



FINANCIAL NEWSLETTER DI CARTHESIO – 2° TRIMESTRE 2026

QUADRO GEOPOLITICO E MACROECONOMICO

Quadro geopolitico e macroeconomico

Mercati finanziari -La storia insegna

Temi strategici -Rivoluzione IA -Energia nucleare e impianti di ultima generazione

Il punto Svizzero

Investimenti

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

Nel corso del primo trimestre dell'anno il contesto geopolitico ha registrato un ulteriore deterioramento, evolvendo da un quadro di tensioni diffuse ma contenute verso una fase caratterizzata da episodi di conflitto diretto e con crescente impatto su scala globale.

Il principale elemento critico è rappresentato dall'inizio del conflitto bellico tra Stati Uniti - Israele e Iran, che ha assunto una dimensione sistemica. A partire da fine febbraio, infatti, una serie di attacchi coordinati ha coinvolto l'intera regione del Golfo Persico, culminando in una significativa compromissione della sicurezza dello Stretto di Hormuz (vedi Figura 1) oggi chiuso al traffico marittimo e snodo cruciale per i flussi energetici globali e di alcune componenti chiave delle catene di approvvigionamento come i fertilizzanti, causando ripercussioni rilevanti sui prezzi dell'energia, petrolio e gas naturale in prima linea.



Figura 1 Golfo Persico e stretto di Hormuz (in rosso);
via marittima strategica da cui passa il 20% del petrolio e il 25% dei fertilizzanti a livello mondiale

Sul piano macro-finanziario, l'impatto si è tradotto in un repentino cambiamento del regime dei tassi d'interesse. Dopo mesi in cui i mercati avevano prezzato un percorso di graduale allentamento monetario, la riaccelerazione dell'inflazione energetica ha determinato una brusca revisione delle aspettative: le curve dei tassi e le scommesse degli investitori sui futures hanno immediatamente prezzato una condotta più restrittiva delle banche centrali, arrivando in alcuni casi a pesare maggiormente una possibilità di aumento dei tassi, in particolare nell'area euro.

MERCATI FINANZIARI

Parallelamente agli sviluppi geopolitici, durante il trimestre si è osservato un significativo deterioramento delle condizioni nei mercati del credito. In particolare modo, il segmento del credito privato, che negli ultimi anni ha rappresentato una fonte crescente di finanziamento alternativa al sistema bancario, stava già mostrando segnali di fragilità prima della crisi iraniana. Infatti, si era progressivamente diffusa tra gli investitori la percezione di un potenziale rischio di disruption legato all'adozione accelerata di nuove tecnologie basate sull'intelligenza artificiale, con impatti potenzialmente rilevanti su interi modelli di business, soprattutto nel settore software e nei servizi digitali ad alta leva operativa, assai presenti nei portafogli dei fondi di credito privato.

Queste preoccupazioni avevano iniziato a tradursi in una maggiore selettività nell'allocazione del capitale e in un primo allargamento degli spread nei segmenti più esposti a tali dinamiche.

Lo shock geopolitico e il successivo aumento dei rendimenti obbligazionari hanno poi agito da catalizzatori, amplificando tensioni già latenti. Ne è derivato un incremento significativo delle richieste di rimborso da parte degli investitori nei fondi di credito privato (vedi Figura 2) di grandi case sia statunitensi che europee (anche italiane), costringendo diversi veicoli a gestire pressioni sulla liquidità e, in alcuni casi, a introdurre meccanismi di "gating" o sospensione delle vendite, contribuendo a ulteriore aumento di inquietudine.



