



FINANCIAL NEWSLETTER DI CARTHESIO – 3° TRIMESTRE 2026

QUADRO GEOPOLITICO E MACROECONOMICO

Quadro geopolitico e macroeconomico

Mercati finanziari

Temi strategici

-L'apocalisse del SaaS: trappola o opportunità?
-La corsa all'elettrificazione: perché il vero collo di bottiglia potrebbe essere il rame

Investimenti "tra prudenza e lungimiranza"

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

Rispetto alle attese di inizio anno, che prevedevano una ripresa degli investimenti e delle assunzioni nei settori non tecnologici, sostenuta dal progressivo superamento della fase di debolezza successiva al Liberation Day dello scorso anno e da una graduale normalizzazione dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali, il primo semestre del 2026 ha seguito uno scenario ben diverso.

L'escalation di un violento conflitto in Medio Oriente e la conseguente chiusura dello Stretto di Hormuz hanno infatti generato uno shock di natura geopolitica ed energetica, determinando un significativo aumento dei prezzi dell'energia. Le pressioni inflazionistiche che ne sono derivate hanno costretto le banche centrali ad assumere un orientamento più restrittivo rispetto a quanto inizialmente previsto, allontanando le prospettive di una normalizzazione della politica monetaria e complicando il quadro per la ripresa degli investimenti e dell'occupazione nei settori più sensibili al costo del capitale.

Sebbene nel mese di giugno sembrasse che la fase più critica fosse ormai alle spalle, anche alla luce dell'accordo di cessate il fuoco raggiunto tra Stati Uniti e Iran, la seconda settimana di luglio ha segnato una nuova e significativa escalation militare. Il riacutizzarsi delle tensioni ha di fatto vanificato le prospettive di una soluzione diplomatica emerse dall'incontro in Svizzera tra le delegazioni dei due Paesi, riportando in primo piano i rischi geopolitici e le loro potenziali ripercussioni sull'economia globale.

Lo scenario torna così a presentare caratteristiche simili a quelle osservate tra marzo e giugno, quando l'incertezza geopolitica aveva provocato un forte aumento dei prezzi delle principali materie prime energetiche, dal petrolio al gas naturale e ai loro derivati. Un nuovo shock sul fronte dell'energia rischia pertanto di alimentare nuovamente le pressioni inflazionistiche a livello globale, rafforzando la possibilità che le banche centrali mantengano un orientamento di politica monetaria restrittivo per più lungo tempo.

Le conseguenze di questo shock si estenderanno quindi anche alla seconda parte dell'anno. L'aumento dei costi energetici, infatti, rischia di comprimere il potere d'acquisto delle famiglie e di frenare i consumi, con un impatto negativo sulla crescita economica.

QUADRO GEOPOLITICO E MACROECONOMICO

In questo contesto, le prospettive di crescita del PIL globale appaiono esposte a una revisione al ribasso, in quanto la maggiore pressione sui costi finisce per gravare direttamente sui margini delle aziende e dei consumatori.

Alla luce di questo nuovo scenario, diversi economisti hanno rivisto le proprie stime per il 2026, aumentando di circa l'1% le attese sull'inflazione headline e dello 0,2% quelle relative all'inflazione core, mentre la previsione di crescita del PIL globale è stata ridotta di circa 0,2% (vedi figura 1).

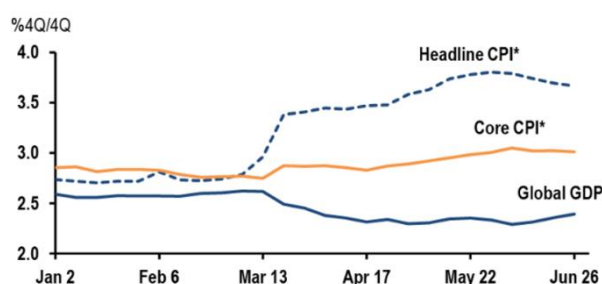
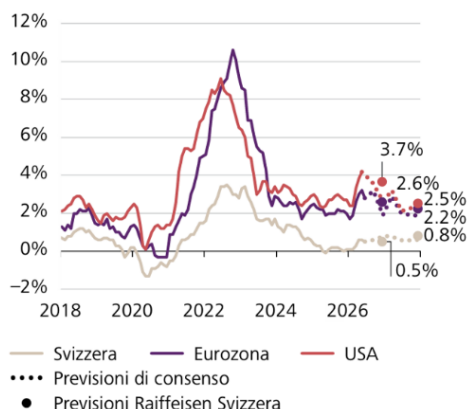


Figura 1: variazioni stime economisti.
Fonte: JP Morgan Markets

La resilienza dell'espansione economica e il permanere di condizioni finanziarie relativamente favorevoli restano strettamente legati alla tolleranza finora dimostrata dalle banche centrali nei confronti di un'inflazione ancora superiore agli obiettivi. Negli ultimi due anni, infatti, i tassi guida globali sono diminuiti significativamente, nonostante l'inflazione core si sia mantenuta prossima al 3% (vedi figura 2).

