



S E R E N I S

FAMILY CAPITAL

Monthly Markets Chronicle

Dicembre 2025



1995 - 2025

Three decades of trust, expertise, and serenity.

Il crepuscolo della fluidità, l'alba della rarità

Il 2025 impone con chiarezza una realtà che i mercati avevano rimandato troppo a lungo: il reale ha ripreso il sopravvento sull'astratto. Questa svolta si è tradotta in una gerarchia delle performance priva di ambiguità. I metalli preziosi hanno dominato, sostenuti in particolare dall'argento (+147 %), mentre la difesa europea si è affermata come uno dei rari vettori strutturali di performance (+75 %). Al contrario, i titoli dei consumi hanno registrato un netto arretramento, segnale di un regime in cui i vincoli di costo, l'energia e la sovranità pesano più della semplice continuità della domanda.

In questo contesto di transizione, il nostro comitato di investimento privilegia una prudenza consapevole sugli asset rischiosi, mantenendo un livello di liquidità destinato a cogliere opportunità tattiche nelle fasi di dislocazione. L'allocazione alle strategie satellitari resta prossima al suo tetto del 25 %, riflettendo una volontà dichiarata di diversificazione e di ricerca di motori di performance meno dipendenti dai grandi indici.

Il nostro *Thinking Forward* si concentra sul rischio centrale del periodo: la tentazione, per le economie contemporanee, di restaurare un ordine monetario e finanziario le cui condizioni di coerenza sono scomparse. La moneta si ripolitizza e torna a essere uno strumento di potere. I vincoli energetici rallentano la diffusione su larga scala delle tecnologie più promettenti. I blocchi geopolitici, infine, si organizzano attorno a catene critiche e capacità industriali, in un contesto di colli di bottiglia strategici ormai ricorrenti.

Da quasi tre anni anticipiamo questa inflexione, che si legge come l'ingresso in un'era di Rarità Strategica. La rottura del rapporto S&P 500 / oro rispetto ai suoi riferimenti di lungo periodo ne offre una lettura particolarmente illuminante: l'erosione progressiva del premio di fiducia storicamente accordato agli asset immateriali e alle promesse di crescita disincarnata.

L'era della fluidità e dell'abbondanza relativa tocca il suo limite. Si apre quella della materialità sovrana, una fase in cui la creazione di alpha poggerà più sui metalli critici, sulle infrastrutture vitali e sulle leve dell'*hard power* che sull'esposizione passiva ai grandi indici. Riconoscere questo cambio di regime e adattarvisi diventa al tempo stesso una virtù gestionale e una condizione di solidità. Ciò consente di avanzare con serenità, arbitrare senza precipitazione e restare allineati con il reale.

Buona lettura e ricevete i nostri migliori auguri per questo nuovo anno.



L'anno 2025 in cifre

Il 2025 è stato un anno particolarmente favorevole per i patrimoni, sostenuto da performance positive nella maggior parte delle classi di attivo. La rapida dissipazione delle incertezze legate ai dazi doganali della primavera, unita all'accelerazione del tema dell'intelligenza artificiale, ha contribuito a creare un contesto di mercato favorevole. In questo scenario, l'S&P 500 ha registrato sette mesi consecutivi di rialzi a partire da maggio, chiudendo l'anno con una performance del +16%, pur venendo superato dall'Europa (Euro Stoxx 50: +18%) e soprattutto dai mercati emergenti (+30%).

I metalli preziosi si sono affermati come i grandi vincitori dell'anno, beneficiando di un contesto geopolitico teso, del deprezzamento del dollaro statunitense (-10%) e delle crescenti preoccupazioni sulla sostenibilità dei debiti pubblici. L'argento (+147%) e il platino (+127%) hanno registrato performance eccezionali, seguiti dall'oro (+60%). Anche i semiconduttori (+85%), le banche europee (+80%) e il settore della difesa in Europa (+75%) figurano tra le migliori performance del 2025.