Figura 2 Stime di richieste rimborso su principali fondi di credito privato, in ordine: Ares Strategic [Income Fund](#), Black Stone Private Credit Fund, Blue Owl Credit [Income](#), Blue Owl Technology [Income](#).
Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

Questo fenomeno, combinato con il riprezzamento del rischio a livello globale, ha contribuito a una marcata apertura degli spread creditizi anche nel mercato quotato, sia nel segmento investment grade sia, in misura più accentuata, nell'high yield, contribuendo a una perdita di valore dell'obbligazioni su tutti gli orizzonti temporali, con effetti maggiormente amplificati sul comparto a lunga duration, riflettendo un generale deterioramento della propensione al rischio e una crescente attenzione alla qualità del credito.

L'alterazione delle condizioni finanziarie si è riflessa anche sui mercati azionari, che nel corso del trimestre hanno registrato un diffuso movimento di "risk-off", particolarmente concentrato nel mese di marzo e tutt'ora in corso (vedi Figura 3).

MERCATI FINANZIARI

Le principali borse globali hanno evidenziato un ritracciamento significativo, con una sottoperformance particolarmente marcata nei mercati emergenti, in Europa e in Giappone, maggiormente esposti sia all’approvvigionamento energetico sia al rallentamento del commercio internazionale.

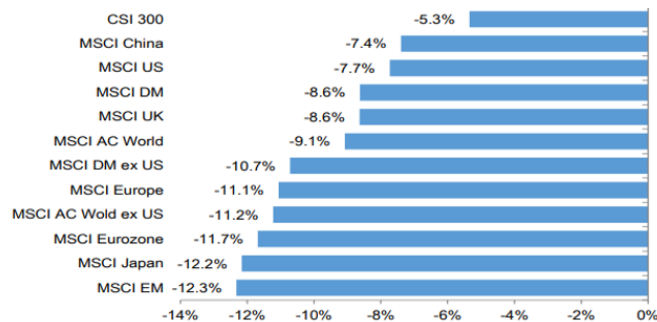


Figura 3 Performance dal 1° al 31° marzo azionario nelle principali aree geografiche.
Fonte: J.P. Morgan Markets

Un aumento della volatilità è stata registrata anche sui prezzi dei metalli preziosi, in particolare l’oro, che assume sempre meno le caratteristiche di “bene rifugio”. Il recente ritracciamento dei prezzi (-20% dai massimi) ha sicuramente contribuito a un ridimensionamento dei posizionamenti speculativi eccessivi, riportando il metallo su livelli più coerenti con i fondamentali di lungo periodo. In questo senso, riteniamo che il comparto possa offrire, intorno ai livelli attuali, un punto d’interesse per iniziare a costruire un’esposizione graduale e misurata.

Infine, i conflitti preesistenti rimangono irrisolti e contribuiscono a mantenere elevato il livello complessivo di rischio internazionale. La guerra tra Russia e Ucraina prosegue senza sviluppi risolutivi, mentre le tensioni in Medio Oriente si sono ormai trasformate da rischio latente a fattore strutturale di instabilità globale. In questo contesto, la probabilità di shock esogeni rimane elevata, con implicazioni dirette sulla volatilità dei mercati finanziari e sulla visibilità macroeconomica nel medio termine.

La storia insegna

Nonostante ogni fase storica e ogni ciclo di mercato possano distinguersi per marcate differenze strutturali, comportamentali e strumentali da parte di istituzioni generatrici di politiche monetarie e fiscali, riteniamo possa essere interessante osservare come, in contesti che hanno avuto delle analogie con l’attuale situazione, un atteggiamento avventato da parte di tali istituzioni, in particolare Banche Centrali, abbia causato grossi problemi sistemici al ciclo economico, portandoci dunque a credere che le potenziali contromisure disponibili oggi verranno attentamente valutate anche sulla base di quanto avvenuto in passato.

MERCATI FINANZIARI

Storicamente, episodi di shock energetico combinati con condizioni finanziarie restrittive hanno rappresentato uno dei catalizzatori più destabilizzanti per il ciclo economico globale. Le crisi petrolifere degli anni '70 costituiscono il precedente più emblematico: in quel contesto, l'impennata dei prezzi dell'energia innescò una dinamica inflattiva persistente, a cui le banche centrali risposero con un progressivo e marcato irrigidimento delle condizioni monetarie. L'aumento dei tassi d'interesse, necessario per ristabilire la credibilità antinflazionistica, si tradusse tuttavia in una significativa contrazione della domanda aggregata, contribuendo a generare una fase prolungata di stagflazione e profonde recessioni nelle principali economie avanzate.