Inflazione e previsioni



Tassi di riferimento e previsioni

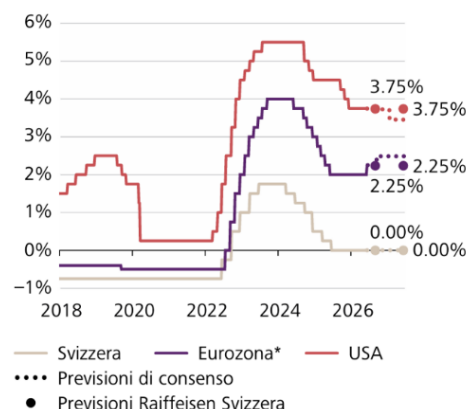


Figura 2: grafico Dx: variazione e stime inflazione principali aree geografiche. Grafico Sx: andamento politiche monetarie principali banche centrali. Fonte: Raiffeisen Svizzera

QUADRO GEOPOLITICO E MACROECONOMICO

Lo scenario di base prevede ora un moderato irrigidimento delle condizioni finanziarie, con un incremento complessivo dei tassi ufficiali globali inferiore a 30 punti base nei prossimi sei mesi. Tuttavia, in un contesto di crescita sostenuta e di nuove pressioni inflazionistiche legate allo shock energetico, non si può escludere la necessità di ulteriori interventi restrittivi da parte delle banche centrali come ha fatto la BCE nella riunione del mese di giugno dove ha incrementato i tassi di riferimento di +0.25%.

Un ulteriore elemento di rischio è rappresentato dal cambiamento nell'approccio della FED sotto la nuova presidenza di Kevin Warsh che ha scelto di rimuovere il ricorso alla "forward guidance", ovvero alla comunicazione preventiva sull'orientamento futuro della politica monetaria. Una minore visibilità delle prossime decisioni sui tassi potrebbe aumentare la volatilità dei mercati, poiché anche in un contesto di crescita economica solida, revisioni inattese delle aspettative di politica monetaria possono rappresentare un significativo fattore di instabilità finanziaria.

MERCATI FINANZIARI

Nel primo semestre dell'anno i mercati hanno registrato diversi picchi di volatilità a manifestarsi di continue, e a tratti incessanti, variazioni delle dinamiche geopolitiche e macroeconomiche, dettando un contesto ricco di complessità e con margini d'errore davvero ristretti.

In questo difficile ambiente, possiamo constatare come il mercato del debito sovrano abbia subito diversi cambiamenti in corso d'opera, e in quest'ultimo trimestre in particolare anche piuttosto bruschi.

Il cammino incerto dell'inflazione e le reazioni delle principali banche centrali hanno contribuito al modificarsi delle curve di rendimento a più riprese, arrivando a stabilizzarsi su quello che pare essere un "bear-flattener" dove i tassi a breve sono saliti relativamente di più rispetto ai tassi a lunga scadenza ed al contempo l'intera curva si è riprezzata al rialzo, sintomo che gli investitori percepiscono incertezza sul cammino dell'inflazione e che il fulcro delle preoccupazioni si posizioni entro i tre anni (vedi Figura 3). Tuttavia, questo scenario potrebbe tramutarsi rapidamente in uno "steepener", ovvero, questi timori nel breve periodo potrebbero spostarsi più sulla parte lunga della curva qualora l'inflazione non riuscisse a stabilizzarsi in tempi ragionevoli.

Per quanto invece riguarda il mercato corporate, il credito di alta qualità ha continuato a beneficiare di fondamentali societari solidi e di una domanda sostenuta per questo genere di investimento, mentre, al netto di brevi momenti di volatilità, il mercato ad alto rendimento ha goduto di spread creditizi che sono rimasti prossimi ai minimi storici, riflettendo un forte appetito per il carry da parte del mercato.