Al contrario, la dispersione delle performance è rimasta marcata. Il petrolio (WTI) è sceso del -25%, a testimonianza dell'eterogeneità del comparto delle materie prime. I settori difensivi statunitensi, in particolare i Consumer Staples USA, sono rimasti stagnanti (-1%), mentre alcune grandi capitalizzazioni europee hanno subito forti correzioni, in particolare Pernod Ricard (-33%) e Novo Nordisk (-49%). Infine, il Bitcoin, nonostante un picco intorno ai 120.000 USD nel corso dell'anno, presenta una performance finale più contrastata.

Top 5 – Performances 2025	
Attivi / Settore	Perf
Argento	+147%
Platino	+127%
Semiconduttori	+85%
Banche europee	+80%
Difesa europea	+75%

Bottom 5 – Performances 2025	
Attivi / Settore	Perf
Novo Nordisk	-49%
Pernod Ricard	-33%
Petrolio (WTI)	-25%
USD	-10%
Bitcoin	-6%



Il nostro posizionamento attuale

Il mese di dicembre è stato segnato dal ritorno delle statistiche economiche statunitensi, dopo il più lungo “shutdown” governativo della storia recente. Gli investitori si sono quindi concentrati sul mercato del lavoro per ricalibrare le proprie aspettative di politica monetaria. I dati pubblicati sono stati contrastanti: ottobre ha registrato una perdita netta di oltre 100.000 posti di lavoro, mentre novembre ha mostrato un rimbalzo con 64.000 nuove creazioni. Analizzando più nel dettaglio, la maggior parte dell’aggiustamento proviene dal settore pubblico, con circa 172.000 posti federali soppressi. La diagnosi rimane tuttavia invariata: il mercato del lavoro si sta raffreddando, ma non si sta deteriorando. Questa dinamica è coerente con il graduale aumento del tasso di disoccupazione al 4,6%, ben al di sopra del minimo del 3,4% raggiunto nell’aprile 2023.

In questo contesto, la Fed ha effettuato a dicembre un ultimo taglio dei tassi per il 2025, segnalando al contempo di non voler accelerare ulteriormente l’allentamento monetario. Le aspettative implicite di mercato indicano ora due ulteriori tagli nel 2026, ma a un ritmo moderato. L’anno si è chiuso con la seconda stima del PIL statunitense del terzo trimestre, che conferma un netto recupero dell’attività: la crescita si è attestata al 4,3%, sostenuta da una solida crescita dei consumi delle famiglie, in aumento del 3,5%. Lungi dall’indebolirsi, il consumatore americano sta per il momento assorbendo l’impatto dei dazi, un segnale incoraggiante per il 2026. Parallelamente, l’inflazione prosegue il suo processo di normalizzazione intorno al 2,6%, collocando l’economia in uno scenario di tipo “Goldilocks”: crescita positiva senza surriscaldamento e inflazione in rallentamento, riducendo il rischio di recessione nel breve termine.

Questo contesto macroeconomico rimane favorevole agli asset rischiosi. Le principali borse mondiali hanno infatti registrato performance a due cifre sull’intero 2025, anche se dicembre non ha beneficiato di un vero e proprio “Santa Claus rally”. L’S&P 500 ha chiuso il mese sostanzialmente stabile, con una lieve flessione dello 0,05%, mentre gli indici europei sono avanzati di circa il 2%. Sul fronte obbligazionario, la fine dell’anno è stata più complessa: l’aumento dei rendimenti a lungo termine ha pesato sui prezzi, determinando un modesto calo dei principali indici.

Alla luce di questo contesto, il comitato di investimento ha scelto di mantenere un’esposizione complessivamente neutrale agli asset rischiosi, consapevole che valutazioni elevate aumentano meccanicamente il rischio di prese di profitto. Il posizionamento obbligazionario resta invariato: il segmento high yield rimane sottopesato, poiché gli spread si collocano su livelli storicamente compressi, mentre emergono i primi segnali di tensione nel debito privato non quotato.

Viene mantenuta una quota di liquidità per poter intervenire rapidamente in caso di correzioni e cogliere punti di ingresso più interessanti.

Le strategie satellite, da parte loro, hanno chiuso l’anno con un bilancio molto positivo.



I metalli preziosi si sono distinti ancora una volta: l'argento è salito del 25%, il platino del 22% e l'oro del 2%, mentre l'uranio fisico si è apprezzato del 7% sulla scia del rinnovato interesse per il nucleare. Anche il tema della difesa ha mostrato una buona tenuta, con una performance media di circa il 5%. Al contrario, Bitcoin ha nuovamente svolto un ruolo di elemento disturbante, con un calo del 4% nel mese; tuttavia, dopo un dibattito, il comitato ha deciso di mantenere questa esposizione marginale.