Un secondo episodio rilevante si osserva nel 2008, quando il prezzo del petrolio raggiunse livelli record in prossimità dei 140 dollari al barile. In quella fase, le condizioni monetarie risultavano inizialmente meno restrittive rispetto agli anni '70, ma il livello elevato dei prezzi energetici agì comunque come un potente shock negativo sul reddito reale. In un sistema già fortemente levereggiato e fragile, che poi alimentò le catastrofiche conseguenze della grande crisi finanziaria, questo contribuì ad accelerare il deterioramento della crescita. Le banche centrali furono costrette a un rapido cambio di regime, passando in tempi estremamente brevi da una postura relativamente neutrale a interventi straordinariamente espansivi mai visti prima, evidenziando come shock energetici e instabilità finanziaria possano interagire in modo non lineare.

Più recentemente, nel 2022, l'invasione russa dell'Ucraina generò un nuovo shock energetico, con un impatto particolarmente severo sull'Europa (vedi Figura 4). In questo caso, la risposta delle banche centrali è stata tra le più rapide e aggressive degli ultimi decenni: la necessità di contrastare una dinamica inflattiva già elevata ha portato a un ciclo di rialzi dei tassi di intensità e velocità eccezionali (vedi Figura 5). L'inasprimento simultaneo delle condizioni finanziarie, attraverso l'aumento dei tassi, il restringimento della liquidità e il riprezzamento del rischio, ha determinato un significativo rallentamento dell'attività economica, oltre a una marcata correzione di tutti gli asset finanziari e un ampliamento degli spread creditizi (vedi Figura 6).

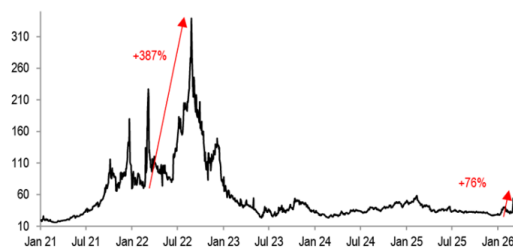


Figura 4 Andamento dei prezzi del gas naturale europeo su 5 anni. Fonte J.P. Morgan Markets.

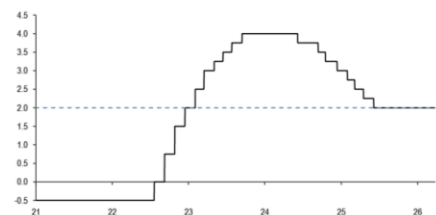


Figura 5 Decisioni Tassi d'interesse Bce rispetto al tasso neutrale del 2% ultimi 5 anni. Fonte J.P. Morgan Markets.

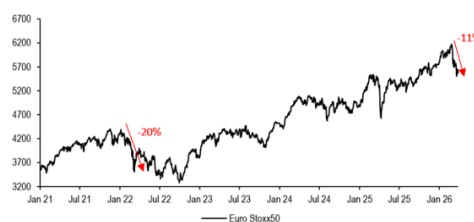


Figura 6 Performance 5 anni indice Euro Stoxx50. Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

MERCATI FINANZIARI

In tutti questi episodi emerge un elemento ricorrente: il canale di trasmissione della politica monetaria, in presenza di shock energetici, tende a essere particolarmente potente e prociclico. L'aumento dei tassi d'interesse si riflette rapidamente sul costo del capitale, comprimendo gli investimenti, deteriorando le condizioni di finanziamento per imprese e famiglie e amplificando le tensioni nei segmenti più a leva del sistema finanziario. Questo effetto è ulteriormente accentuato nei contesti in cui il sistema economico presenta livelli elevati di indebitamento.

