



"Ghiacciaio del Morteratsch, Canton Grigioni"

FINANCIAL NEWSLETTER DI CARTHESIO – 4° TRIMESTRE 2026

QUADRO GEOPOLITICO E MACROECONOMICO

Quadro geopolitico e macroeconomico

Mercati finanziari

Temi strategici

-Dalla capacità di calcolo al rendimento del capitale: la nuova fase dell'AI

-Dall'elettrificazione alla disponibilità di potenza: il collo di bottiglia non è più soltanto 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

Il terzo trimestre ha confermato che l'economia globale è in grado di assorbire shock di rilievo storico meglio di quanto si temesse, ma ha anche mostrato che questa resilienza non è priva di costi. La crescita è rimasta positiva nelle principali economie domestiche, in particolare negli Stati Uniti gli investimenti legati all'intelligenza artificiale hanno continuato a sostenere produzione e commercio, mentre in Europa i consumi hanno rallentato meno del previsto. Allo stesso tempo, la prosecuzione del conflitto in Medio Oriente e le persistenti difficoltà nei flussi attraverso lo Stretto di Hormuz hanno riportato l'energia al centro dello scenario macroeconomico.

Sul fronte costi energetici, infatti, riportiamo come nel corso dell'estate, il mercato petrolifero ha registrato un nuovo e significativo rialzo. Tra il 30 giugno e il 20 ottobre il petrolio WTI è salito del 44.35% mentre il Brent ha nuovamente superato quota 110 dollari nelle fasi di maggiore tensione.

Possiamo dunque dedurre che il ricorso alle scorte, l'aumento della produzione al di fuori del Golfo e l'utilizzo di rotte alternative hanno attenuato solo in parte l'impatto immediato dello shock nel terzo trimestre dell'anno. **Questi ammortizzatori, tuttavia, non sono illimitati. Con il passare dei mesi, la loro progressiva riduzione aumenta il rischio che il rincaro dell'energia si trasmetta in modo più evidente ai prezzi al consumo, ai margini delle imprese e al potere d'acquisto delle famiglie.**

Sul fronte crescita invece, i numeri riportati da enti internazionali descrivono un'economia che, seppur in rallentamento rispetto al 2025, resta resiliente e ancora lontana da dinamiche recessive. Nello specifico l'OCSE prevede oggi un'espansione del PIL mondiale del 2,9% nel 2026 e del 3,0% nel 2027. Per gli Stati Uniti stima una crescita del 2,2% nel 2026 e del 2,1% nel 2027; per l'area euro dell'1,0% in entrambi gli anni; per la Cina del 4,5% e del 4,2%.

Entrando più nello specifico ci possiamo tuttavia accorgere che la composizione della crescita resta molto disomogenea. Negli Stati Uniti, l'espansione è sostenuta dagli investimenti in infrastrutture digitali, dalla tenuta dei consumi e da una dinamica della produttività più robusta. Nell'area euro, la domanda interna ha sorpreso positivamente e la spesa pubblica per difesa e infrastrutture sta offrendo un contributo crescente, ma il maggior peso dell'energia importata rende l'economia più esposta allo shock.

QUADRO GEOPOLITICO E MACROECONOMICO

In Cina, la crescita continua a dipendere dalla manifattura, dalle esportazioni e dagli investimenti in elettrificazione, mentre il settore immobiliare rimane un freno strutturale ai consumi interni, elemento che contribuisce in modo sicuramente negativo anche per l'industria europea.

Il prezzo della combinazione di tutti questi fattori si traduce in un ritorno delle pressioni inflazionistiche. Infatti, a livello internazionale ci si attende un'inflazione complessiva intorno al 4% per i Paesi del G20 nel 2026, poi in calo al 3,7% nel 2027 (vedi Figura 1). Lo scenario base presuppone ancora che l'impatto energetico sia temporaneo e che quindi gli effetti di secondo livello su salari e servizi restino contenuti. E sarà proprio questo uno dei punti più rilevanti del quarto trimestre.