Sottolineiamo come in termini di performance il movimento rialzista dei tassi ha impattato negativamente i portafogli obbligazionari e sebbene gli spread non si siano allargati, gli investitori solo recentemente sono tornati sopra la parità da inizio anno.

MERCATI FINANZIARI

Guardando al secondo semestre, riteniamo che il comparto obbligazionario sia oggi in grado di offrire un livello di rendimento attraente rispetto alla media degli ultimi 15 anni e conseguentemente ai livelli attuali siamo costruttivi. Tuttavia, è indubbio che il permanere di un contesto macroeconomico incerto in quanto a inflazione e a politiche monetarie, unito alle tensioni geopolitiche, ci portano a valutare se i rendimenti attuali come potenzialmente attraenti, ma allo stesso tempo a selezionare con cura la qualità degli emittenti, in particolare sul versante corporate.

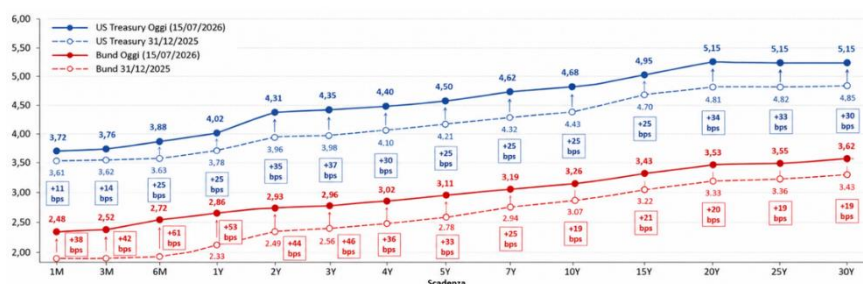


Figura 3: movimenti curve governative: US in blu oggi, in blu tratteggiato a inizio anno; Bund in rosso oggi, in rosso tratteggiato a inizio anno.

Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

Passando al comparto azionario, dopo le repentine volatilità avvenute in seguito all'inizio del conflitto tra USA e Iran, una storica corsa del petrolio e le paure di una nuova ondata inflattiva, i mercati azionari hanno rapidamente recuperato terreno, anche se non in maniera uniforme. La carta vincente in questo primo semestre è stata la robusta crescita degli utili societari e il continuo ciclo di investimenti nell'intelligenza artificiale che hanno nuovamente trainato una parte del settore tecnologico.

Gli Stati Uniti hanno nuovamente guidato la performance globale grazie alla forza delle mega-cap e all'espansione degli investimenti in infrastrutture digitali. Mentre l'Europa, maggiormente colpita dallo shock energetico è riuscita a beneficiare ancora dal proprio comparto finanziario e in parte della tenuta del ciclo industriale ad eccezione del settore automobilistico. Nei mercati emergenti, la leadership è rimasta concentrata sull'Asia, con Corea del Sud e Taiwan favorite dalla domanda di semiconduttori nei quali indici sono fortemente rappresentati.

Addentrando nella seconda parte dell'anno, manteniamo un'aspettativa costruttiva sull'azionario globale, pur riconoscendo che ci saranno delle domande chiave a cui dare risposta, una su tutte quella settoriale, continuerà la leadership indiscussa della tecnologia e in particolare dei semiconduttori e della sua filiera, oppure il ventaglio si amplierà anche ad altri settori?

Riteniamo, all'interno dello scenario di base che anche altri settori e geografie possano tornare investibili, sempre con grande selettività, aiutate e spinte da crescite degli utili attesi che gradualmente si avvicinano a quelli del mercato americano (vedi figura 4); tuttavia, non nascondiamo che le insidie siano molteplici, e il persistente precario equilibrio legato alle valutazioni della tecnologia, ad oggi costretta a continuare a sorprendere al rialzo, possano generare dei momenti di forte aumento di volatilità e potenziale ritracciamento.

MERCATI FINANZIARI

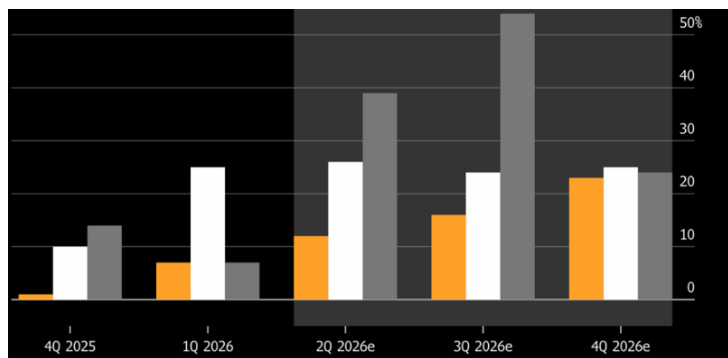


Figura 4: evoluzione stime degli analisti sulla crescita degli EPS nelle tre principali aree geografiche.

