



S E R E N I S

FAMILY CAPITAL

Monthly Markets Chronicle

Agosto 2026



1995 - 2025

Three decades of trust, expertise, and serenity.

L'incertezza come disciplina

Agosto ha offerto un'ulteriore dimostrazione di quanto sia difficile interpretare i mercati finanziari attraverso un'unica narrativa. I mercati azionari hanno proseguito la loro avanzata, sostenuti dalla crescita degli utili e dall'entusiasmo legato all'intelligenza artificiale. Allo stesso tempo, l'oro e il Bitcoin hanno registrato forti rialzi, mentre i rendimenti a lungo termine statunitensi sono tornati sui massimi dell'anno. La propensione al rischio convive quindi con una domanda persistente di protezione contro l'inflazione, l'indebitamento pubblico e l'erosione monetaria. Diversi scenari possono pertanto apparire plausibili contemporaneamente. Questa ambiguità invita meno a scegliere un'unica narrativa che a preservare la capacità di affrontare scenari differenti.

È esattamente ciò che approfondiamo nel nostro Thinking Forward di questo mese. Attraverso gli scenari di stress elaborati da Norges Bank Investment Management, l'obiettivo non è tanto prevedere il futuro, quanto mettere alla prova la solidità di un ragionamento quando le ipotesi abituali smettono di funzionare. Una delusione legata all'intelligenza artificiale, la frammentazione geopolitica, una perdita di fiducia nel debito sovrano o uno shock alimentare: ciascuno di questi scenari produce effetti differenti e, soprattutto, ricorda che nessuna forma di protezione è universale. Ciò che funziona in un determinato regime può trasformarsi in un punto di debolezza in un altro.

Questa riflessione trova riscontro anche nei nostri tre grafici del mese. L'ascesa dell'intelligenza artificiale non può più essere ricondotta semplicemente a una storia di crescita tecnologica: richiede capitali, debito, infrastrutture e un consumo energetico crescente. A ciò si aggiungono tensioni più ampie legate alla sicurezza energetica e alla capacità fisica necessaria per sostenere lo sviluppo digitale. Dietro le narrazioni più potenti si stanno quindi creando dipendenze che occorre comprendere prima che si trasformino in vulnerabilità.

Il filo conduttore di questa edizione non è quindi tanto la ricerca dello scenario corretto, quanto la preparazione a diversi futuri possibili. I rischi, infatti, non si presentano in maniera isolata: possono susseguirsi, rafforzarsi a vicenda e trasformare in una vulnerabilità ciò che fino a quel momento era stato considerato una forma di protezione.

Nella gestione di portafoglio, perseguire l'invulnerabilità è illusorio. La vera robustezza consiste nell'attraversare lo shock mantenendo margini di manovra: assorbire le perdite, preservare la liquidità e conservare la libertà di investire nel ciclo successivo. La serenità non consiste nell'assenza di rischio, ma nella capacità di averlo considerato prima che si materializzi.



Mercati e posizionamento del Comitato d'Investimento

Il mese di agosto si è concluso con un ulteriore aumento dei mercati mondiali, ma con una gerarchia di performance particolarmente rivelatrice. Le azioni statunitensi continuano ad aumentare, con un aumento di S&P 500 del +2,6% e un Nasdaq 100 del +4,2%, mentre l'Europa (+1,0%), il Giappone (+3,0%) e la Cina (+0,8%) partecipano anche al movimento. Solo la Svizzera è leggermente in ritardo (-0,4%).

I veri protagonisti del mese sono stati tuttavia altri. L'oro è salito del 9,7% e il Bitcoin del 25,4%, superando ampiamente i principali indici azionari. Questo movimento simultaneo è particolarmente interessante: due attivi molto diversi hanno beneficiato della stessa ricerca di alternative alle valute tradizionali, in un contesto di debito pubblico statunitense sempre più elevato e di interventi del Tesoro volti a contenere le pressioni sui tassi a lungo termine. Parallelamente, il dollaro si è indebolito nel corso del mese, alimentando quello che alcuni investitori definiscono ormai il «debasement trade». Il Bitcoin ha inoltre beneficiato di un rinnovato ottimismo legato a una maggiore chiarezza del quadro normativo statunitense attraverso il Clarity Act.