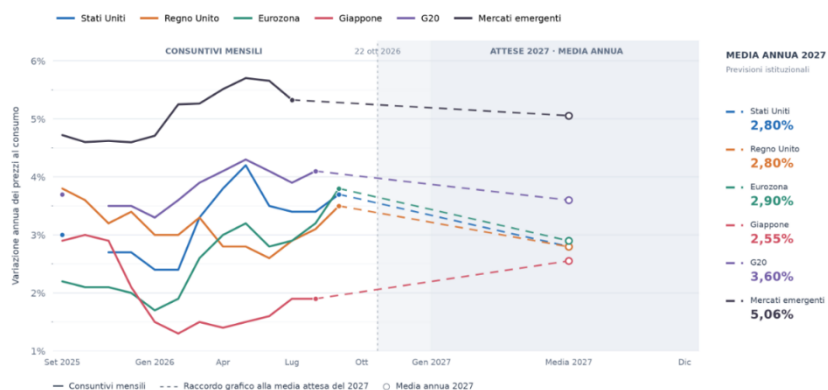


Figura 1 Andamento tasso inflazione realizzato e stimato.
Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

Inoltre, la reazione delle principali banche centrali non si è fatta attendere, la posizione generale si è irrigidita, e non poco. A settembre, a seguito di un movimento dei tassi sui mercati obbligazionari di rilevanza storica, la Fed è stata costretta ad aumentare i tassi guida di 25 punti base, portandosi nel range 3,75-4%. Anche la Bce si è trovata costretta a dover continuare l'aumento tassi, raggiungendo target 2,5% a settembre e adottando una retorica "falco" al fine di tamponare le attese sui tassi e di inflazione a medio-lungo periodo. (Vedi Figura 2)



Figura 2 Tassi di riferimento banche centrali con le aspettative di mercato per il 1Q27.
Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

MERCATI FINANZIARI

Il terzo trimestre ha offerto un'immagine apparentemente contraddittoria sui mercati.

Da una parte, il rincaro dell'energia e l'aumento dei rendimenti obbligazionari hanno creato un contesto più severo per le valutazioni. Dall'altra, la crescita degli utili e il ciclo di investimenti legato all'intelligenza artificiale hanno continuato a sostenere gli asset rischiosi, soprattutto negli Stati Uniti.

Per quanto concerne l'obbligazionario, lo scenario di prezzo è stato fortemente negativo, complice dominante l'apertura di un nuovo e sostenuto ciclo di rialzo dei tassi governativi a seguito di una combinazione di: inflazione persistente e crescente, aumento dell'indebitamento delle Nazioni in fase di instabilità politica e maggiore fabbisogno di finanziamento del settore tecnologico. Tutto ciò ha spinto al rialzo i rendimenti lungo le principali curve. La duration è tornata a essere la principale fonte di rischio: tra il 30 giugno e il 20 ottobre, i Treasury americani a lunga scadenza hanno perso il 12%, mentre un indice obbligazionario aggregato statunitense ha ceduto il 4,9%.

Possiamo quindi affermare che il problema in essere è che molti governi devono affrontare contemporaneamente interessi sul debito più onerosi (vedi Figura 3), esigenze di difesa, transizione energetica, invecchiamento demografico e ultimamente sempre maggiori tensioni e pressioni sociali da parte delle rispettive popolazioni.