Sono stati proposti nuovi temi per arricchire l'universo satellite, in particolare la robotica e il value giapponese, che potrebbero beneficiare della progressiva normalizzazione dei tassi di interesse in Giappone. Il comitato si esprimerà il prossimo mese sulla loro eventuale inclusione. Chiudiamo così il 2025 con una quota satellite prossima al suo limite massimo del 25%, riflesso di una chiara volontà di diversificazione in un mondo in rapida riconfigurazione. Nel 2026, la gestione del rischio dovrà rimanere all'altezza della potenziale volatilità derivante dagli sviluppi geopolitici.

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%

USD Balanced Portfolio

Portafoglio « Satellite »

Issue Name	Weight
Inflation Shield	
Gold	5,00%
Silver	0,50%
Platinum	0,50%
Bitcoin	0,20%
Re-Care-Nation	
Biotech Sector	1,00%
Health Care Sector	1,50%
Strategic Ressources	
Uranium	1,50%
Oil/Gas Exploitation & Production	0,60%
Energy Infrastructure	0,60%
Critical material	0,80%
Strategic Security	
Defense (DFNS)	1,00%
Defense (NATO)	1,00%
Quantum Computing	0,50%
US & Friends	
Latin American Market	1,25%
Swiss Market	1,25%
USD Debasement	
Emerging Debt	2,50%



Thinking Forward: Neomercantilismo 2.0

«Il futuro non è più quello di una volta.»
Paul Valéry, Regards sur le monde actuel, 1931

Il 28 aprile 1925, Winston Churchill, allora Cancelliere dello Scacchiere, annunciò alla Camera dei Comuni il ritorno della Gran Bretagna al gold standard, al tasso di cambio prebellico. Per l'élite finanziaria della City, il gesto non aveva nulla di audace: era un ripristino. Si tornava a un ordine ritenuto naturale, quello di un XIX secolo in cui la sterlina e il libero scambio britannico costituivano l'ossatura del mondo. Si riattaccava la moneta al mondo di ieri, come se un semplice aggiustamento tecnico fosse sufficiente a restaurare il regime che lo aveva reso coerente.

Eppure, il terreno si era già spostato. Il potere non si giocava più innanzitutto nella disciplina monetaria, ma in una densità industriale ed energetica che cresceva oltre Atlantico, più robusta e più adattabile ai flussi materiali del nuovo secolo. Questo cambiamento non assunse la forma di uno shock netto. Somigliò piuttosto a una successione di eventi apparentemente "indipendenti": lo spostamento delle riserve auree, l'ascesa del petrolio rispetto al carbone, il crescente divario nella capacità produttiva. Fu necessario attendere la crisi del 1929 e poi un nuovo conflitto mondiale perché l'evidenza si imponesse. Il regime e il centro del potere mondiale erano cambiati da tempo.

L'identificazione di un cambio di regime sfugge generalmente a chi lo vive, perché lo riduce a una serie di aggiustamenti tecnici. Si modificano parametri e regole pensando che il sistema sia ancora riparabile, semplicemente perché le istituzioni e il linguaggio abituali persistono. Questo porta a concentrarsi sul mantenimento di una meccanica la cui natura è già cambiata, anziché comprendere la nuova. È esattamente il rischio che ci minaccia: procedere per inerzia in un mondo governato da nuovi principi, continuando a ragionare con quelli vecchi. Continuare a credere che la fluidità sia la norma, che il commercio sia neutrale, che la moneta sia separata dalla politica, che le catene di fornitura siano soltanto una questione di costi. In altre parole, adattarsi in superficie restando immobili in profondità.

L'economia mondiale entra in una fase di inflessione dello stesso ordine. I pilastri dell'ortodossia degli ultimi quarant'anni — la banca centrale elevata a dottrina, la disciplina di bilancio presentata come prova di serietà, il primato del libero scambio, le catene globali ottimizzate — si indeboliscono di fronte a una realtà semplice: la politica e la geopolitica sono tornate. Erano state tenute a distanza da una parentesi di relativa stabilità, di energia abbondante e dall'idea che un mondo più interconnesso producesse meccanicamente cooperazione.

