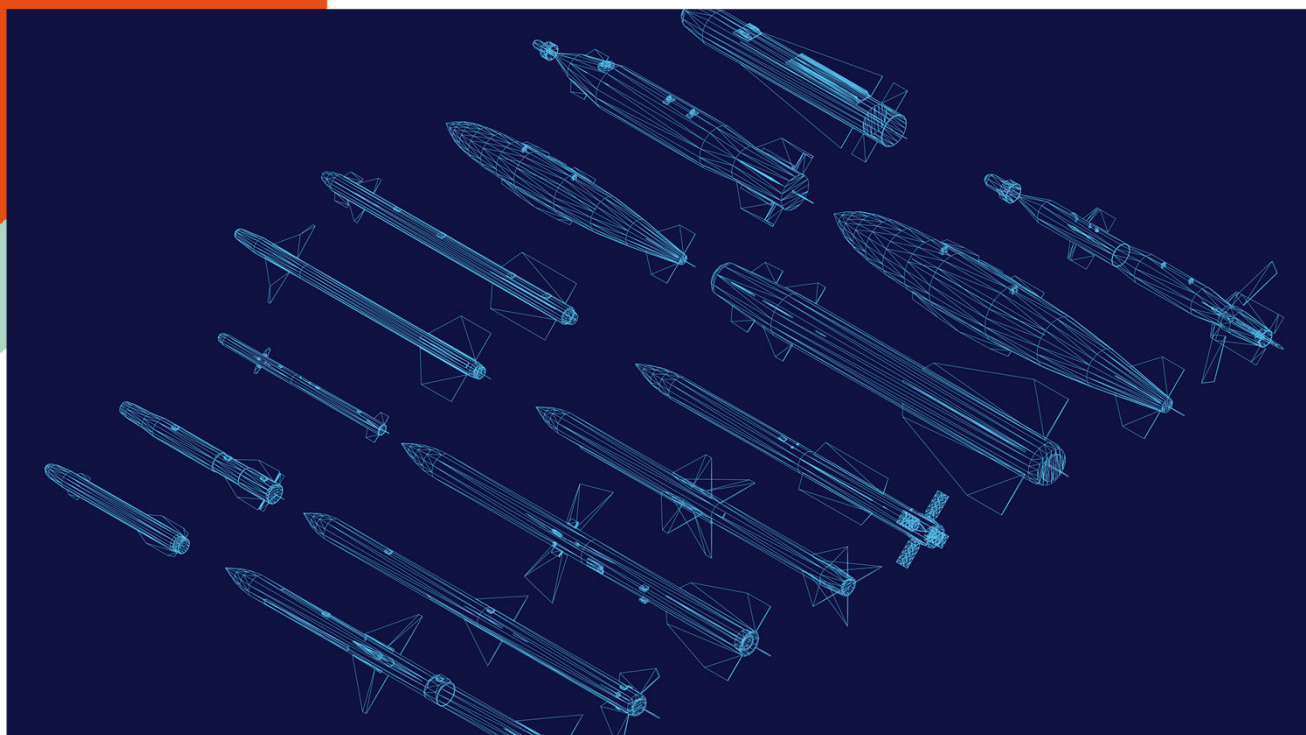


Wealth Management
Asset Management
Private Markets

INVESTMENT INSIGHTS



L'OCCIDENTE STA DAVVERO ESAURENDO LE SCORTE DI MISSILI?

EDITORIALE

- Il successo delle guerre moderne non dipende più dalla disponibilità dei sistemi più “sostanziosi”
- La minaccia rappresentata da missili ipersonici e dagli attacchi di saturazione richiede un cambio di approccio
- L'utilizzo di un “high-low mix” offre opportunità di investimento lungo l'intera catena del valore dei missili

STRATEGIA GLOBALE

- Un mondo nuovo con solide basi, ma con una fragilità intrinseca e rischi persistenti
- Nonostante il calo dei timori per l'inflazione, i tassi di lungo termine continuano a salire
- Non si tratta di una bolla di valutazione, piuttosto di una bolla sugli utili

ASSET ALLOCATION

- Azioni - Neutrali, con l'aggiunta di alcune protezioni tattiche nel contesto dell'attuale odissea dei mercati
- Obbligazioni - Rimaniamo sottopeso sulla duration, pur continuando a favorire il carry nel segmento del credito IG
- Forex - Leggero sovrappeso sul dollaro USA sulla scia della crescita resiliente e dei vantaggi della diversificazione

L'OCCIDENTE STA DAVVERO ESAURENDO LE SCORTE DI MISSILI?