Alla luce di tali precedenti, il contesto attuale suggerisce un potenziale rischio di errori di politica monetaria: qualora le banche centrali fossero costrette a mantenere, o addirittura adottare, una postura restrittiva in risposta a pressioni inflazionistiche di natura esogena, l'impatto sull'economia reale potrebbe risultare significativamente negativo.

La storia insegna come, in presenza di shock energetici, l'inasprimento delle condizioni monetarie abbia spesso rappresentato un fattore determinante nell'innescare fasi recessive o di forte rallentamento economico, con implicazioni rilevanti per la stabilità dei mercati finanziari e del sistema economico nel suo complesso che oggi risulta già sufficientemente fragile.

TEMI STRATEGICI

Rivoluzione IA: è davvero la fine dei software?

Negli ultimi mesi, il settore del software ha registrato una significativa sottoperformance rispetto al resto dell'ecosistema tecnologico, riflettendo un cambiamento sempre più evidente nelle aspettative degli investitori. Il divario tra il comparto software e quello dei semiconduttori e hardware si è ampliato in modo marcato, con indici settoriali che hanno significativamente sottoperformato rispetto al generico Nasdaq e indici settoriali dei semiconduttori, segnalando come il mercato stia continuando a premiare l'infrastruttura abilitante dell'intelligenza artificiale rispetto ai layer applicati (vedi Figura 7).



Figura 7 Performance ultimi 6 mesi di ETF Software (blu) -29.10%, Semiconduttori (viola) +48.69% & Nasdaq-100 (arancione) +7.37%.

Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA.

TEMI STRATEGICI

La narrativa dominante è chiara: l'IA potrebbe rappresentare non solo un'evoluzione del software, ma una sua parziale disintermediazione.

Tuttavia, dobbiamo rammentare che, la realtà operativa concreta appare più sfumata. Le grandi aziende non stanno abbandonando i propri sistemi core (ERP, CRM e piattaforme gestionali) in quanto la loro complessità rende proibitiva una sostituzione nel breve termine. Inoltre, dobbiamo anche considerare che, per quanto sulla carta possano risultare performanti, i nuovi strumenti disponibili non godono ancora di una marcata credibilità, in quanto, non risulta ancora disponibile un track-record solido e di successo. Questo, contribuisce a mantenere, per il momento, un clima di incertezza su quella che sarà la potenziale futura adozione da parte dei grossi clienti nel medio termine.

Piuttosto, quello che sta gradualmente emergendo è un cambiamento strutturale nella catena del valore. Il software tradizionale si sta progressivamente trasformando in un layer infrastrutturale, mentre, il valore futuro si sposta verso il livello di interazione, sempre più dominato da agenti IA*. In questo contesto, strumenti di vite-coding e sviluppo assistito stanno consentendo alle aziende di costruire internamente applicazioni, automazioni e personalizzazioni a costi significativamente inferiori rispetto alle soluzioni esterne.

Le implicazioni sono rilevanti: da un lato, aumenta la pressione sul pricing-power dei fornitori di software, con le imprese che a tendere sfrutteranno sempre più le nuove opzionalità tecnologiche per rinegoziare contratti o sostituire componenti non core; dall'altro, iniziano a emergere i primi casi di sostituzione diretta, in cui interi comparti vengono rimpiazzati da agenti IA, con probabili impatti anche sul mondo del lavoro.

Il risultato non è, almeno per ora, la "fine del software", ma una sua progressiva standardizzazione. Il punto chiave diventa quindi un altro: chi controlla il layer di interazione controlla il valore futuro.

In questo senso, la recente debolezza del settore potrebbe non rappresentare una semplice rotazione tattica, ma l'inizio di un repricing più strutturale, coerente con una ridefinizione profonda dei confini del software all'interno dell'economia digitale. Conseguentemente, la comprensione dei modelli di business delle società attive nel settore è più importante che mai.