Quella parentesi si sta chiudendo. Il sistema non cerca più soltanto di preservare un equilibrio di mercato presentato come neutrale. Cerca di governare il potere sotto vincoli: sicurezza, continuità industriale, stabilità sociale, rivalità tra blocchi. Lo Stato torna a essere stratega e allinea bilancio, commercio, industria e regolazione all'interno di una stessa grammatica.



L'esempio americano è esplicito. I dazi non sono più un'irregolarità: strutturano un quadro e segnalano una preferenza. I programmi di rilocalizzazione e di sostegno pubblico non mirano soltanto a correggere "imperfezioni". Mirano a riorganizzare la base produttiva e a ridurre dipendenze ritenute critiche. Ben prima di questi, ma nella stessa logica, l'*Inflation Reduction Act* agisce come un magnete, incentivando le imprese ad aumentare la loro presenza negli Stati Uniti. I controlli tecnologici sulle esportazioni ne offrono un'altra illustrazione: non si tratta semplicemente di un "sì/no" su un prodotto. È una direzione fine attraverso licenze, eccezioni, regole extraterritoriali e la segmentazione delle catene del valore. L'obiettivo implicito non è necessariamente fermare un rivale di colpo, ma rallentarlo, incanalarlo e preservare il vantaggio della coalizione che controlla i segmenti rari. Il potere non consiste più soltanto nel produrre. Consiste nel controllare i colli di bottiglia, decidere quali restano aperti, quali devono rimanere stretti e quali diventano negoziabili.

Il settore tecnologico ci riporta al punto più materiale: l'energia. Due secoli di crescita si sono fondati innanzitutto su un'energia abbondante e a basso costo. La produttività è stata spesso un derivato di tale abbondanza, più che la sua causa. Quando l'energia torna a essere un vincolo, molti racconti si svuotano, perché confondono promessa e potenza. La novità del nostro tempo è la convergenza di più tendenze: rivalità strategica, reindustrializzazione, irrigidimento dei vincoli energetici, inasprimento regolamentare e fragilità delle catene.

In questo contesto, l'intelligenza artificiale può essere vista come un rivelatore. Concentra in un unico oggetto i vincoli del nostro tempo: bisogno di elettricità gestibile, finanziamenti massicci, reti sature, trasformatori rari, dipendenza da metalli ed equipaggiamenti specializzati, compromessi di localizzazione e questioni di controllo tecnologico. Mostra che il digitale non sfugge al reale: un'economia può sognare algoritmi, ma finisce per negoziare megawatt, linee, siti, acqua e processori.

Questa materialità ridefinisce il ruolo delle autorità monetarie. L'idea di una banca centrale totalmente separata dagli imperativi di sicurezza e di reindustrializzazione diventa difficile da sostenere, così come quella di un mondo che mantenga una libertà di movimento del capitale senza vincoli. Un mondo di riarmo, di transizione energetica e di rivalità tra blocchi è un mondo di arbitrati distributivi e, quindi, di tentazioni di controllo e orientamento del capitale. La moneta torna a essere politica perché deve finanziare asset il cui rendimento strategico può prevalere su quello finanziario immediato.

L'Europa, in questo contesto, deve evolvere rapidamente. La sua leva storica resta l'accesso al proprio mercato attraverso la norma. Quando impone standard di sicurezza, ambientali o di conformità, può dettare condizioni di produzione su scala globale. È un potere reale: quello della specificazione tecnica. Ma l'epoca impone una sfumatura severa: il potere normativo non sostituisce la coercizione materiale. Una difesa e una forza credibile si fondano su una base industriale: scorte, ritmo produttivo e capacità di sostenere uno sforzo prolungato. Senza questi elementi, l'Europa può fissare regole, ma non sarà mai in grado di farle rispettare.



