



SERENIS

FAMILY CAPITAL

Monthly Markets Chronicle

Novembre 2025



1995 - 2025

Three decades of trust, expertise, and serenity.

Ripensare il patrimonio nell'era delle trasformazioni

Il mese di novembre ha rappresentato un nuovo banco di prova su larga scala per l'euforia che circonda gli investimenti nell'intelligenza artificiale. Registrando la sua prima performance mensile negativa da marzo, il Nasdaq ha riflesso i primi dubbi del mercato sulla sostenibilità del ritmo vertiginoso delle spese d'investimento legate all'IA. Alcuni titoli tecnologici hanno persino subito perdite dell'ordine del 20%.

I toni accomodanti dei membri della Fed hanno tuttavia contribuito a limitare i danni a fine mese, offrendo così un sostegno ai mercati finanziari. Ma non lasciamoci ingannare: la reazione molto positiva dei beni rifugio come l'oro tende a confermare che l'incertezza economica e geopolitica rimane ben radicata nell'attuale contesto.

*In questa edizione, il nostro Thinking Forward esplora una prospettiva analitica tanto potente quanto raramente utilizzata: quella dei **Primi Principi**. In un momento in cui le certezze ereditate dal XX secolo si incrinano una dopo l'altra, continuare a gestire un patrimonio basandosi esclusivamente su analogie del passato equivale a procedere su un campo di battaglia con una mappa obsoleta.*

Esiste però un'altra via, più esigente ma infinitamente più illuminante. Il metodo dei Primi Principi, che impone di ripartire dai vincoli reali del mondo fisico, geopolitico e istituzionale, offre una nuova chiave di lettura per comprendere ciò che è realmente possibile, duraturo e investibile.

Per gli investitori di lungo periodo, è molto più di uno strumento: è un modo per riconquistare un vantaggio in un regime che sta cambiando in profondità. Ed è proprio questo che vi proponiamo di esplorare nelle pagine che seguono.



Commenti del mese di novembre

Dopo diversi mesi sostenuti dall'entusiasmo per i titoli tecnologici, novembre ha segnato una sorta di rottura. La nebbia che avvolge le prossime decisioni della Fed, insieme ai crescenti interrogativi sulla sostenibilità delle spese legate all'intelligenza artificiale, ha favorito un ritorno alla prudenza. In questo clima, i mercati hanno seguito traiettorie divergenti, a vantaggio dei valori difensivi e di alcune aree geografiche più resilienti.

La Svizzera si è distinta per la solidità dei suoi titoli difensivi. Il settore sanitario ha svolto il proprio ruolo di rifugio di fronte ai dubbi sulla tecnologia, mentre i comparti dei consumi e dell'industria hanno beneficiato di una doppia dinamica: il ritorno alla qualità e la prospettiva di un nuovo accordo commerciale con gli Stati Uniti, che offre una visibilità particolarmente positiva per gli esportatori.

Indici azionari	Valore	Mese	2025
S&P 500 (USA)	6 849	0.1%	16.4%
Nasdaq 100 (USA)	25 435	-1.6%	21.0%
Euro Stoxx 50 (Europe)	5 668	0.1%	15.8%
SMI (Switzerland)	12 834	4.9%	10.6%
Nikkei 225 (Japan)	50 254	-4.1%	26.0%
CSI 300 (China)	4 527	-2.5%	15.0%
Valute	Valore	Mese	2025
EUR/USD	1.160	0.5%	12.0%
USD/CHF	0.804	-0.1%	-11.4%
EUR/CHF	0.932	0.4%	-0.8%
GBP/USD	1.324	0.6%	5.7%
USD/JPY	156.180	1.4%	-0.6%
Indici obbligazionari		Mese	2025
Government USA		0.6%	6.7%
US Corporate IG		0.7%	8.0%
US Corporate HY		0.6%	8.0%
Government EU		0.1%	1.1%
EU Corporate IG		-0.2%	2.9%
EU Corporate HY		0.2%	4.4%
Altre classi di attivi	Valore	Mese	2025
Gold	4 239	5.9%	61.5%
Brent Crude	63	-2.9%	-15.3%
Bitcoin	90 915	-16.9%	-3.0%
Tassi / Indicatori	Valore	Δ Mese	Δ 2025
US 10 years rate	4.01%	-0.06%	-0.56%
GER 10 years rate	2.69%	0.06%	0.32%
US Unemployment	4.4%	0.0%	0.2%
Volatility Index (VIX)	16.4	-1.1	-1.0