Energia nucleare e impianti di ultima generazione, una svolta per l'indipendenza energetica

Nel contesto attuale, caratterizzato da shock energetici ricorrenti e crescente instabilità geopolitica, il tema dell'indipendenza energetica sta tornando al centro delle strategie nazionali. In questo quadro, l'energia nucleare sta progressivamente riemergendo come una delle poche soluzioni, se non l'unica, in grado di garantire produzione stabile, scalabile e indipendente. La combinazione tra sicurezza degli approvvigionamenti e necessità di sostenere la crescente domanda elettrica, in particolare quella legata all'intelligenza artificiale, sta contribuendo a ridefinire il ruolo del nucleare all'interno del mix energetico globale.

Le evidenze empiriche iniziano a essere significative: la domanda energetica legata all'IA potrebbe innescare un ciclo di investimenti superiori ai 350 miliardi di dollari, con una significativa espansione della capacità nucleare nei prossimi decenni. A livello globale oltre 75 reattori sono attualmente in costruzione e circa 120 sono pianificati di cui la maggior parte concentrata in Asia.

* piattaforme digitali realizzate grazie ai modelli IA (vedi ChatGpt, Claude). Queste possono pianificare, usare strumenti esterni, recuperare informazioni aggiornate, scomporre compiti complessi in sotto attività e portare avanti workflow articolati con un livello crescente di autonomia.

TEMI STRATEGICI

Se si guarda nel dettaglio alla regione Asia-Pacifico, emerge un quadro ancora più rilevante. La Cina, spinta da una burocrazia più incline all'efficienza economica, rappresenta oggi il principale driver globale del nucleare, con circa la metà dei reattori in costruzione a livello mondiale e una pipeline di capacità senza precedenti.

Parallelamente, anche in economie mature come Giappone, Svizzera e Corea del Sud si sta riconsiderando il ruolo del nucleare alla luce delle recenti tensioni energetiche globali. Il Giappone, dopo anni di rallentamento post-Fukushima (2011), ha avviato un processo di riattivazione degli impianti esistenti e punta a portare il nucleare fino al 20% del mix energetico entro il 2040, con l'obiettivo esplicito di aumentare l'autosufficienza energetica.

L'Asia nel suo complesso si configura quindi non solo come il principale centro di crescita della capacità nucleare, ma anche come hub industriale e tecnologico dell'intero settore.

Anche il vecchio continente si è dimostrato intenzionato a una proattività in materia, seguendo a ruota gli sviluppi di oltre oceano, diverse sono state le iniziative aziendali europee e nord-americane che hanno provato a riaccendere l'entusiasmo e la volontà di investire su questa fonte energetica con molteplici nuove tecnologie proposte, in particolare con gli "Small Nuclear Reactors": mini-reattori più flessibili e pratici rispetto alle centrali nucleari del passato (vedi Figura 8).

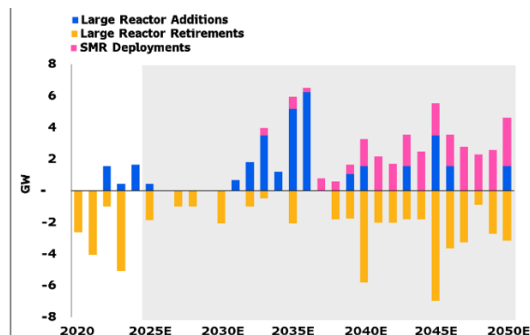


Figura 8 Stime sulla domanda misurata in GW di elettricità fornita da piccoli e grandi reattori su 25 anni. Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA.

In prospettiva, il nucleare non rappresenta soltanto una risposta alla crisi energetica attuale, ma una leva strutturale per la ridefinizione degli equilibri energetici globali. In un mondo sempre più frammentato, la capacità di garantire produzione domestica di energia indipendente da shock esterni diventa un elemento chiave di sovranità economica. In questo senso, la crescente adozione del nucleare da parte degli Stati sovrani, suggerisce che il settore sia destinato a giocare un ruolo sempre più centrale nel nuovo ordine energetico globale.