Tuttavia, questa dinamica è stata messa alla prova alla fine del mese da Kevin Warsh in Jackson Hole. Per il suo primo intervento in qualità di Presidente della Riserva Federale, Warsh ha sottolineato la notevole resistenza dell'economia americana, la forza degli investimenti, di cui più della metà della recente crescita sarebbe legata allo sviluppo dell'IA, ma soprattutto all'inflazione ancora troppo lontana dall'obiettivo del 2%. Il messaggio era chiaro: fintanto che la disinflazione non è abbastanza convincente, la Fed deve mantenere l'opportunità di rafforzare ulteriormente la sua politica monetaria. Il discorso ha immediatamente rilanciato le aspettative di tassi più elevati e spinto i rendimenti obbligazionari verso l'alto.

Il contrasto è quindi evidente. I mercati azionari avanzano e oro e Bitcoin volano, mentre i tassi a lungo termine restano sotto pressione. Il Treasury statunitense a dieci anni ha chiuso il mese intorno al 4,75%, mentre l'omologo tedesco è salito di 12 punti base al 3,32%. Il

Indici azionari	Valore	Mese	2026
S&P 500 (USA)	7 686	2,6%	12,3%
Nasdaq 100 (USA)	29 457	4,2%	16,7%
Euro Stoxx 50 (Europa)	6 420	1,0%	10,9%
SMI (Svizzera)	14 286	-0,4%	7,7%
Nikkei 225 (Giappone)	66 312	3,0%	31,7%
CSI 300 (Cina)	4 625	0,8%	-0,1%
Valute	Valore	Mese	2026
EUR/USD	1,162	0,8%	-1,1%
USD/CHF	0,808	0,1%	2,0%
EUR/CHF	0,939	0,9%	0,9%
GBP/USD	1,355	0,5%	0,5%
USD/JPY	159,740	1,5%	1,9%
Indici obbligazionari		Mese	2026
Governo USA		0,3%	-0,5%
US Corporate IG		0,4%	-0,4%
US Corporate HY		1,0%	2,7%
Governo UE		-0,5%	-0,7%
UE Corporate IG		-0,2%	0,3%
UE Corporate HY		0,5%	2,1%
Altre classi di attivi	Valore	Mese	2026
Oro	4 437	9,7%	2,7%
Petrolio	90	0,4%	48,7%
Bitcoin	78 854	25,4%	-10,0%
Tassi / Indicatori	Valore	Mese	Δ 2026
Tasso USA 10 anni	4,75%	0,02%	0,58%
Tasso Germania 10 anni	3,32%	0,12%	0,47%
Disoccupazione USA	4,1%	-0,1%	-0,3%
Indice di volatilità (VIX)	14,9	-1,1	0,0



contesto continua a premiare l'assunzione di rischio, ma i segnali provenienti dagli attivi rifugio e dai mercati obbligazionari indicano che gli investitori restano preoccupati per l'inflazione, i disavanzi pubblici e il valore futuro delle valute.

In questo contesto, il Comitato per gli investimenti ha deciso di ridurre ulteriormente l'esposizione alle obbligazioni sovrane e sull'Alto Rendimento. I rendimenti nominali sono ancora attraenti, ma la persistenza delle pressioni inflazionistiche, le crescenti esigenze di finanziamento degli Stati e il rischio di un ulteriore aumento dei premi a termine ci inducono ad essere più cauti. Questa decisione mira anche a preservare la flessibilità in un ambiente in cui le correlazioni tradizionali tra azioni e obbligazioni diventano meno affidabili.

Il Comitato ha inoltre dedicato il suo dibattito mensile ad un rischio meno convenzionale: cosa succederebbe se OpenAI perdesse improvvisamente lo slancio nella generazione di ricavi? Una sfida al ritmo di adozione o monetizzazione dell'IA potrebbe essere trasmessa agli hyperscaler, ai semiconduttori, ma anche alle infrastrutture energetiche, al credito privato e gradualmente al mercato obbligazionario, in quanto le esigenze di finanziamento associate al superciclo di calcolo sono cambiate drasticamente. Questo dibattito non è uno scenario centrale, ma un utile esercizio di identificazione delle concentrazioni che talvolta si sviluppano al di là degli indici azionari.