Dall'altra parte dell'Atlantico, il quadro è stato più contrastato: quando la tecnologia esita, l'effetto si fa sentire sull'intero mercato. Lo dimostra l'S&P 500, rimasto pressoché invariato, mentre il Nasdaq ha perso l'1,6%. Le dichiarazioni prudenti di vari membri della Fed sulla futura traiettoria dei tassi hanno ulteriormente pesato sul sentiment. Parallelamente, gli annunci di Google riguardo ai nuovi chip TPU, così come i solidi risultati di NVIDIA — accolti però con una certa cautela — hanno alimentato questo movimento di riposizionamento.

Fortemente esposto alla tecnologia e ai semiconduttori, il mercato giapponese è stato penalizzato da questa dinamica. Dopo il forte progresso di ottobre, l'indice ha vissuto un mese più delicato, arretrando del 4,1%.

In questo contesto prudente, l'oro ha ritrovato il suo status di bene rifugio, guadagnando il 5,9% nel mese. La prospettiva di un nuovo taglio dei tassi a dicembre e il rallentamento graduale dell'economia statunitense hanno sostenuto la domanda per il metallo giallo. Inoltre, i primi segnali di moderazione del mercato del lavoro americano hanno ulteriormente rafforzato questa tendenza.



Il nostro posizionamento attuale

Nel mese di ottobre, la Federal Reserve statunitense ha proseguito la propria politica di allentamento monetario, riducendo i tassi di interesse di 25 punti base, in linea con le aspettative del mercato. Questa decisione porta i tassi al 4 %, ma, come ha sottolineato Jerome Powell durante la conferenza stampa, non c'è unanimità riguardo a un nuovo taglio previsto per dicembre. Alcuni membri della Fed propongono ora una pausa, considerando una crescita economica ancora solida e un'inflazione che rimane elevata, al 3 % secondo l'ultima rilevazione. Le banche centrali si trovano così a un bivio, divise tra il desiderio di mantenere la forza del mercato del lavoro e il timore che un ritorno a una crescita più sostenuta possa riaccendere le pressioni inflazionistiche.

Da parte sua, la Banca Centrale Europea (BCE) ha optato per lo statu quo nella riunione di ottobre, mantenendo i tassi di riferimento al 2,00 %, mentre l'inflazione di fondo si è attestata al 2,4 %. A livello globale, la tendenza generale rimane quella di un allentamento delle condizioni finanziarie, che ha sostenuto la crescita dei principali indici azionari nel mese di ottobre, con rendimenti regionali compresi tra l'1 % e il 4 %.

Di fronte a questo contesto, il Comitato d'Investimento ha preso atto degli sviluppi e continua a mantenere una posizione di liquidità significativa per cogliere le opportunità future. Il posizionamento obbligazionario rimane invariato, con una sottoponderazione del segmento high yield, giustificata da spread storicamente bassi nonostante i primi segnali di tensione nel mercato del debito privato, evidenziati dal fallimento molto mediatico di First Brands.

Per quanto riguarda le azioni, la valutazione del mercato statunitense è stata rivista al rialzo a neutrale, sostenuta da un'eccellente stagione di risultati trimestrali e dalla stagionalità favorevole di fine anno, mentre viene mantenuta una posizione neutrale sui mercati europei ed emergenti.

Tra le strategie satellite, i temi di "strategic focus" hanno mostrato risultati contrastanti: i metalli preziosi, guidati da argento (+4 %) e oro (+3 %), si sono distinti tra i vincitori, mentre il Bitcoin ha corretto del 4 % dopo il suo recente rally.

Il Comitato ha inoltre deciso di implementare un nuovo tema incentrato sull'energia, in linea con la volontà di Serenis di anticipare opportunità sottovalutate. Il settore del gas e del petrolio presenta un potenziale attraente e spesso sottostimato, offrendo una decorrelazione utile rispetto alla tecnologia e rendimenti da dividendo superiori all'8 %, in particolare nelle infrastrutture energetiche. Questo nuovo investimento è stato finanziato attraverso una vendita parziale delle mid cap statunitensi, che, nonostante una solida performance (+10 % da inizio anno), hanno faticato a sovraperformare il mercato nel suo complesso.