Conseguentemente, riteniamo che l'adozione tattica di una allocazione maggiormente difensiva e prudente sia doverosa in questa fase sul comparto.

Infatti, troviamo che opportunità d'investimento si possano trovare su settori come l'healthcare, sostenuto sia dall'innovazione farmaceutica e med-tech sia da caratteristiche difensive che possono contribuire alla resilienza dei portafogli (vedi figura 5). Parallelamente, il comparto industriale continua a beneficiare di molteplici trend strutturali, dagli investimenti nelle infrastrutture per l'intelligenza artificiale al rafforzamento della capacità produttiva, fino all'incremento della spesa per la difesa e all'automazione dei processi produttivi, confermandosi uno dei principali beneficiari della fase di trasformazione dell'economia globale.



Figura 5: settore healthcare come diversificatore efficiente in fase di contrazione S&P 500.

Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

TEMI STRATEGICI

L'apocalisse del SaaS: trappola o opportunità?

Nel corso del secondo trimestre il comparto software ha continuato a sottoperformare il resto del settore tecnologico, proseguendo una tendenza iniziata da circa un anno a questa parte (vedi Figura 6). Alla base di questa debolezza vi è il timore che la rapida diffusione dell'intelligenza artificiale generativa possa ridurre il valore aggiunto di numerose applicazioni software tradizionali, comprimendone nel tempo il potere di determinazione dei prezzi e abbassando le barriere all'ingresso. Grazie agli strumenti di sviluppo assistito e ai nuovi modelli di vibe-coding, infatti, la realizzazione di applicazioni personalizzate sta diventando progressivamente meno costosa e accessibile anche ad aziende prive di competenze informatiche avanzate. Per il mercato, questo potrebbe tradursi in una progressiva standardizzazione del software, con conseguenze dirette sulla capacità dei fornitori di sostenere gli attuali livelli di redditività.

Se questa lettura appare condivisibile sul piano teorico, riteniamo tuttavia che il mercato stia oggi applicando tale narrativa in maniera eccessivamente generalizzata. Le grandi piattaforme gestionali: ERP, CRM, sistemi finanziari e infrastrutture mission-critical, rappresentano il risultato di decenni di sviluppo e di integrazione con i processi aziendali. La loro sostituzione richiede tempi lunghi, investimenti significativi, credibilità dei nuovi strumenti e comporta rischi operativi che poche organizzazioni sono disposte ad assumere. Più che assistere a una rapida sostituzione del software esistente, è quindi plausibile attendersi una fase di progressiva evoluzione, nella quale l'intelligenza artificiale verrà incorporata all'interno delle piattaforme già presenti anziché rimpiazzarle integralmente.

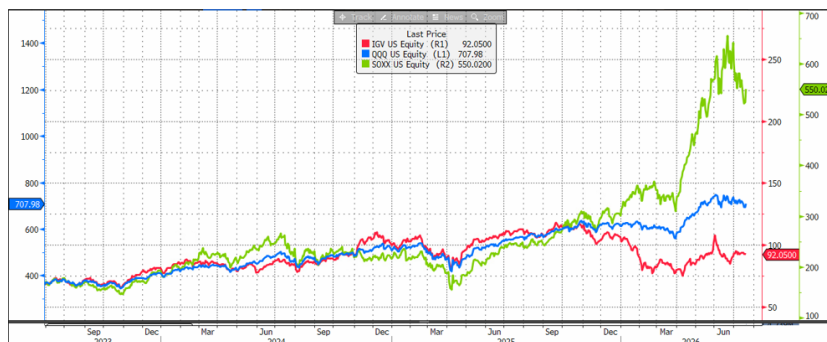


Figura 6: andamento dell'ETF tematico sui software (arancione) vs semiconduttori (viola) vs Nasdaq 100 (azzurro).
Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

Un discorso analogo riguarda le società di consulenza e trasformazione digitale, come Accenture, che negli ultimi mesi sono state penalizzate dal mercato sulla base dell'ipotesi che l'automazione possa ridurre la domanda di servizi professionali. A nostro avviso, questa interpretazione coglie soltanto una parte del fenomeno. Se è vero che l'IA aumenterà la produttività dei consulenti e tenderà a comprimere alcune attività a basso valore aggiunto, è altrettanto vero che la complessità dell'adozione dell'intelligenza artificiale nelle grandi organizzazioni continuerà a richiedere competenze specialistiche, integrazione tra sistemi, governance dei dati, cybersecurity e gestione del cambiamento.