Agosto ha quindi offerto un'immagine piuttosto fedele del regime attuale: mercati ancora sostenuti dalla crescita degli utili e dall'IA, ma al tempo stesso caratterizzati da una crescente ricerca di protezione dall'inflazione, dal debito e dalla svalutazione monetaria. La forte performance del nostro tema Inflation Shield, trainata in particolare da oro e Bitcoin, illustra l'importanza di mantenere fonti di rendimento differenziate all'interno del portafoglio.

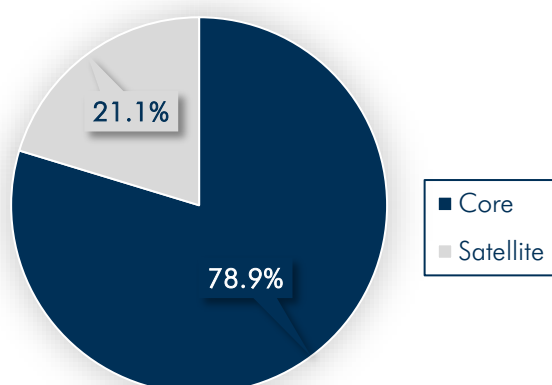
In un ambiente in cui diverse narrazioni possono coesistere, e talvolta contraddicersi, continuiamo a favorire la diversificazione, la flessibilità e la disciplina, per andare avanti senza estrapolare le tendenze del momento e per mantenere la serenità necessaria quando il mercato cambia il suo regime.



Il nostro posizionamento attuale

Core	78.9%
Cash	8.8%
US Market Equities	26%
European Market Equities	13.5%
Emerging Markets Equities	3.3%
Investment Grade Bonds	13.6%
Sovereign Debt Bonds	8.2%
High Yield Bonds	5.5%

Allocation Core - Satellite



Satellite	21.1%
Inflation Shield	5.2%
<i>Inflation Shield mira a preservare il valore nel lungo termine posizionando il portafoglio contro le pressioni inflazionistiche e il deprezzamento monetario, attraverso attivi resilienti adattati ai diversi regimi economici.</i>	
Re-Care-Nation	2.8%
<i>Re-Care-Nation combina l'esposizione alla sanità e alla biotecnologia al fine di cogliere la domanda strutturale di lungo periodo guidata dalla demografia, dall'innovazione e dal crescente fabbisogno sanitario mondiale.</i>	
Strategic Resources	3.6%
<i>Strategic Resources si concentra sulle risorse energetiche e sui materiali critici, puntando su attivi essenziali per la sicurezza energetica, la resilienza delle catene di approvvigionamento e l'autonomia strategica di lungo termine.</i>	
Strategic Security	4.3%
<i>Strategic Security si concentra sulla difesa, le infrastrutture di sicurezza e le tecnologie avanzate, beneficiando dell'aumento degli investimenti nella protezione e nella resilienza strategica.</i>	
Strategic Partners	2.8%
<i>Strategic Partners offre un'esposizione azionaria diversificata ai principali mercati allineati con gli Stati Uniti.</i>	
USD Debasement	2.4%
<i>USD Debasement combina diversificazione valutaria e generosi rendimenti obbligazionari al di fuori del blocco del dollaro, limitando al contempo l'esposizione al deprezzamento di lungo termine del dollaro statunitense.</i>	



Thinking Forward: L'ordine degli shock

Cosa rivelano gli scenari di NBIM su un portafoglio costruito per molteplici futuri

«Non è un gioco. È un addestramento alla guerra.»

- Parole attribuite a Karl von Müffling, 1824

Nel 1824, in un'Europa ancora segnata dalle guerre napoleoniche, il tenente prussiano Georg von Reisswitz presentò un singolare esercizio a Berlino. Una mappa topografica riproduceva il terreno. Piccoli blocchi comprendevano le unità. I loro movimenti sono regolati da regole, ma gli ufficiali che le comandano hanno solo informazioni incomplete. Essi ignorano alcune delle posizioni opposte, non sanno che resistenza incontreranno e devono decidere prima di conoscere le conseguenze dei loro ordini. Il Kriegsspiel non è destinato a prevedere la prossima guerra. Essa cerca di mettere gli ufficiali di fronte a situazioni che non hanno mai sperimentato per testare il loro giudizio prima che la realtà lo faccia. Secondo la storia pubblicata successivamente da uno dei partecipanti, il generale Karl von Müffling capisce che l'esercizio non è più un divertimento, ma un nuovo modo di formare il comando. Il gioco sarà gradualmente integrato nella dottrina militare prussiana.