Infine, il Comitato ha proseguito la riflessione sul tema degli asset strategici statunitensi e ora valuta di estendere questo approccio ad altre regioni sviluppate: Europa, Giappone, Canada e Australia. In particolare in Europa, la crescente consapevolezza della vulnerabilità



dovuta alla dipendenza eccessiva dalla Cina, come dimostra il caso Nexperia, rafforza questa convinzione. Mentre gli Stati Uniti hanno chiaramente mostrato la volontà di mettere in sicurezza le proprie catene di approvvigionamento strategiche, altrove questo approccio rimane ancora timido. La nostra proposta di ampliamento del tema si inserisce proprio in questa logica.

In questo contesto, diversificazione e selettività restano i principi guida della nostra strategia d'investimento, garanzia di una gestione prudente del rischio e al tempo stesso della capacità di cogliere le opportunità che potrebbero emergere nelle prossime settimane.

Portafoglio « Core »

	% SAA		%TAA
Cash	5%	↗	7.5%
Obbligazioni	45%	✓	42.5%
Investment Grade	20%	=	20.0%
Sovereign Debt	15%	=	15.0%
High Yield	10%	✓	7.5%
Azioni	50%	✓	50%
US markets	30%	✓	30%
European markets	15%	=	15.0%
Emerging markets	5%	=	5.0%

Investimenti « Strategic focus »

Temi	%	Dal
<i>Inflation shield</i>		
- Oro	6.10%	29.12.2023
- Argento	0.80%	28.02.2025
- Platino	0.70%	30.05.2025
- Bitcoin	0.20%	31.07.2025
<i>Re-Care-Nation</i>		
-Biotechnologies	1.00%	03.12.2025
-Healthcare	1.50%	03.12.2025
<i>Strategic Ressources</i>		
-Energy Infrastructure	3.00%	03.12.2025
- Uranio	1.00%	29.12.2023
-Petrolio e gas	1.25%	31.10.2025
<i>Strategic Security</i>		
-Quantum Computing	1.20%	03.12.2025
- Difesa	2.40%	30.04.2024
<i>US & Friends</i>		
- Latin American Market	1.50%	03.12.2025
-Swiss Market	1.00%	03.12.2025
<i>USD Debasement</i>		
- Emerging debt	2.50%	30.09.2025

Balanced USD Portfolio



First Principles

«L'uomo di carattere trova un'attrazione particolare nella difficoltà, poiché solo affrontandola può realizzare pienamente le proprie possibilità.»

Charles de Gaulle, Il filo della spada (1932)

Il 22 agosto 1914, all'inizio della Prima Guerra Mondiale, l'esercito francese si mette in movimento nelle Ardenne e in Lorena. L'alto comando è convinto che l'"offensiva ad oltranza" — slancio, coraggio, sacrificio — permetterà di spazzare via le forze nemiche. Il Piano XVII, elaborato pazientemente in tempo di pace, prevede uno scontro rapido e decisivo. Si avanza in colonne serrate, con pantaloni rossi e bandiere al vento. La guerra è concepita come una nuova, più vasta edizione dei conflitti del XIX secolo: un confronto di volontà deciso dalla manovra. La realtà, però, è già cambiata nella sua natura. Le mitragliatrici, l'artiglieria pesante ad alta cadenza e la mobilità ferroviaria hanno trasformato il campo di battaglia. Di fronte a posizioni difensive moderne, gli assalti frontali si trasformano in carneficine. Questa giornata rimarrà la più sanguinosa della storia militare francese, non perché agli uomini mancasse il coraggio, ma perché i loro comandanti proiettarono schemi antichi su un regime tecnologico radicalmente nuovo.

Questa vicenda va oltre il campo degli storici; illustra un pericolo che minaccia direttamente i grandi patrimoni di oggi. Nel 1914, furono visioni strategiche inadatte a frantumarsi. Nel XXI secolo, rischiano di esserlo i capitali stessi se si continua a ragionare come se l'ordine del 1945 — Pax Americana, globalizzazione profonda, energia abbondante e disinflazione strutturale — fosse ancora intatto. Per evitare questa ripetizione, non si tratta di gettare via l'esperienza accumulata, né di rinunciare al ragionamento per analogia. Cercare nel passato cicli comparabili e basarsi sulle correlazioni storiche rimane un metodo indispensabile per orientarsi quotidianamente e prendere decisioni rapide. Tuttavia, l'analogia diventa insufficiente, persino pericolosa, quando viene usata da sola in un momento in cui il regime stesso sta cambiando.