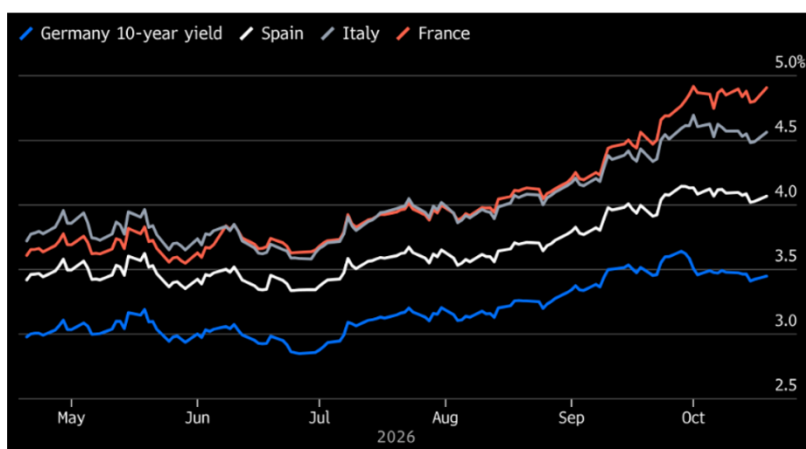


Figura 3 Andamento rendimento del debito decennale Paesi Europei.
Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

Anche il credito Investment Grade ha risentito della maggiore sensibilità ai tassi, con una flessione del 6,1%. Il comparto High Yield ha contenuto meglio le perdite con un -3,0%, grazie alla minore duration, al carry e alla tenuta degli utili societari. Per quanto riguarda gli spread di credito possiamo osservare come essi siano rimasti relativamente compressi fino alla seconda parte di settembre e la nuova offerta è stata assorbita senza particolari difficoltà, ma il margine di protezione offerto dalle valutazioni inizia a essere limitato e infatti già nella seconda parte del mese abbiamo potuto osservare un allargamento degno di nota.

MERCATI FINANZIARI

Conseguentemente, possiamo concludere che sul comparto, guardiamo al quarto trimestre consapevoli che il livello assoluto dei rendimenti rende nuovamente interessante la classe. Il punto di partenza è oggi più favorevole rispetto a gran parte dell'ultimo quindicennio (vedi Figura 4), basti pensare che a fine settembre, i rendimenti dei Treasury decennali statunitensi hanno raggiunto il livello più alto degli ultimi 24 anni, consentendo quindi di costruire portafogli con un carry significativo. Al tempo stesso, la volatilità dei tassi ci impone di evitare un'esposizione indiscriminata alla duration, eccetto per operazioni opportunistiche. Riteniamo quindi opportuno privilegiare emittenti di qualità elevata, scadenze brevi e intermedie e soprattutto una gestione attiva della curva, mantenendo un alto grado di selettività sul credito più rischioso.

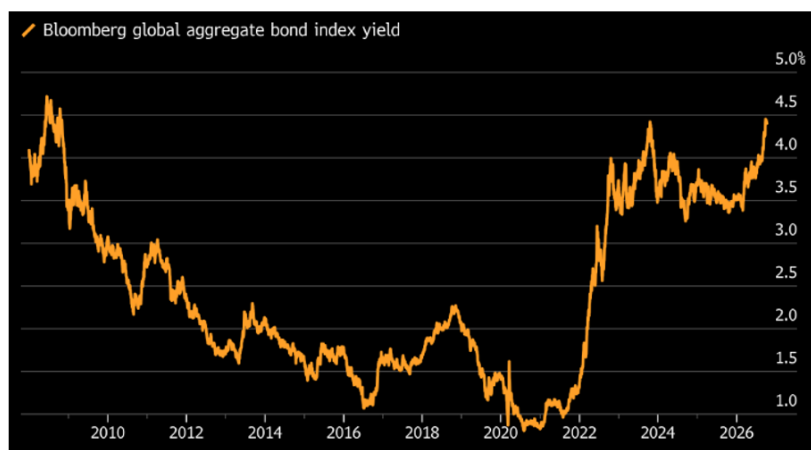


Figura 4 Tasso di interesse di riferimento indice obbligazionario globale aggregato.
Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

Per quanto riguarda il comparto azionario, la trama di “facciata” ha nascosto sicuramente tanto di ciò che è accaduto all'interno. Infatti, se osserviamo il comportamento degli indici in termini di performance assoluta, possiamo notare come nel corso del trimestre le valutazioni siano di poco cambiate SPX +2.5%, Nasdaq 100 +0.1%. Europa poco sotto la parità e mercati emergenti leggermente negativi -1,8%.