TEMI STRATEGICI

Più che una riduzione strutturale della domanda, riteniamo quindi probabile una trasformazione del mix di servizi offerti, con un progressivo spostamento verso attività a maggiore contenuto consulenziale.

Per gli investitori, la questione fondamentale non è quindi se il software sarà destinato a scomparire, bensì quali aziende riusciranno a preservare il proprio vantaggio competitivo in un contesto profondamente diverso. Il mercato sembra oggi prezzare uno scenario nel quale l'intelligenza artificiale eroderà indistintamente il valore dell'intero comparto; riteniamo invece che il processo sarà molto più selettivo. Le società il cui vantaggio competitivo deriva esclusivamente dalla scrittura di codice potrebbero effettivamente subire maggiori pressioni competitive. Al contrario, le aziende che possiedono un'ampia base installata, dati proprietari, profonde integrazioni con i processi dei clienti e solide relazioni commerciali potrebbero trasformare l'IA in un elemento di rafforzamento della propria offerta, piuttosto che in una minaccia.

In quest'ottica, la recente sottoperformance del settore potrebbe rappresentare più un'opportunità di selezione che un segnale di uscita indiscriminata. Come spesso accade nelle fasi di profonda innovazione tecnologica, il mercato tende inizialmente a prezzare gli scenari più estremi, salvo poi differenziare progressivamente tra vincitori e perdenti. Per questo motivo riteniamo che la capacità di analizzare i singoli modelli di business e il loro posizionamento competitivo rispetto all'evoluzione dell'intelligenza artificiale sarà uno dei principali fattori di creazione di valore nei prossimi anni.

La corsa all'elettrificazione: perché il vero collo di bottiglia potrebbe essere il rame

Negli ultimi mesi il mercato ha progressivamente ampliato la propria visione sul tema dell'intelligenza artificiale. Se nella fase iniziale l'attenzione degli investitori si è concentrata quasi esclusivamente sui produttori di semiconduttori e sull'infrastruttura informatica, il secondo trimestre ha evidenziato come la vera sfida risieda nella capacità di sostenere l'enorme fabbisogno energetico e infrastrutturale richiesto dalla nuova economia digitale. Data center, reti di trasmissione, sistemi di accumulo, impianti rinnovabili e nuova capacità nucleare rappresentano infatti tasselli di un'unica trasformazione: l'elettrificazione dell'economia.

Questa evoluzione sta riportando al centro dell'attenzione una categoria di investimenti spesso trascurata negli ultimi anni: i metalli industriali. Ogni nuovo data center richiede ingenti quantità di rame per cablaggi, trasformatori e sistemi di distribuzione elettrica, oltre ad acciaio, alluminio e materiali specializzati per le strutture e gli impianti di raffreddamento. Analogamente, la modernizzazione delle reti elettriche e lo sviluppo di nuove centrali di produzione, indipendentemente che si tratti di impianti nucleari, rinnovabili o sistemi di accumulo, comportano un significativo incremento della domanda di materie prime, rendendo la disponibilità di tali risorse un elemento strategico tanto quanto la capacità tecnologica.

Tra tutti i materiali coinvolti, il rame emerge come il principale beneficiario di questa trasformazione. La sua elevata conducibilità elettrica lo rende difficilmente sostituibile nelle infrastrutture di trasmissione, nei trasformatori, nei motori elettrici e nei sistemi di raffreddamento dei data center.

TEMI STRATEGICI

A fronte di una domanda destinata ad aumentare nei prossimi anni (vedi figura 7), l'offerta continua invece a scontrarsi con vincoli strutturali: tempi di sviluppo molto lunghi per nuovi progetti minerari, progressivo deterioramento della qualità dei giacimenti e crescente complessità autorizzativa. Ne deriva uno squilibrio che numerosi operatori del settore ritengono destinato ad accentuarsi nel medio termine, sostenendo prospettive favorevoli per il metallo rosso.

Dal punto di vista dell'investitore, è bene notare che la creazione della nuova infrastruttura energetica globale richiederà investimenti lungo un'intera catena del valore che comprende produttori di rame, trasformatori, cavi elettrici, apparecchiature per la distribuzione dell'energia e componentistica industriale.