In parallelo, la Cina affina una strategia che cerca meno l'autarchia che la leva discreta. Rafforza e afferma in modo più esplicito il controllo di alcuni segmenti difficili da sostituire nel breve termine: materiali, processi, raffinazione e componenti. Il recente esempio dell'uso del suo quasi monopolio sulle terre rare dimostra la capacità di iniettare rischio operativo nelle catene avversarie nel punto giusto. Dimostra anche che la globalizzazione "cooperativa" in stile cinese non era affatto così innocente per coloro che vi hanno creduto ciecamente.

È evidente che in questo nuovo regime l'ottimizzazione conterà meno della robustezza, e il profitto di breve periodo meno della potenza di lungo periodo. Gli asset più importanti saranno quelli che determinano l'infrastruttura del potere: reti energetiche, apparecchiature di rete, metalli e processi critici, capacità di raffinazione, difesa e componenti industriali.

Per l'investitore globale, la conclusione è meno una convinzione che una disciplina. In un mondo in cui «il futuro non è più quello di una volta», il rischio principale è continuare ad applicare, per riflesso, i principi di un regime che si allontana: la fluidità come norma, la neutralità delle regole, la stabilità come dato acquisito. Non si tratta di rinnegare gli strumenti del passato, ma di rifiutarsi di seguirli ciecamente quando il centro di gravità cambia. La geopolitica non è più uno sfondo: si riflette nel costo del capitale, nell'accesso agli input e nella visibilità dei flussi di cassa. La sfida diventa allocare con lucidità, privilegiando la continuità rispetto alla pura ottimizzazione, la materialità rispetto alla promessa e la resilienza rispetto alla perfezione teorica. Investire oggi significa accettare che il regime è cambiato e che la realtà è tornata.



Il grafico che dice tutto

Il rapporto S&P 500 / Oro misura la performance relativa degli asset finanziari statunitensi rispetto alla riserva di valore ultima. L'analisi della serie storica, che si estende dal 1928 al 2025, rivela una rottura strutturale di grande portata attualmente in corso. Dopo il crollo della bolla tecnologica nel 2000, quando il rapporto superò il livello di 5,0, seguì una lunga fase di consolidamento secolare. Successivamente, tra il 2011 e il 2024, il rapporto ha ritrovato slancio, sostenuto da un regime di repressione finanziaria senza precedenti: tassi di interesse artificialmente compressi e monetizzazione massiccia del debito sovrano da parte delle banche centrali.

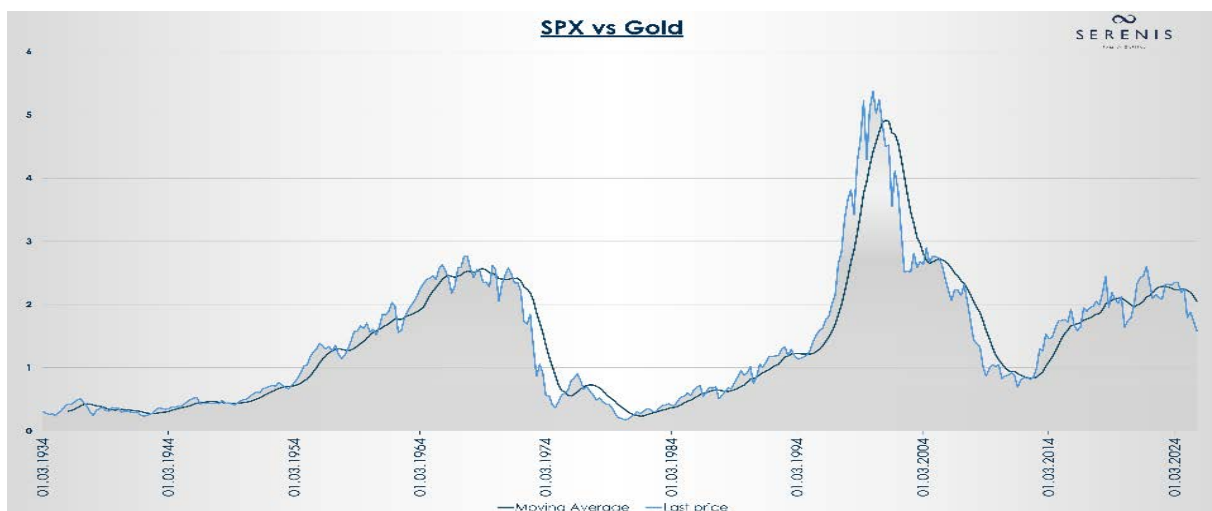
Lo slancio si è oggi invertito con una violenza rara. Nonostante la solidità dell'S&P 500 nel 2025 (+16%), il rapporto rompe al ribasso la sua media mobile a 20 periodi, segnando il probabile ritorno alla preminenza degli asset tangibili.