- **Il successo delle guerre moderne non dipende più dalla disponibilità dei sistemi più “s sofisticati”**
- **La minaccia rappresentata da missili ipersonici e dagli attacchi di saturazione richiede un cambio di rotta**
- **L'utilizzo di un “high-low mix” offre opportunità di investimento lungo l'intera catena del valore dei missili**

I principali media statunitensi denunciano il progressivo esaurimento delle scorte militari del Paese, in particolare di intercettori avanzati per la difesa e missili di precisione a lungo raggio, conseguenza del prolungato conflitto con l'Iran. Sul fronte ucraino, il Paese subisce attacchi aerei russi su vasta scala quasi ogni giorno e la scarsità di intercettori di fascia alta lo rende altamente vulnerabile ai missili balistici. Cosa ci dice questa situazione sulle attuali capacità di difesa dell'Occidente e sulla necessità di un cambio di rotta?

Dal punto di vista tecnologico, Cina e Russia sono all'avanguardia nello sviluppo dei missili ipersonici. In parole povere, la particolarità di questi missili non sta tanto nella loro velocità, dato che la maggior parte dei missili balistici supera ampiamente quella del suono, ma nel fatto che sono manovrabili e volano a quote più basse, il che li rende molto più difficili da rilevare e intercettare rispetto ai missili balistici tradizionali che, nel frattempo, hanno anche subito un processo di democratizzazione, nel senso che non solo il loro numero è esploso, ma anche la loro precisione è notevolmente migliorata. Basti pensare, ad esempio, che durante la prima guerra del Golfo l'Iraq ha lanciato complessivamente meno di 100 missili balistici (i famigerati Scud), la maggior parte dei quali era così imprecisa che l'impatto è stato limitato. Per contro, secondo le stime l'Iran ha lanciato circa 500 missili solo nei primi 4 giorni del conflitto in corso, molti dei quali hanno centrato l'obiettivo causando danni ingenti.

A complicare le cose si aggiunge il fatto che la proliferazione di droni di tipo Shahed, che in pratica sono missili da crociera a basso costo, sta saturando le capacità di difesa aerea e peggiorando l'equazione finanziaria. Tradizionalmente, la filosofia militare occidentale si concentra su sistemi “s sofisticati”, ritenendo che la qualità delle armi sia più importante della quantità. Questo approccio è messo a dura prova dalla nuova minaccia degli attacchi di saturazione, con sistemi che vanno dai missili di fascia alta ai droni a basso costo, in ondate che possono superare mille effettori per evento. Non basta più affidarsi a un numero esiguo di intercettori a elevata capacità: non solo è impossibile competere in termini di volumi ma, a causa dell'estrema asimmetria dei costi, sul piano economico chi attacca vince anche se tutti i suoi sistemi vengono intercettati.

Le scorte statunitensi di missili di fascia alta sono effettivamente diminuite, a causa del sostegno all'Ucraina ma, soprattutto, per l'elevato numero di attacchi stand-off condotti contro l'Iran con missili come il Tomahawk, a cui si aggiunge il massiccio consumo di intercettori di tipo Patriot e Thaad utilizzati come sbarramento contro gli attacchi iraniani. Sulla scia della “Guerra globale al terrore”, la produzione di missili è stata trascurata e l'enorme quantità di sistemi recentemente impiegati indica che le scorte rimanenti sono - quasi certamente - pericolosamente basse, anche solo considerando i conflitti in atto. In caso di un eventuale conflitto con una vera superpotenza, probabilmente finirebbero in pochi giorni.