Sebbene ci rendiamo conto che ingegnerizzare investimenti in materia sia un'impresa complessa e soggetta a molteplici fonti di volatilità, riteniamo che il potenziale mercato per le soluzioni di ultima generazione sia ampio e ancora in territorio di espansione. Così, all'interno di iniziative di investimento "Disruptive", continuiamo ad allocare gradualmente capitale sulle diverse verticali disponibili, orchestrando investimenti sui principali attori delle catene di approvvigionamento e degli sviluppatori attivi sul mercato, confidenti che questo possa essere un trend di lungo periodo.

IL PUNTO SVIZZERO

Nel primo trimestre del 2026, la Svizzera ha confermato il proprio ruolo di economia rifugio in un contesto globale caratterizzato da crescente incertezza geopolitica. Le tensioni internazionali, in particolare in Medio Oriente, hanno rafforzato ulteriormente il posizionamento del Paese come “safe haven”, sostenendo in modo significativo il franco svizzero e contribuendo a mantenere condizioni finanziarie relativamente stabili rispetto ad altre economie avanzate.

Proprio la forza del franco rappresenta tuttavia il principale elemento di criticità. Dall’inizio dell’anno, la valuta si è ulteriormente apprezzata, spinta dai flussi in ingresso legati all’avversione al rischio, raggiungendo livelli prossimi ai massimi pluriennali rispetto alle principali valute. Questo movimento ha spinto la Banca Nazionale Svizzera a mantenere un atteggiamento estremamente prudente, lasciando i tassi invariati e segnalando al contempo una crescente disponibilità a intervenire sul mercato dei cambi per contenere un’eccessiva rivalutazione.

Se da un lato il franco forte contribuisce a contenere le pressioni inflazionistiche, mantenendo l’inflazione tra le più basse a livello globale, dall’altro esercita un impatto negativo sempre più evidente sull’economia reale. I settori dell’export, che rappresentano una componente centrale del PIL svizzero, risultano particolarmente penalizzati dalla perdita di competitività sui mercati internazionali. Diverse aziende hanno già segnalato un deterioramento delle vendite e dei margini, con una sensibilità significativa degli utili alle variazioni del tasso di cambio.

In questo contesto, la crescita economica appare moderata, con prospettive intorno all’1% per il 2026 e una visibilità limitata nel breve termine.

La Svizzera continua a distinguersi per stabilità macro e solidità istituzionale, ma il mix di valuta forte e domanda esterna incerta rappresenta un vincolo rilevante per il settore industriale e manifatturiero.

Tutto questo si traduce in mercati obbligazionari, e in particolare azionari, che continuano a essere soggetti a difficoltà in quanto a rendimenti e crescita, regalando dunque ben poche soddisfazioni agli investitori. I rendimenti sull’obbligazionario si avvicinano ormai allo 0%, mentre l’azionario (Indice SMI) dopo un tentativo di rottura dei massimi del 2021 è tornato sui valori del primo trimestre 2025 (vedi Figura 9).

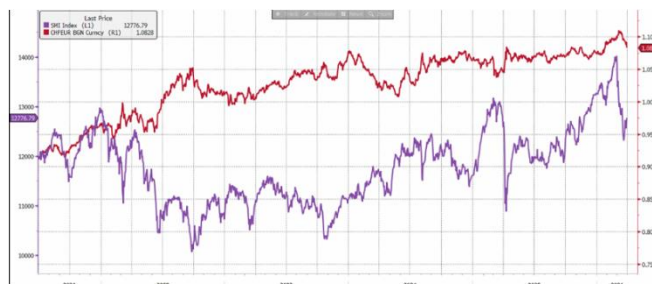


Figura 9 Performance indice SMI (viola) e cambio Franco-Euro (rosso) ultimi 5 anni.
Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA.