È qui che interviene il ragionamento per Primi Principi, non come sostituto dell'esperienza, ma come strumento di verifica fondamentale. Là dove l'analogia ci dice "ciò che è accaduto prima", i Primi Principi ci obbligano a guardare "ciò che è fisicamente e strutturalmente possibile ora". Questa disciplina consiste nel ripartire dai vincoli di base — fisici, energetici, istituzionali, demografici — per mettere alla prova la solidità delle nostre convinzioni d'investimento. In un ambiente di rottura, questa doppia lettura è essenziale: l'analogia fornisce i riflessi, i Primi Principi forniscono la bussola.

È precisamente questa articolazione che ispira il modo in cui Serenis è stato strutturato: utilizzare l'esperienza dei mercati, ma validare ogni architettura patrimoniale alla luce delle nuove realtà del mondo reale.

La prima di queste realtà è la rottura geostrategica. Dalla fine della Guerra Fredda, l'industria finanziaria si è costruita sull'ipotesi implicita di un mondo stabile e integrato. Oggi, questo quadro si incrina. Passiamo da un mondo unipolare a un sistema di blocchi rivali in cui la competizione si gioca sulla tecnologia, sul controllo delle materie prime e sulla giurisdizione. Visto da un portafoglio, la "diversificazione geografica" ingenua



attraverso i grandi indici globali cessa di essere una protezione neutra. Applicare il filtro dei Primi Principi rivela che la sicurezza del diritto di proprietà dipende ormai dall'allineamento geopolitico. Non si tratta più soltanto di gestire la volatilità, ma di prevenire il rischio di confisca o di sanzioni. Ciò porta a privilegiare una forma di *friend-shoring* finanziario, concentrando il cuore del patrimonio in giurisdizioni i cui interessi strategici siano allineati con quelli dell'investitore.

La seconda rottura è fisica. Per anni, la narrazione dominante ha esaltato la "dematerializzazione" dell'economia, giustificando una sottoponderazione degli attivi reali. Tuttavia, non appena si ritorna ai fondamentali, la realtà si impone: nessuna attività digitale funziona senza energia né infrastrutture. Non si tratta di contrapporre attivi intangibili ed economia reale, ma di correggere una sottoponderazione strutturale dei secondi in portafogli costruiti all'ombra di un'energia abbondante e a basso costo. L'intelligenza artificiale non è una nuvola immateriale: è un'industria pesante che consuma quantità colossali di elettricità e metalli critici. Qui l'analogia con la bolla Internet degli anni 2000 è utile ma incompleta; deve essere integrata con un'analisi fisica che mostra come il valore si sposterà dal software verso coloro che controllano i colli di bottiglia materiali: l'energia programmabile, il rame, la rete. Il passaggio da una logica *just-in-time* a una logica *just-in-case* restituisce così un ruolo centrale agli attivi tangibili nella costruzione del portafoglio.

La terza rottura è finanziaria. Il regime dei tassi zero ha a lungo permesso al portafoglio 60/40 di funzionare come un'evidenza, con le obbligazioni a proteggere le azioni. Con il ritorno di un'inflazione più strutturale, alimentata dalla demografia e dalla frammentazione del mondo, questa correlazione automatica non è più garantita. Il modello 60/40 non diventa obsoleto — conserva la sua pertinenza in alcuni scenari — ma perde il suo statuto di verità universale. Deve ormai essere gestito come un'esposizione rischiosa a pieno titolo, e non più come un rifugio passivo. Continuare ad applicarlo senza discernimento significa riprodurre l'errore dottrinale del 1914: prendere per legge eterna ciò che non fu che una parentesi storica.

