hanno visto una diminuzione dell'appetito per i grandi "macro trades" direzionali: domina la selettività tematica e la gestione del rischio specifico. Le strategie relative value e rates arbitrage restano solide, offrendo rendimenti stabili e con bassa volatilità, approfittando di inefficienze persistenti nei mercati dei tassi. Infine, le strategie event-driven sono rimaste in attesa di catalizzatori più chiari (M&A, spin-off, ristrutturazioni), ma con outlook migliorativo per il secondo semestre, a patto che l'attività societaria riprenda vigore.

In sintesi, in un contesto di incertezza macro e politica monetaria divergente, le strategie alternative hanno mostrato forte selettività e capacità di generare rendimenti de-correlati. La qualità del gestore e l'allocazione strategica saranno chiave per navigare la seconda metà dell'anno.



INVESTIMENTI

Al netto del difficile contesto in cui ci troviamo e che abbiamo descritto nei paragrafi precedenti, ci sembra opportuno porci una domanda chiave, che sia finita, o quanto meno in pausa l'epoca della gestione passiva? Sebbene i risultati continuino a essere in larga scala positivi, la dispersione dei ritorni, non solo degli attivi ma anche dei cambi, certifica come e quanto sia importante essere attivi e vigili nel gestire le risorse combinando e ricercando allocazioni ottimali al fine di trovare e poi mantenere l'equilibrio necessario a generare buoni ritorni smussando i picchi di volatilità ai quali questi mercati possono sottoporre gli investitori. L'accettazione, la comprensione e la dinamicità nel rispondere ai costanti alti e bassi nella scala dei rischi impliciti all'investire i risparmi è la componente madre di una consapevole gestione attiva che, quando ben architettata, può permettere la partecipazione al mercato, beneficiare di cicli di apprezzamento e proteggere dai cicli di incertezza generando così una continua crescita del capitale nel tempo.

Ci ritroviamo dunque ai blocchi di partenza della seconda metà dell'anno consapevoli che gli scenari possono mutare rapidamente e che gli equilibri generatosi in anni di libero commercio sono ormai messi in discussione. Conseguentemente, dopo aver sfruttato parte della volatilità generatasi a cavallo tra il primo e il secondo trimestre per consolidare e rafforzare il posizionamento strategico di lungo termine riteniamo sia ora opportuno concentrarsi su quelle che possano essere le opportunità d'investimento tattiche generate dal contesto in rapida evoluzione a cui stiamo assistendo.

Continuiamo inoltre a sostenere come la diversificazione non solo in classi di attivi tradizionali ma anche alternative possano davvero contribuire alla generazione di valore in maniera de-correlata dai mercati tradizionali, confermando quindi la tesi che questo genere di esposizione sia un elemento chiave di una gestione patrimoniale all'avanguardia ed elitaria.

Ci ritroviamo dunque a promuovere un'esposizione moderatamente prudente ed equilibrata, che vede all'interno della nostra strategia di punta un'esposizione azionaria poco sotto al 25% ben diversificata nelle principali aree geografiche; una componente obbligazionaria del 40%, che sovrappesa emittenti di alta qualità e che concentra il proprio rischio tasso nella parte a medio-breve della curva; e infine, un'esposizione del 28% al comparto alternativi/flessibili che punta a regalare rendimenti misurati e ben de-correlati dall'andamento dei mercati, così da promuovere equilibrio alla strategia.

"Il rischio, nel nostro mondo, non è altro che l'incertezza riguardo alle decisioni che altri esseri umani prenderanno e al modo migliore in cui possiamo rispondere a tali decisioni".

Peter Bernstein

IL PUNTO SVIZZERO

Economia

Il nostro Paese ha registrato una prima metà dell'anno caratterizzata da luci e ombre. Da un lato, ci sono stati dati incoraggianti verso un'economia che ha mantenuto un tasso di crescita reale positiva, registrando un aumento del PIL del 1.1% e dall'altra un franco che si è confermato bene rifugio durante periodi di incertezza a livello globale apprezzandosi leggermente contro euro e fortemente contro dollaro statunitense (rispettivamente +0.75% e +13%).

Inoltre, si aggiungono le controversie sui dazi degli Stati Uniti che hanno rapidamente deteriorato le aspettative di quello che sembrava poter essere un buon anno, per l'azionario in particolare. Mentre, l'inflazione è infine ritornata in territorio neutrale, intorno allo 0%, rientrando dunque sui livelli del secondo trimestre 2021 (vedi Figura 8).

Nella seconda parte dell'anno reputiamo sia giusto osservare che le prospettive economiche per la Svizzera rimangono incerte. Nonostante la crescita reale sia rimasta positiva, crediamo che questa sia stata in buona parte dettata dalle esportazioni anticipate verso gli Stati Uniti nella prima parte dell'anno, una pratica comune a diversi altri Paesi. La principale fonte di rischio rimane dunque lo sviluppo di accordi internazionali in particolare su settori e industrie strategiche come farmaceutica, beni di lusso e industriali.