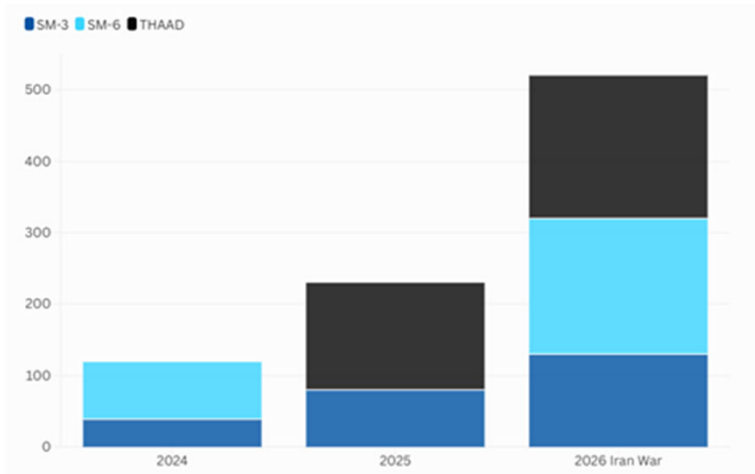
La risposta strategica sta in un ampio riesame del mix difensivo e offensivo. Rimanendo sul tema dei missili, sarà necessario combinare sistemi sofisticati con un numero elevato di sistemi meno costosi, un approccio noto come “high-low mix”. L'idea è di sviluppare un arsenale di effettori più flessibile, scalabile ed economicamente efficace.

Per semplificare, in pratica i missili Patriot PAC3 MSE da 4 milioni di dollari verrebbero destinati a minacce ipersoniche o balistiche come il Kinzhal russo, mentre gli intercettori più economici, che si tratti di missili, droni o, sempre più spesso, laser, intercetterebbero le raffiche di Shahed da 50.000 dollari. Il piano del Pentagono di aumentare da 3 a 10 volte la produzione annuale di missili Patriot, THAAD e altri Tomahawk, chiedendo alle aziende del settore della difesa di sviluppare sistemi a basso costo, è un chiaro esempio di questa strategia.

Dal punto di vista degli investitori, questo offre un'ampia gamma di opportunità, che comprende sia attori tradizionali come L3 Harris e Northrop Grumman, molto attivi nel segmento “s sofisticato”, sia i nuovi arrivati del segmento di fascia bassa, come la società australiana EOS, che sta sviluppando un sistema di rilevamento/intercettazione completamente integrato che utilizza soluzioni elettroniche, cinetiche e laser in base alla specifica minaccia. Curiosamente, anche i confini tra questi segmenti sono sempre più sfumati. Kongsberg, ad esempio, oltre alla famiglia di sofisticati sistemi di difesa aerea NASAMS e ai missili da crociera JSM offre una delle soluzioni a basso costo più promettenti, il missile da crociera “Rusty Dagger”, a un prezzo forse 10 volte inferiore rispetto al Tomahawk.

Roberto Magnatantini, Lead Portfolio Manager

Spese recenti di munizioni per la difesa aerea e missilistica



STRATEGIA GLOBALE

ODISSEA DEI MERCATI

All'apparenza, gli indici azionari globali vicini ai massimi fanno sembrare che vada tutto bene. L'interpretazione del nostro Comitato, tuttavia, è che questa calma si basi sull'idea di un "mondo nuovo" che merita un'analisi approfondita. In primo luogo, i rischi geopolitici persistono mentre lo Stretto di Hormuz continua a essere chiuso. Secondariamente, nonostante l'affermazione della leadership azionaria, l'AI trading resta una fonte intrinseca di fragilità, considerata la rapida crescita della sua importanza per i mercati finanziari e l'economia. In terzo luogo, il peggioramento delle finanze pubbliche e il conseguente rischio di rendimenti più alti più a lungo aggiungono un'altra linea di frattura, più strutturale.