In Serenis, questa disciplina non resta sul piano delle idee; struttura il nostro modo di accompagnare il capitale paziente. Non cerchiamo di predire il futuro, ma di costruire architetture robuste. Concretamente, ciò inizia con una diagnosi delle vulnerabilità ereditate dal periodo di moderazione — eccesso di duration sovrana, dipendenza da giurisdizioni non allineate, sottoesposizione ad attivi reali critici, concentrazione implicita su alcuni temi di crescita — per poi aprire traiettorie di investimento verso le grandi discontinuità in corso: reindustrializzazione del blocco OCSE, ricostruzione delle infrastrutture energetiche, sovranità digitale e catena del valore del calcolo.

Entrare in questi temi di rottura non significa correre dietro ogni narrazione seducente né tentare di fare *timing* di mercato, ma impegnare capitale quando tre condizioni sono riunite. La prima è una forte convinzione, radicata nei Primi Principi: una logica industriale chiara (un bisogno non sostituibile), una logica geopolitica coerente (un blocco che abbia interesse a finanziare tale capacità) e una logica finanziaria ragionevole (valutazioni compatibili con un orizzonte lungo). La seconda è la capacità di sostenere la traiettoria: un orizzonte di detenzione compatibile con la ciclicità del settore, un quadro di rischio definito in anticipo, un posto esplicito nell'allocazione globale. La terza è il sequenziamento: piuttosto che un



trasferimento brusco del portafoglio, privilegiamo crescite progressive, dimensioni di posizione calibrate e punti d'ingresso scaglionati, affinché l'investitore possa beneficiare della tendenza strutturale senza dipendere da un unico prezzo d'acquisto o da un unico scenario. I nostri veicoli di convinzione sono concepiti come strumenti al servizio di questo approccio: non sono scommesse speculative, ma la traduzione operativa di queste logiche fisiche e geopolitiche in allocazioni disciplinate.

Nulla di tutto ciò è destinato a essere applicato in modo brutale o dogmatico. Non esiste un "patrimonio tipo" da imporre a tutti. La nostra cultura, profondamente elvetica, privilegia il consenso illuminato e la stabilità nel tempo. Alcuni investitori preferiranno una rapida inclinazione; altri un percorso più graduale, scandito da tappe e stress test regolari. L'essenziale è che ogni decisione importante venga presa con piena consapevolezza del cambiamento di regime, e non per semplice riconduzione di schemi passati. Il capitale paziente, se accetta di cambiare lente di lettura, può diventare una forza decisiva: ha il tempo e i mezzi per finanziare la ricostruzione della base materiale della nostra economia e consolidare i blocchi che garantiscono i suoi diritti, proteggendo così il suo valore reale nel lungo periodo.

In fondo, la vera domanda per i detentori di attivi non è sapere se l'epoca sia più pericolosa di ieri — lo è, sotto certi aspetti —, ma decidere con quale insieme di mappe mentali intendano affrontarla. L'episodio del 1914 ci ricorda il prezzo di uno scarto tra dottrina e realtà: non furono gli uomini a mancare di coraggio, ma i quadri intellettuali che si rivelarono obsoleti.

L'"uomo di carattere" di cui parla De Gaulle non è colui che si irrigidisce sulle proprie certezze, ma colui che trova nella difficoltà l'occasione per rivedere le proprie ipotesi, rinunciare ai comfort intellettuali divenuti pericolosi e allineare le proprie decisioni al mondo così com'è, e non come si sarebbe desiderato che rimanesse.

Nell'era delle rotture, il vero coraggio per un grande patrimonio non consiste più nel "resistere" dentro modelli concepiti per un altro secolo, ma nell'accettare quel lavoro di esame, selezione e ricostruzione — paziente e strutturato — che permette a dottrina, architettura e allocazione di evolvere senza perdere la rotta. È precisamente questo il lavoro che ci proponiamo di svolgere: prendere sul serio i vincoli del nuovo regime, senza cedere né al panico né alle mode, affinché coloro che ci affidano il loro capitale rimangano, in un mondo trasformato nella sua natura, non semplici passeggeri del sistema ma i veri architetti del proprio futuro.