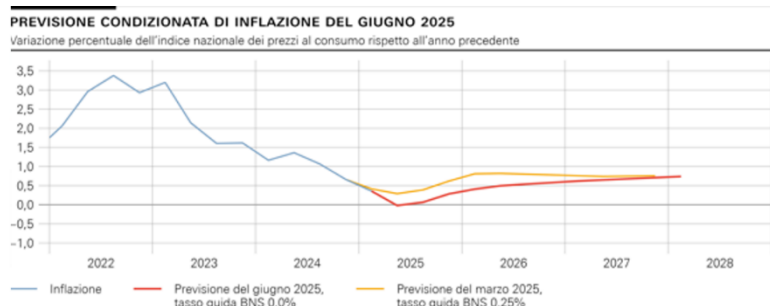


Figura 8 Inflazione svizzera e previsioni. Fonte BNS

Uno sguardo ai mercati locali

Nella prima metà del 2025 il deciso intervento di taglio tassi da parte della BNS ha fortemente influenzato le opportunità di investimento disponibili sul mercato obbligazionario. Con i tassi d'interesse che ormai hanno raggiunto lo 0%, con l'ultimo taglio del mese di giugno, gli alti dividendi degli indici svizzeri tornano a diventare particolarmente attrattivi, oltre a una rinnovata opportunità nel comparto immobiliare che dovrebbe rispondere bene a questo ambiente a tassi neutrali, facendo trovare dunque ulteriore favore a fondi e aziende quotate nel settore immobiliare che investono nella regione.

Per quanto riguarda l'azionario, dopo una breve battuta d'arresto durante le forti volatilità di aprile, le azioni svizzere hanno ritrovato stabilità e recuperato in parte le discese precedenti (vedi Figura 9). Tuttavia, in termini relativi continua la sottoperformance rispetto alle controparti europee e americane, principalmente a causa della composizione settoriale.



IL PUNTO SVIZZERO

Infatti, rammentiamo che l'alta concentrazione dello SMI Index verso titoli difensivi è pari al 64% di aziende in settori come la farmaceutica ed i beni di consumo, è in media quasi il doppio rispetto al 34% dei principali benchmark europei più ampi e maggiormente diversificati. Quindi, mentre i settori ciclici beneficiano del miglioramento del momentum macroeconomico e delle alte attese di stimoli fiscali nell'area euro, la struttura difensiva del mercato svizzero ha frenato l'apprezzamento.

Al netto di queste considerazioni, siamo portati a guardare con interesse il settore delle mid-cap, sebbene i titoli ad alta capitalizzazione restino una fonte fondamentale di stabilità che nel contesto globale nel quale ci troviamo può sempre tornare utile. Inoltre, rammentiamo che il comparto a media capitalizzazione svizzera ha anche una maggiore esposizione ciclica rispetto all'indice SMI.

Le strategie denominate in CHF presentano diverse criticità strutturali che possono penalizzarne il risultato rispetto a portafogli in altre valute. In particolare, abbiamo identificato tre fattori principali:

1. **Universo investibile limitato:** gli investimenti in franchi svizzeri sono pochi e limitati a livello globale, pertanto, una strategia ben calibrata e diversificata in termini geografici obbliga detenere una consistente esposizione valutaria principalmente verso USD ed EUR. Questo comporta un complesso equilibrio tra costi di copertura elevati ed il rischio/opportunità di lasciare l'esposizione libera.
2. **Rendimenti obbligazionari estremamente contenuti:** da giugno, con i tassi guida tornati a zero, le obbligazioni investment grade offrono attualmente rendimenti lordi inferiori allo 0,5% annuo, nettamente più bassi rispetto al 2,8% dei corrispondenti in EUR e al 4,5% in USD, senza contare che le obbligazioni governative svizzere sono tronate a dare rendimenti negativi. Questa differenza significativa penalizza le performance complessive dei portafogli in CHF, soprattutto in un contesto di inflazione ancora presente e tassi reali neutrali.
3. **Sottoperformance del mercato azionario svizzero:** negli ultimi tre anni, la borsa svizzera ha registrato risultati inferiori rispetto ai principali indici internazionali. Da inizio anno, lo SMI ha segnato un modesto +3,60%, mentre i titoli a media capitalizzazione hanno riportato +10,10%. Questi risultati, pur positivi in valore assoluto, si collocano al di sotto della performance di altri mercati sviluppati, limitando ulteriormente il potenziale di crescita dei portafogli concentrati sull'azionario svizzero.

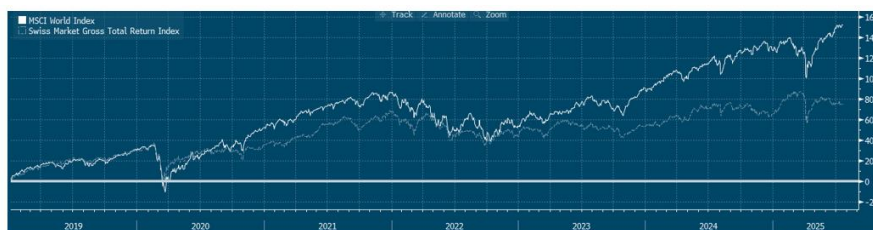


Figura 9 MSCI World Index vs SMI Index. Fonte: Bloomberg LP rielaborazione Carthesio SA