Reisswitz aveva identificato una debolezza che va oltre il campo militare. Un'istituzione raramente fallisce perché ha mancato una previsione supplementare. fallisce quando le sue decisioni erano basate su relazioni che credeva fossero permanenti e che nessuno aveva seriamente testato.

Mettere alla prova le ipotesi

Due secoli dopo, Norges Bank Investment Management applicava lo stesso principio al suo portafoglio. Le carte dello Stato Maggiore cedevano il posto ai mercati, alle unità alle classi di attivi e alla nebbia della guerra all'incertezza dei prezzi, dei tassi e delle correlazioni. Eppure la domanda rimane la stessa: che cosa diventa una dottrina quando il mondo cessa di rispettare le ipotesi su cui è stato costruito?

La NBIM merita un'attenzione particolare qui. Gestisce il fondo pensionistico governativo Global, il più grande fondo sovrano al mondo. Alla fine del 2025, il suo valore era di circa 2.110 miliardi di dollari. Le sue partecipazioni in 7.200 società quotate, le sue migliaia di obbligazioni e le sue attività non quotate lo rendono una delle più grandi rappresentazioni dell'economia mondiale.

La sua dimensione non gli dà alcun potere predittivo particolare, ma l'obbliga a considerare il rischio in modo diverso. Un fondo di questa dimensione non può ritirarsi permanentemente dai mercati o trovare rifugio in alcuni beni troppo ristretti per il suo capitale. Il suo orizzonte è intergenerazionale: deve attraversare crisi con il sistema di cui detiene una quota significativa. È per questo motivo che i suoi test di stress contano, non descrivono il suo scenario centrale e non pubblicano alcuna probabilità di realizzazione, stimano gli effetti di mondi deliberatamente sfavorevoli sulle posizioni detenute al 31 dicembre 2025. Queste variazioni di valore a breve e medio termine, espresse in monete locali, non sono né previsioni né perdite attese; la loro utilità è altrove. NBIM cerca di sapere cosa succederebbe se ciascuna delle quattro ipotesi in gran parte integrate nei prezzi cessasse di funzionare.

Quattro mondi avversi

Il primo è che una rivoluzione tecnologica produrrà rapidamente i profitti necessari per pagare il capitale coinvolto. Nello scenario dell'intelligenza artificiale, gli investimenti nel calcolo, nei data center e nelle infrastrutture non generano i guadagni di produttività attesi. La tecnologia può trasformare l'economia; il mercato scopre tuttavia di aver sopravvalutato la sua monetizzazione o il prezzo ragionevole da pagare. La componente azionaria di NBIM perderà il 53%. L'aumento del 10% della componente obbligazionaria limiterebbe il calo del fondo al 35%.

La seconda ipotesi presuppone che l'interdipendenza globale rimarrà una fonte di efficienza piuttosto che di vulnerabilità. Nello scenario di frammentazione, l'economia è divisa in blocchi rivali. Le barriere commerciali, le restrizioni agli investimenti e le catene di approvvigionamento più ridondanti rallentano la crescita mentre l'inflazione persiste. Azioni, obbligazioni e attività reali scendono contemporaneamente. Il fondo perderebbe il 37%, lo shock più grave.

La terza considera ancora il debito sovrano come un'ancora senza rischi del sistema finanziario. In una regione, il deterioramento fiscale, l'incertezza politica e la minaccia di repressione finanziaria causano una perdita di fiducia. Le obbligazioni sovrane cessano di essere un rifugio. L'aumento dei tassi indebolisce i bilanci e aumenta il premio di rischio delle azioni. Nonostante il capitale attirato da altre giurisdizioni, il fondo scenderebbe del 32 per cento.