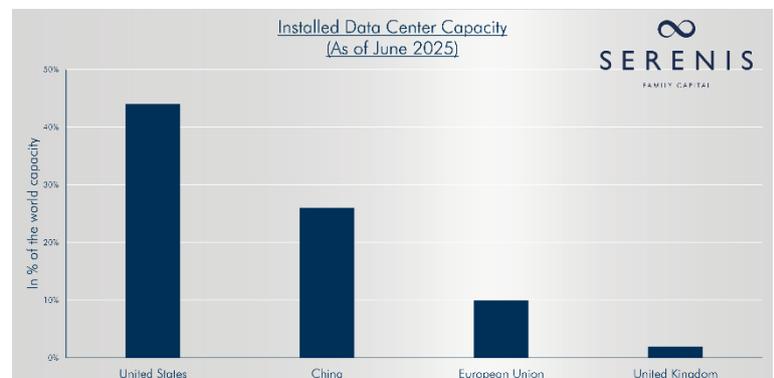
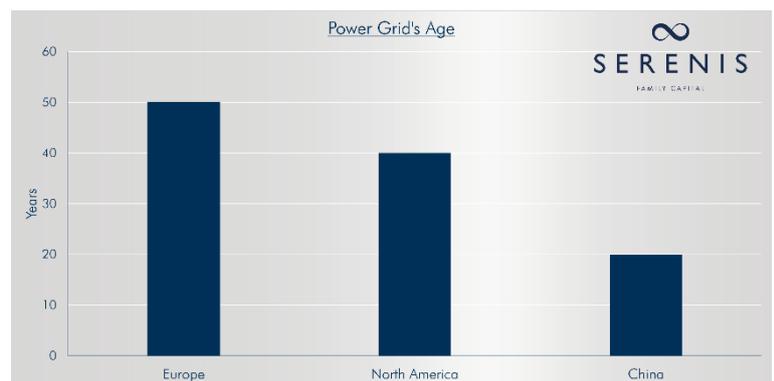
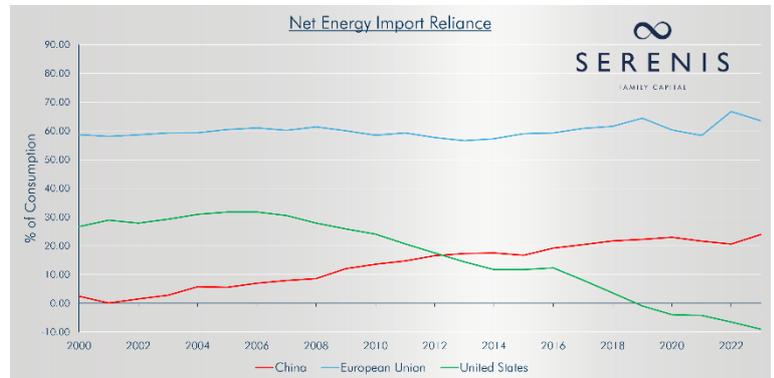


Tre grafici

L'indipendenza energetica costituiva una delle priorità politiche di Trump durante il suo primo mandato, con l'obiettivo di rafforzare la sovranità degli Stati Uniti. Otto anni più tardi, questo traguardo è stato raggiunto: il Paese può ormai rivendicare un notevole successo, essendo diventato esportatore netto di energia. Al contrario, gli europei sono ancora lontani da un risultato simile. La loro dipendenza dal gas russo rappresenta un primo avvertimento dei rischi legati alla mancanza di autonomia energetica. È forse giunto il momento di agire attraverso una rinascita del nucleare?

Il rapido dispiegamento dei data center, necessario per rispondere alla crescente domanda di capacità legate all'intelligenza artificiale, esercita una pressione significativa sulle reti elettriche. Questa tensione è amplificata dall'invecchiamento strutturale delle infrastrutture esistenti, in particolare in Europa, dove l'età media delle attrezzature raggiunge i cinquant'anni. L'Unione Europea dovrà avviare investimenti massicci e immediati per modernizzare la propria rete di distribuzione elettrica, poiché l'imperativo di resilienza e capacità sta diventando sempre più critico.

Il boom dell'intelligenza artificiale è stato ampiamente captato dalle grandi aziende tecnologiche americane. In questo contesto, non sorprende che la maggior parte dei data center sia oggi sotto controllo statunitense. L'Europa, dal canto suo, rappresenta solo circa il 10% della capacità mondiale. Saranno necessari sforzi sostanziali per colmare questo divario.





“Markets can only be understood backwards, but they must be invested thinking forward”

Serenis Family Capital

Esplanade de Pont-Rouge 1

1212 Grand-Lancy

+41 22 704 08 40

info@serenis.ch

www.serenis.ch