Tuttavia, la dispersione e la volatilità settoriale sono state marcate. Infatti, nel corso del trimestre abbiamo assistito a una graduale rotazione con impronta difensiva. Un settore come la sanità ha sovraperformato nettamente il mercato, la tecnologia ha registrato una rotazione interna, con i semiconduttori che hanno corretto più del 10%, a fronte di una riaccensione sul software. Mentre, gli industriali, notoriamente sensibili ai tassi d'interesse hanno ceduto quasi un 10% (vedi Figura 5 e 6).

MERCATI FINANZIARI



Figura 5 Andamento settore Sanità (in blu) e Industriali (in arancione) rispetto a S&P 500 (in nero) nel 3Q26.
Fonte Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA



Figura 6 Andamento paniere di semiconduttori (in arancione) rispetto a paniere di software (in blu) nel 3Q26.
Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

Questa dinamica conferma che la leadership di mercato ha, momentaneamente, perso linearità. Gli utili societari restano il principale sostegno dell'azionario, ma è giusto rammentare che, l'aumento dei tassi d'interesse a seguito di tutte le tensioni accumulate, comporta automaticamente un aumento dei tassi di attualizzazione, riducendo così il valore attuale degli utili societari futuri. Conseguentemente, nel quarto trimestre, la domanda centrale sarà se la crescita degli utili e le prospettive future condivise dai dirigenti delle società riusciranno a compensare l'aumento del costo del capitale.

Rimaniamo quindi moderatamente costruttivi sull'azionario globale, ma con un profilo di rischio ancor più equilibrato rispetto alla prima parte dell'anno. La preferenza va alle aziende con bilanci solidi, generazione di cassa visibile e capacità di trasferire i maggiori costi. Nel settore tecnologico, la selezione dovrà concentrarsi sulla monetizzazione effettiva degli investimenti e non soltanto sul ritmo di crescita della spesa. Al di fuori della tecnologia, la sanità conserva caratteristiche interessanti, mentre settori di rilievo strategico come gli industriali, i materiali e le utilities possono di fatto consentire un'esposizione a quelli che rappresentano dei vincoli fisici al completamento della rivoluzione tecnologica in essere.

MERCATI FINANZIARI

E il rally di fine anno?

Come di consueto in questa parte dell'anno gli investitori tendono a domandarsi se e come si possa manifestare il celebre "rally di fine anno". Ebbene, rispondiamo a questa domanda sottolineando come a seguito di un settembre e ottobre ricco di difficoltà sui mercati, le attese degli investitori sono che: proseguendo nel quarto trimestre le incertezze dovrebbero almeno in parte alleviarsi. **Il fulcro dell'attenzione per quanto riguarda la "pancia" del mercato continua a essere l'evoluzione della situazione in Medio Oriente e del conseguente andamento del prezzo del petrolio.** Infatti, qualora si giungesse a un cessate il fuoco duraturo, il prezzo del petrolio crollerebbe e le aspettative di inflazione, attualmente elevate, verrebbero quasi immediatamente riviste al ribasso. Le banche centrali potrebbero così tornare a una politica monetaria meno restrittiva, se non addirittura espansiva. Un simile scenario comporterebbe un rally di fine anno, riportando i bollettini azionari su nuovi massimi e una sicura inversione anche del comparto obbligazionario.

TEMI STRATEGICI

DALLA CAPACITÀ DI CALCOLO AL RENDIMENTO DEL CAPITALE: LA NUOVA FASE DELL'AI

Nel trimestre precedente ci siamo interrogati sull'impatto dell'intelligenza artificiale sul software tradizionale. La domanda riguardava la capacità delle piattaforme esistenti di difendere il proprio vantaggio competitivo in un mondo in cui scrivere codice, e conseguentemente produrre softwares, diventa progressivamente meno costoso.