L'economia statunitense continua a svolgere un ruolo di primo piano a livello globale, anche se i dati principali tendono a sottovalutarne la forza: nel secondo trimestre il PIL reale è cresciuto dell'1,5% su base annua, trainato soprattutto dagli acquisti privati, mentre il saldo commerciale netto e la riduzione delle scorte hanno sottratto complessivamente 1,7 punti percentuali. Ancora più sorprendente è la crescita del 7,9% del PIL nominale, che si riflette direttamente nella crescita sostenuta degli utili societari. Nel secondo trimestre, in Europa la crescita del PIL ha sorpreso al rialzo e i PMI sono aumentati, mantenendo inalterate le speranze di una ripresa più solida, anche se uno shock energetico potrebbe far vacillare questa tesi (la Germania è in ritardo con lo stoccaggio rispetto alle controparti in vista dell'autunno). La crescita cinese resta ferma intorno al 4,5% e il 15° Piano quinquennale svelato di recente presenta scarse novità: si continua a puntare sull'autosufficienza per la tecnologia e l'IA lato offerta, con impegni moderati e privi di obiettivi concreti per risolvere il problema di un consumo interno cronicamente debole.

In questo contesto, l'azionario globale ha continuato a registrare un andamento positivo, con una partecipazione sempre più ampia favorita dal superamento, quasi contemporaneo, di tre diversi fattori: i prezzi del petrolio, trainati da Hormuz, sempre volatili ma stabilizzatisi intorno agli 85 dollari al barile, sono passati in secondo piano, le aspettative di un aumento dei tassi si sono placate, almeno per ora, e la fase di disinvestimento legata all'IA ha trovato un supporto sia tecnico che fondamentale, dopo che l'hedge fund *Situational Awareness* è stato assorbito senza effetto contagio e grazie a una serie di risultati rassicuranti da parte di Microsoft. La maggior parte del merito, tuttavia, va attribuita alla stagione degli utili, che ha registrato risultati estremamente positivi e ha concretamente favorito il rally, anziché lasciarlo esclusivamente in balia del sentiment di mercato. I mercati valutari e dei tassi di interesse raccontano una storia più complessa: il dollaro ha perso terreno a causa dell'interventismo del Tesoro USA, che prima si è unito al Giappone nel sostenere lo yen, poi ha annunciato il raddoppio dei riacquisti di Treasury a lunga scadenza, mentre i tassi globali a lungo termine sono rimasti ostinatamente vicini ai recenti massimi, a dimostrazione che i Bond Vigilantes non si sono placati del tutto. Altrove, l'oro ha registrato un forte rimbalzo, sostenuto dal riaccendersi dei timori di svalutazione della valuta dopo gli annunci del Segretario del Tesoro Scott Bessent.

Lo scenario di base del Comitato continua a mostrare una crescita positiva costante, un'inflazione persistente ma accettabile e un percorso lento e accidentato verso la normalizzazione dei tassi in un mondo sempre più frammentato. Tuttavia, questo mese le discussioni più accese non hanno riguardato l'inflazione in sé, che in effetti mostra segnali di attenuazione nonostante il persistente rischio di rialzo dovuto al contesto geopolitico, ma lo stato delle finanze pubbliche e dei rendimenti obbligazionari nel lungo termine. La politica monetaria "non è ancora tornata alla normalità", mentre diverse banche centrali dei mercati sviluppati prevedono nuovi rialzi più che tagli; tuttavia, a preoccupare il Comitato non è solo il tasso di riferimento, ma il quadro fiscale in rapido peggioramento che aumenta i rischi di predominio fiscale e, di conseguenza, spinge i mercati a richiedere un premio a termine

più elevato. È questo circolo vizioso - più che la sola stagflazione - a delineare uno scenario al ribasso: l'instabilità e le turbolenze sul mercato obbligazionario, insieme alla persistente inflazione di fondo e alla fase di disinvestimento legata all'IA, figurano tra i principali rischi estremi individuati dal Comitato.

L'ultimo sondaggio di BofA ML tra gli investitori lo conferma: il 27% degli intervistati cita un "aumento disordinato dei rendimenti obbligazionari" tra le principali preoccupazioni, in forte crescita su base mensile e in netta competizione con la bolla dell'IA.