In Serenis Family Capital interpretiamo questo grafico come la validazione del nostro tema di "Rarità Strategica". Il tentativo dei mercati azionari di sovraperformare l'oro è fallito tecnicamente nel 2024. Entriamo nell'anticamera di un mercato ribassista secolare per il rapporto SPX/Oro. Qui non si invoca una liquidazione generalizzata delle azioni.

Si tratta piuttosto di una riorientazione fondamentale della fonte dell'alpha: la sovraperformance emergerà d'ora in avanti dagli asset reali e sovrani — oro, metalli critici, energie strategiche — e non dall'indicizzazione passiva agli indici azionari.

Il grafico rimane di un'eloquenza implacabile: il "premio di fiducia" concesso al sistema finanziario statunitense, il numeratore, si dissolve inesorabilmente di fronte alla riserva di valore ultima, il denominatore. Questo recente incrocio ribassista suona come un avvertimento solenne.

L'era del denaro facile, in cui prosperavano gli asset cartacei, potrebbe giungere al termine. Si apre quella della rarità strategica, in cui il controllo delle risorse tangibili.



One more thing...

"Someday the age of economic warfare will end. But we might miss it when it is gone."

Edward Fishman, *Chokepoints*

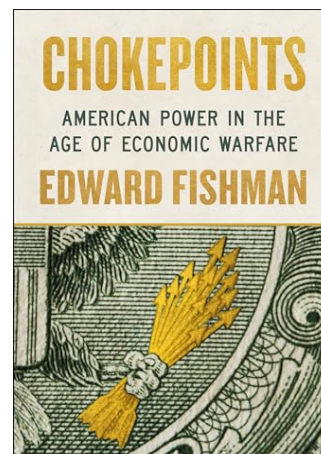
Chokepoints spiega in modo chiaro e convincente come la guerra economica americana non sia nata da una dottrina unica, ma da un apprendimento empirico. Ciò che oggi appare coerente si è costruito per iterazioni, e il libro lo mostra attraverso tre episodi strutturanti: l'Iran, Huawei e la Russia.

L'Iran funge da laboratorio. Costatare i limiti delle sanzioni "classiche" porta Washington a comprendere che la leva decisiva non è il commercio, ma l'accesso al sistema finanziario globale. Il bersaglio non è più soltanto lo Stato iraniano: lo sono anche banche, assicuratori, intermediari e controparti. Il potere diventa giuridico-finanziario: la minaccia di essere esclusi dal dollaro e dalle infrastrutture di pagamento instaura un riflesso di autocensura su scala globale. È l'atto fondativo del modello: produrre un effetto strategico massiccio facendo leva sugli incentivi e sui timori del settore privato.

Con Huawei, il dispositivo cambia scala. Non si tratta più di costringere un attore periferico, ma di contenere un rivale sistemico integrato nella globalizzazione. Gli strumenti vengono riutilizzati, ma spostati verso la tecnologia: controllo dei semiconduttori, delle apparecchiature, dei software e della proprietà intellettuale.

La Russia rivela la maturità — e i limiti — del metodo. Dopo il 2014, poi nel 2022, l'Occidente dispiega un arsenale completo: sanzioni finanziarie, restrizioni tramite SWIFT, congelamento delle riserve della banca centrale, misure sull'energia. Il salto è storico: le riserve cessano di essere "neutrali", le infrastrutture cessano di essere "apolitiche". Ma il successo ha un costo: accelera la presa di coscienza globale che l'ordine finanziario è anche uno strumento di potere, e dunque un oggetto di aggiramento.

La forza del libro sta nel mostrare la continuità: ogni crisi affina la precedente, ogni vittoria amplia il campo di applicazione, ogni eccesso rafforza le strategie di elusione. Si comprende allora che la frammentazione attuale non è un incidente, ma il prodotto logico di trent'anni di costruzione dei chokepoints.





“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