Nel terzo trimestre, il dibattito si è spostato su un livello diverso: non più soltanto chi verrà favorito o penalizzato dall'AI, ma quanto capitale sarà necessario per costruire l'infrastruttura e quali ritorni economici saranno indispensabili per sostenerla.

Gli investimenti dei principali hyperscalers hanno raggiunto dimensioni tali da superare progressivamente la capacità di autofinanziamento. Secondo una recente analisi presentata alla Brookings Institution, la spesa in conto capitale aggregata di Oracle, Microsoft, Amazon, Meta e Alphabet potrebbe superare gli 800 miliardi di dollari nel 2026, oltrepassando per la prima volta il cash flow operativo combinato delle società considerate. Reuters stima inoltre che, negli ultimi dodici mesi, i principali hyperscalers statunitensi abbiano emesso circa 220 miliardi di dollari di debito obbligazionario (vedi Figura 7).

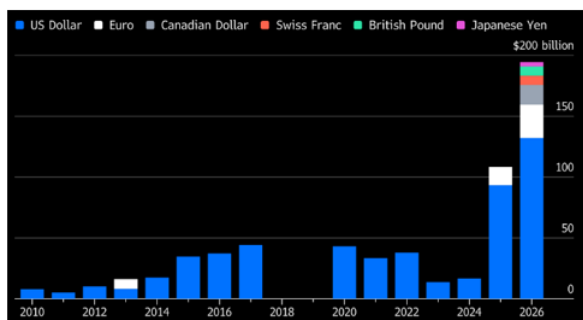


Figura 7 Debito diviso per valuta d'emissione dei principali Hyperscalers (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle).
Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

TEMI STRATEGICI

Questo passaggio non implica necessariamente che il ciclo dell'AI sia vicino alla conclusione. Al contrario, la domanda di capacità di calcolo continua a superare l'offerta e gli investimenti si stanno estendendo dalla tecnologia alla costruzione, all'energia, alle reti e al mercato del lavoro. La conseguenza è quindi che l'AI sta diventando un tema di allocazione del capitale e di credito, oltre che un tema azionario.

Per finanziare la nuova capacità stanno crescendo leasing, joint venture, project finance, private credit, cartolarizzazioni e veicoli dedicati. Queste strutture ampliano la disponibilità di capitale e consentono alle società tecnologiche di condividere il costo dell'infrastruttura. Allo stesso tempo, possono spostare la leva al di fuori delle voci di bilancio più visibili, aumentando la concentrazione su un numero limitato di garanti e rendere pertanto più difficile valutare il rischio residuo degli asset.

La rapidità dell'innovazione introduce inoltre un tema di obsolescenza. Server, GPU e apparati di rete devono essere sostituiti con una frequenza molto superiore rispetto agli edifici e alle infrastrutture elettriche che li ospitano.

PwC stima che l'equipaggiamento informatico rappresenti una quota crescente della spesa complessiva e che richieda cicli di rinnovo ogni quattro-sei anni. Perché l'investimento sia sostenibile, i ricavi generati dall'AI dovranno quindi crescere non soltanto abbastanza da remunerare la prima ondata di capex, ma anche da finanziare i successivi cicli di sostituzione.

Dal punto di vista dell'investitore, la distinzione tra vincitori e perdenti diventa più complessa. Nella prima fase del ciclo, la scarsità di semiconduttori e capacità di calcolo ha favorito soprattutto i fornitori diretti. Nella fase attuale, assumono maggiore importanza la solidità del bilancio, il costo del capitale, la visibilità dei contratti, la qualità delle controparti e la capacità di monetizzare l'AI all'interno di prodotti già utilizzati dai clienti.

Le società con una base installata ampia, dati proprietari e distribuzione consolidata possono trasformare l'AI in una leva di crescita e di produttività. Le aziende che dipendono da un unico cliente, da finanziamenti esterni o da asset rapidamente obsoleti sono invece più esposte a una normalizzazione delle aspettative. La stessa infrastruttura può offrire rendimenti molto diversi a seconda di chi sostiene il rischio di domanda, il rischio energetico e il rischio tecnologico.