L'ultimo scenario esamina uno shock fisico che gli strumenti monetari e fiscali non riescono a contenere. Gli eventi meteorologici estremi colpiscono contemporaneamente due grandi regioni agricole. La caduta dei raccolti alimenta l'inflazione, erode i redditi reali e pone le banche centrali di fronte a compromessi difficili: sostenere l'attività senza aumentare gli aumenti dei prezzi. Il fondo perderebbe il 20%. Nata al di fuori della finanza, la crisi ha infine imposto i suoi vincoli alle condizioni finanziarie.

Questi scenari, presi separatamente, descrivono quattro crisi diverse: insieme, rivelano soprattutto l'instabilità di ciò che i mercati chiamano protezione. In tre casi su quattro, la componente obbligazionaria di NBIM si contrae contemporaneamente alle azioni. La duration sovrana di qualità svolge pienamente il suo ruolo di protezione contro la correzione disinflazionistica legata all'intelligenza artificiale. Quando lo shock viene dall'inflazione, dalla frammentazione o dalla fiducia sovrana, il suo comportamento può cambiare.

Rischi monitorati da diversi anni

Questi quattro scenari sono stati costruiti dalla NBIM, a prescindere dalla nostra lettura dei mercati. È proprio questo che li rende utili: ci permettono di testare le nostre convinzioni e la costruzione del portafoglio di fronte agli shock che non abbiamo definito noi stessi. Molti dei rischi che essi descrivono come investimenti eccessivi nell'intelligenza artificiale, nella frammentazione globale, nella fragilità sovrana e nello shock alimentare inflazionistico, tuttavia, si sovrappongono ai problemi che seguiamo da diversi anni.

Abbiamo affrontato per la prima volta i rischi dell'euforia tecnologica nell'agosto 2024, nel TF03, "Euforia tecnologica e lezioni del passato". Abbiamo distinto la realtà di un'innovazione dalla redditività del capitale impiegato per finanziarla. Una tecnologia può



cambiare l'economia in modo sostenibile distruggendo una parte considerevole del capitale investito nel suo sviluppo. La ferrovia del XIX secolo offre un precedente: l'infrastruttura poteva dimostrarsi valida ben prima che lo diventassero gli investimenti realizzati per finanziarla.

Più recentemente abbiamo esaminato il finanziamento dell'intelligenza artificiale, la concentrazione delle spese, le esigenze energetiche, il crescente uso del credito e il possibile divario tra l'utilità economica della tecnologia e il ritorno del capitale mobilitato.

La frammentazione è una convinzione ancora più fondamentale: Le nostre analisi del riarmo, della sovranità energetica, del neomercantilismo e delle strozzature l'hanno descritta non tanto come un fenomeno congiunturale, quanto come un cambiamento di regime. Per diversi decenni, l'economia mondiale ha cercato l'efficienza riducendo le scorte, concentrando la produzione e affidandosi ai fornitori meno costosi. Questa organizzazione si basava su un presupposto geopolitico che il flusso di beni, capitali, tecnologia ed energia rimarrebbe abbastanza aperto da garantire che la dipendenza non fosse diventata un'arma. Questa ipotesi si è indebolita. Gli Stati e le imprese convengono ora di pagare un premio per la sicurezza energetica, la resilienza logistica, l'accesso alle risorse e il controllo delle capacità industriali essenziali, che sostengono talune attività, ma che impone anche un costo al sistema. La duplicazione delle catene di approvvigionamento e la ricostruzione delle capacità sovrane mobilitano più capitali per produrre talvolta meno efficienti. Investire nei beneficiari della frammentazione non sfugge quindi al suo shock iniziale.

Dalla diagnosi al portafoglio

Queste riflessioni hanno contribuito alla costruzione di diverse delle nostre più antiche tesi Satellite: Strategic Security, Strategic Resources, Inflation Shield, Strategic Partners e USD Debasement. Esprimono varie possibili conseguenze del ritorno della scarsità, sovranità e rivalità monetaria. Non sono state create dopo la pubblicazione degli scenari NBIM e, tuttavia, non costituiscono la prova che ci saremmo aspettati ciascuno di essi.