In questo contesto, riteniamo che il mercato inizierà progressivamente a spostare l'attenzione dalla sola crescita dell'intelligenza artificiale verso i fattori fisici che ne renderanno possibile lo sviluppo. Come spesso accade nelle grandi trasformazioni industriali, il vantaggio competitivo non sarà determinato esclusivamente dal software o dalla capacità di calcolo, ma anche dalla disponibilità delle risorse necessarie a costruire l'infrastruttura che sosterrà il prossimo ciclo di crescita.



Figura 7. Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

INVESTIMENTI “TRA PRUDENZA E LUNGIMIRANZA”

La seconda parte dell'anno si apre con uno scenario più complesso in cui ritorna un'escalation del conflitto in Medio Oriente. Se nei mesi scorsi il principale fattore di rischio si concentrava nell'incertezza geopolitica, il secondo semestre dell'anno si confronta con un'inflazione ancora persistente e tendenzialmente in crescita, un contesto incerto sui dazi commerciali, una politica monetaria destinata a rimanere restrittiva più a lungo del previsto e valutazioni che, in alcuni comparti, incorporano aspettative di crescita particolarmente elevate. In questo contesto riteniamo che la selettività rappresenti il principale fattore di creazione di valore.

Sul fronte obbligazionario continuiamo a vedere un'interessante opportunità nel credito Investment Grade e nei titoli governativi di elevata qualità. I livelli di rendimento oggi disponibili consentono infatti di costruire portafogli in grado di generare un carry ragionevole senza assumere un'esposizione eccessiva al rischio di credito e mantenendo al contempo una duration contenuta.

INVESTIMENTI “TRA PRUDENZA E LUNGIMIRANZA”

Manteniamo invece un approccio più prudente verso il comparto High Yield attraverso fondi specializzati, dove gli spread rimangono compressi e offrono un margine di protezione limitato qualora il contesto macroeconomico dovesse deteriorarsi.

Nel comparto azionario confermiamo una visione moderatamente costruttiva, pur ritenendo opportuno adottare un approccio maggiormente equilibrato rispetto ai mesi precedenti. Il ciclo di investimenti legato all'intelligenza artificiale continua a rappresentare uno dei principali motori della crescita globale e riteniamo che la domanda di infrastrutture digitali, elettrificazione e capacità energetica rimarrà sostenuta ancora per diversi anni. Allo stesso tempo, riteniamo che la leadership del mercato possa progressivamente ampliarsi oltre il ristretto gruppo delle mega-cap tecnologiche, favorendo quei settori industriali che beneficeranno direttamente del nuovo ciclo di investimenti. In quest'ottica continuiamo a privilegiare un'esposizione orientata alla qualità negli Stati Uniti e in Europa con settori quali la tecnologia, i finanziari e gli industriali.

In un contesto caratterizzato da una crescente dispersione dei rendimenti e da un equilibrio ancora fragile tra inflazione, politica monetaria e crescita economica, riteniamo che le strategie alternative continuino a rappresentare un elemento essenziale nelle asset allocation dei nostri portafogli. L'aumento della volatilità, l'ampliarsi delle differenze tra vincitori e perdenti e una minore correlazione tra i singoli titoli creano infatti un ambiente favorevole per strategie hedge orientate alla generazione di rendimento indipendentemente dalla direzione dei mercati. In particolare, continuiamo a vedere valore in approcci **long/short equity, arbitrage e multi-strategy**, (vedi figura 8) in grado di sfruttare le inefficienze generate dall'attuale fase.

Carthesio SA selection	YTD 2026	7 YEARS	Media 7 anni
L/S Equity	12.78%	191.78%	27.40%
Arbitrage	6.67%	208.74%	29.82%
Multi-Strategy	7.80%	92.19%	13.17%

*Figura 8: risultati attuali e storici della selezione Hedge di Carthesio SA
Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA*

Nel complesso, riteniamo che il secondo semestre richieda un approccio improntato alla disciplina col mantenimento degli obiettivi di medio-lungo termine, piuttosto che alla ricerca aggressiva di rendimento. Dopo il recupero dei mercati da marzo, il contesto appare meno favorevole a un'esposizione passiva e sempre più orientato verso una gestione attiva, capace di selezionare con attenzione le opportunità e di adattare dinamicamente il profilo di rischio del portafoglio.

«Il più grande errore degli investitori è assumere che le dinamiche osservate nel recente passato siano destinate a protrarsi nel tempo.»

Ray Dalio