Riteniamo quindi che la nuova fase dell'AI richieda un approccio più selettivo. Il tema rimane strutturale, ma la crescita della spesa non è più sufficiente, da sola, a giustificare qualsiasi valutazione. La capacità di convertire investimenti in ricavi, margini e flussi di cassa diventerà il principale criterio di differenziazione.

DALL'ELETTRIFICAZIONE ALLA DISPONIBILITÀ DI POTENZA: IL COLLO DI BOTTIGLIA NON È PIÙ SOLTANTO IL RAME

Nella newsletter precedente abbiamo evidenziato come la corsa all'elettrificazione stesse riportando il rame al centro dello scenario d'investimento. Il terzo trimestre ha rafforzato questa tesi e infatti il prezzo del rame è salito ai massimi storici, mentre le importazioni cinesi complessive di metalli di base e minori sono aumentate dell'11% nei primi otto mesi dell'anno, raggiungendo un nuovo massimo per il periodo.

TEMI STRATEGICI

La domanda di metalli non è più legata soltanto al ciclo immobiliare tradizionale. Reti elettriche, batterie, veicoli, apparecchiature industriali e data center stanno modificando la composizione dei consumi. In Cina, la debolezza del settore immobiliare convive oggi con una domanda sostenuta di materiali destinati alla manifattura avanzata e alle infrastrutture energetiche.

Il rame resta un elemento essenziale, ma il trimestre ha mostrato che il vincolo è più ampio. La disponibilità di energia, i tempi di connessione alla rete, la capacità delle sottostazioni, la fornitura di trasformatori e i sistemi di raffreddamento stanno diventando fattori decisivi per stabilire dove e quando un nuovo data center potrà entrare in funzione.

State Street per esempio stima che gli investimenti globali nei data centers possano raggiungere 31.600 miliardi di dollari tra il 2026 e il 2050 nello scenario centrale, con una spesa annua che salirebbe da circa 800 miliardi nel 2026 a 1.100 miliardi nel 2030. Si tratta di una stima di lungo periodo e quindi soggetta a elevata incertezza, ma evidenzia la dimensione potenziale della trasformazione e soprattutto la natura ricorrente della spesa.

Per gli investitori, questo allarga l'universo delle opportunità. Oltre ai produttori di semiconduttori e ai fornitori di cloud, il ciclo coinvolge utilities, produttori indipendenti di energia, aziende di apparecchiature elettriche, ingegneria, costruzioni, materiali e sistemi di raffreddamento. Una parte crescente del valore potrebbe quindi emergere in società che non generano direttamente ricavi dall'AI, ma che possiedono gli asset fisici senza i quali la capacità di calcolo non può essere installata (vedi Figura 8).

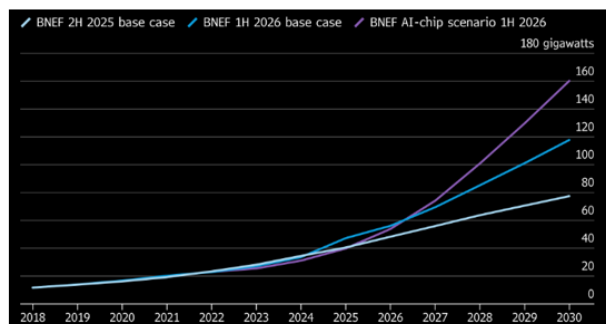


Figura 8 Andamento stime domanda di elettricità negli US per Data Centers al 2030. Rispetto alla seconda metà del 2025, le stime sono aumentate più del 50%.

Fonte: Bloomberg LP, rielaborazione Carthesio SA

La tesi non è priva di rischi. Gli investimenti nelle reti richiedono tempi lunghi, autorizzazioni e un quadro regolatorio favorevole. L'aumento dei consumi dei data centers può generare resistenze politiche qualora si traduca in prezzi dell'elettricità più elevati per famiglie e imprese. Inoltre, se la monetizzazione dell'AI rallentasse, alcuni progetti pianificati potrebbero essere rinviati, lasciando capacità inutilizzata o asset con ritorni inferiori alle attese.