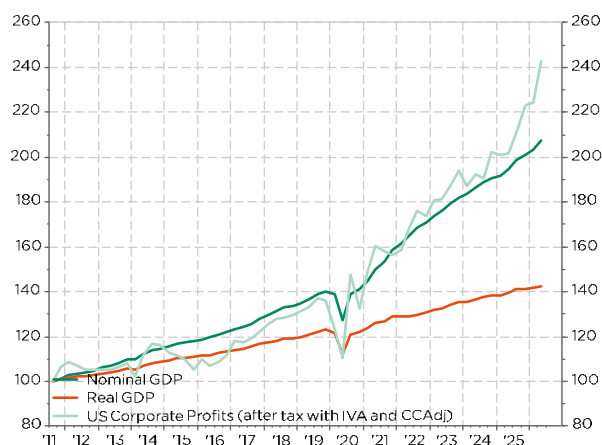
Se in questo mercato si sta formando una bolla, secondo il Comitato non risiede nelle valutazioni, che di fatto sono diminuite, ma nel ritmo di crescita degli utili. Il consensus prevede una crescita degli utili per azione (EPS) del 31% per l'MSCI AC World nel 2026 e un ulteriore 14% nel 2027 (guidato, ovviamente, dal settore IT, ma con una distribuzione molto più uniforme rispetto al passato), una corsa straordinaria che continua, perlopiù ininterrotta, da diversi trimestri. Va osservato che i rendimenti azionari degli ultimi dodici mesi sono in gran parte dovuti al miglioramento degli utili, più che all'espansione dei multipli. Di conseguenza, la narrativa del "mercato costoso" non regge; la domanda più corretta da porsi è se una crescita degli utili di questa portata possa continuare a crescere, non se gli investitori la stiano pagando troppo. Per ora, il Comitato non vede alcuna ragione per un cambiamento drastico: la crescita del PIL nominale resta solida, gli investimenti nell'IA continuano ad aumentare e, finché i tassi e la geopolitica non guasteranno la festa, il motore degli utili dovrebbe continuare a girare. Il Comitato è più cauto, invece, in merito a chi ne stia beneficiando.

Tutto questo, tuttavia, non ci ha spinto a rinunciare a un orientamento sostanzialmente neutrale e attendista verso le principali asset class. Nel segmento obbligazionario, il Comitato resta neutrale nell'allocazione, ma sottopeso sulla duration e sovrappeso sul credito. Sul fronte azionario, la preferenza per titoli di alta qualità continua, ma il team si sta tatticamente preparando a una maggiore ampiezza del mercato, mantenendo un'esposizione selettiva ai nomi dell'IA, affiancandoli a investimenti tematici orientati alla crescita secolare. In particolare, sulla scia del recente rally del mercato e del conseguente calo della volatilità il Comitato ha messo in atto alcune protezioni tattiche, coprendo parte del portafoglio azionario contro un calo nei prossimi mesi.

Fabrizio Quirighetti, CIO e Head of Multi-Asset

Gli utili seguono la crescita nominale

PIL reale e nominale degli Stati Uniti e profitti aziendali



CONTATTI

DECALIA SA

31, rue du Rhône | 1204 Ginevra
Tel. +41 22 989 89 89 | info@decalia.com

DECALIA SA

Rennweg 28 | 8001 Zurigo
Tel. +41 43 888 70 63 | info@decalia.com

DECALIA SIM SpA

Via F. Turati 29 | I - 20121 Milano
Tel. +39 02 211 56 21 | info-it@decalia.com

Copyright © 2026 by DECALIA SA. Tutti i diritti riservati. Il presente report non può essere presentato, riprodotto, distribuito, trasmesso o altrimenti utilizzato per creare opere derivate in alcuna forma, totale o parziale, con qualsivoglia mezzo, senza il consenso scritto di DECALIA SA.

Il presente materiale ha finalità puramente informative e non deve essere interpretato né come un'offerta o una sollecitazione di acquisto o vendita di uno strumento finanziario né come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente documento non intendono costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, i termini e i calcoli contenuti nel presente documento sono puramente stime e soggetti a modifiche senza preavviso. Le informazioni fornite sono ritenute affidabili; tuttavia, DECALIA SA non ne garantisce la completezza o accuratezza. Le performance passate non sono indicative di risultati futuri.

Le fonti esterne comprendono: LSEG Datastream, Bloomberg, FactSet, indicazione CSIS delle spese per intercettori rese pubbliche.