Il Paese si trova dunque oggi in una posizione peculiare: da un lato beneficiario della propria credibilità sistemica in un mondo instabile, ma al contempo penalizzato proprio da questa stessa caratteristica. La gestione dell’equilibrio tra stabilità finanziaria e competitività economica rimane quindi il principale tema da monitorare nei prossimi trimestri.

INVESTIMENTI

Gli eventi recenti rappresentano, allo stato attuale, uno shock esogeno più che un cambiamento strutturale del contesto macroeconomico. In queste fasi, i mercati tendono a reagire in modo rapido e spesso disordinato, adattandosi continuamente alle probabilità dei diversi scenari, con movimenti amplificati da un flusso di notizie incessante, spesso contraddittorio e incoerente con i fatti. Tuttavia, la storia mostra come simili episodi raramente evolvano negli scenari più estremi inizialmente prezzati.

Per questo motivo, riteniamo che decisioni di de-risking strutturale in presenza di shock esterni possano risultare controproducenti, mentre una misurata rotazione difensiva possa rivelarsi una scelta ponderata e vincente. Le fasi di recupero, quando si manifestano, tendono ad essere rapide e difficilmente anticipabili, rendendo elevato il rischio di rimanere esclusi dal rimbalzo. In questo senso, la disciplina e il mantenimento di una visione di medio-lungo periodo restano elementi centrali nella gestione del portafoglio.

Allo stesso tempo, il contesto attuale richiede flessibilità e controllo. La volatilità riflette un equilibrio instabile tra geopolitica, aspettative sui tassi e condizioni finanziarie, ma è importante sottolineare come i mercati siano entrati in questa fase da una posizione di relativa forza: trend strutturale ancora costruttivo, fondamentali societari solidi e valutazioni oggi più interessanti a seguito della recente correzione.

Alla luce di queste considerazioni, confermiamo un approccio basato su selettività e gestione delle asimmetrie. Continuiamo a privilegiare il comparto tecnologico, con focus sull'hardware e sull'infrastruttura abilitante, affiancato da settori industriali e farmaceutici, beneficiari dell'aumento di efficienza legato all'adozione di nuove tecnologie.

A livello geografico, manteniamo una diversificazione attiva: negli Stati Uniti privilegiamo large cap tecnologiche e selettivamente small cap; in Europa vediamo opportunità nel settore industriale e finanziario; nei mercati emergenti e in Asia, il supporto delle politiche monetarie potrebbe sostenere un contesto più favorevole per gli asset di rischio.

Sul fronte obbligazionario, il recente aumento dei rendimenti ha riportato valore nell'asset class, rendendo interessante un'esposizione a titoli investment grade e governativi con duration contenuta e di alta qualità.

Conseguentemente, abbiamo optato per una riduzione dei paesi emergenti e delle obbligazioni ad alto rendimento e quelle a lunghissima scadenza (oltre 10 anni) a favore di oro e liquidità con approccio maggiormente difensivo.

Infine, le strategie alternative e non direzionali restano un pilastro della nostra allocazione, fondamentali per navigare contesti caratterizzati da elevata incertezza e dispersione dei rendimenti. Sebbene nessuna strategia possa risultare completamente immune dalla volatilità generata da eventi esogeni inattesi e imprevedibili, la flessibilità, la rapidità di adattamento e la capacità di generare valore indipendentemente dalla direzionalità dei mercati, rendono i fondi Hedge degli strumenti fortemente richiesti e di supporto in un asset allocation ben calibrata.

In sintesi, la fase attuale non richiede reazioni impulsive, ma metodo e disciplina. È proprio in questi momenti che si crea il presupposto per generare maggiore valore nel lungo periodo.

“Nel mezzo del caos, si nasconde anche l'opportunità”

Sun Tzu, L'arte della Guerra