Il punto centrale rimane però invariato: la trasformazione digitale è sempre più dipendente da infrastrutture fisiche. Dopo una prima fase dominata dalla capacità di calcolo, il mercato sta iniziando a prezzare la scarsità di energia disponibile, connessioni alla rete e componenti industriali. Il vero vantaggio competitivo potrebbe quindi appartenere non soltanto a chi sviluppa i modelli migliori, ma anche a chi controlla gli asset necessari per farli funzionare.

INVESTIMENTI “TRA PRUDENZA E LUNGIMIRANZA”

Il quarto trimestre si apre con un equilibrio più fragile rispetto all’inizio dell’estate. La crescita economica e gli utili societari rimangono solidi, ma il rincaro dell’energia, l’aumento dei tassi e la competizione per il capitale riducono il margine d’errore. In questo contesto, riteniamo che la selettività debba rimanere il principale criterio di costruzione dei portafogli.

Sul fronte obbligazionario, l’aumento dei rendimenti ha migliorato il potenziale prospettico dell’asset class a fronte di una temporanea flessione dei prezzi. Continuiamo a vedere valore nei titoli governativi e nel credito Investment Grade di elevata qualità, soprattutto sulle scadenze brevi e intermedie, dove il carry può essere ottenuto con una sensibilità più contenuta ai movimenti della parte lunga della curva. Manteniamo invece maggiore prudenza sulla duration lunga, che resta esposta sia all’inflazione sia all’aumento dell’offerta di debito sovrano e corporate.

Nel comparto High Yield, i fondamentali societari e il carry continuano a offrire sostegno, ma gli spread compressi limitano il margine di sicurezza. Privilegiamo pertanto esposizioni diversificate e gestori in grado di selezionare gli emittenti, evitando di inseguire rendimento in segmenti dove il premio non compensa adeguatamente il rischio di rifinanziamento.

Nel comparto azionario manteniamo una visione moderatamente costruttiva. La crescita degli utili e il ciclo dell’intelligenza artificiale restano supportivi, ma il livello dei rendimenti obbligazionari rende più severo il confronto tra valutazioni e flussi di cassa. Continuiamo quindi a privilegiare esposizioni geografiche e settoriali solide e affermate, con bias verso le grandi capitalizzazioni e bilanci solidi in grado di sostenere il ciclo di investimenti in essere. È infatti corretto rammentare come oggi una quota crescente della performance dei listini mondiali dipenda da una manciata di grandi società legate alla catena del valore dell’IA; questo ci porta inevitabilmente a preferire un’esposizione geografica americana rispetto a quella europea, e di costruire maggiori esposizioni all’interno di settori come la tecnologia e i propri settori satellite, industriali e utilities. Parallelamente, riteniamo opportuno favorire un’esposizione selettiva ai mercati emergenti, con particolare attenzione al settore dei materiali, anch’esso fondamentale per sostenere il ciclo di sviluppo economico e industriale.

Le strategie alternative continuano infine a rappresentare un elemento utile di diversificazione. La dispersione tra settori, titoli e curve crea un ambiente favorevole per approcci long/short, relative value, arbitrage e multi-strategy. La correlazione positiva osservata in alcune fasi tra azioni e obbligazioni ricorda che la sola combinazione tradizionale delle due asset class può offrire una protezione inferiore rispetto al passato.

Nel complesso, il quarto trimestre richiede disciplina più che protezione indiscriminata. I rendimenti disponibili sono più interessanti, la crescita non si è interrotta e il ciclo di investimenti rimane robusto. Allo stesso tempo, energia, tassi, inflazione e geopolitica impongono di mantenere liquidità, qualità e capacità di adattamento

Ratio et Methodus

René Descartes