La crisi alimentare è quella che abbiamo meno studiato direttamente, e alcuni dei suoi meccanismi appaiono nelle nostre esposizioni verso l'agricoltura, le materie prime e l'inflazione, ma non è stata oggetto di un Thinking Forward autonomo. Riconoscere i meccanismi già analizzati non dovrebbe portare a fingere che tutti gli scenari fossero stati anticipati. Le nostre pubblicazioni sono una finestra sul nostro modo di pensare, non l'esauriente inventario delle nostre posizioni o di tutti i rischi possibili.

Questa distinzione ci permette di comprendere il nostro modello Core/Satellite. Il Core porta la maggior parte dei premi di rischio necessari per creare valore a lungo termine. Mantiene un'esposizione alla crescita globale, ai redditi obbligazionari e alla capacità produttiva dell'economia. La sua funzione non è quella di evitare alcun declino. Una protezione permanente contro ogni possibile crisi assorbirebbe una parte significativa del rendimento che il capitale cerca di ottenere.

Il Satellite svolge una funzione diversa, permette di investire nelle conseguenze economiche di diverse possibili interruzioni senza rendere l'intero portafoglio dipendente da un'unica visione del futuro. Le sue tesi diverse possono essere rafforzate, ridotte o sostituite con



l'evoluzione dei meccanismi. Il Core dà continuità all'allocazione; il Satellite gli dà adattabilità. La liquidità preserva la capacità di agire.

Questa flessibilità non equivale ad assicurazioni. Una società di difesa può beneficiare per un decennio dell'aumento dei bilanci militari e perdere fortemente durante un panico di mercato azionario. Una miniera di rame può diventare indispensabile per la riindustrializzazione, pur subendo inizialmente gli effetti di una recessione globale. L'oro può proteggere contro l'erosione monetaria e essere temporaneamente venduto per soddisfare un bisogno di liquidità. Una buona tesi sul mondo in arrivo non garantisce la protezione in un momento in cui il vecchio mondo si sta disgregando.

Pertanto, un tema non costituisce necessariamente una copertura; mira ad introdurre un motore di rendimento la cui causa economica è diversa da quella già presente nel portafoglio. Se le diverse tasche dipendono effettivamente dallo stesso ciclo di credito, dalle stesse società o dalle stesse ipotesi di crescita, la diversificazione può sembrare reale sulla carta pur rimanendo concentrata economicamente.

Quando gli scenari si combinano

Il vero test appare quando gli scenari cessano di essere indipendenti. Possono susseguirsi, ma soprattutto rafforzarsi a vicenda.. Una crisi di fiducia nel debito sovrano aumenterebbe i tassi e il costo del capitale, indebolendo a sua volta il finanziamento delle infrastrutture necessarie per l'intelligenza artificiale, anche se gli importi del debito impegnati a sostenere questa espansione sono considerevoli. La frammentazione geopolitica potrebbe, da parte sua, perturbare le catene di approvvigionamento, limitare l'accesso a determinate risorse agricole o energetiche e aumentare la vulnerabilità a uno shock inflazionistico. Al contrario, una crisi alimentare prolungata manterrebbe l'inflazione ad un livello elevato, riducendo la capacità delle banche centrali di ridurre i tassi e potenzialmente aumentando le pressioni sia sulle finanze pubbliche che sugli investimenti di capitale più intensi.

Queste interazioni possono anche avvenire nel tempo. Un primo shock indebolisce l'economia, cambia i prezzi e riduce lo spazio di manovra disponibile per rispondere al prossimo. Una crisi può quindi preparare il terreno per un altro, amplificare o accelerare la trasmissione. Man mano che gli shock si susseguono, anche le forme di protezione disponibili possono cambiare natura.

La risorsa che ammortizza il primo shock può poi diventare una vulnerabilità al secondo. La durata che protegge da una correzione disinflazionaria può soffrire quando il rischio si muove verso l'inflazione o il debito sovrano. Una posizione legata alle risorse può diminuire durante la liquidazione iniziale prima di beneficiare degli investimenti innescati dalla crisi. La liquidità non elimina nessuna di queste perdite, ma riduce il rischio di dover vendere l'attivo più deprezzato e consente di riassegnare il capitale quando i prezzi e le correlazioni sono cambiati.

Nessun gestore può pretendere di coprire perfettamente quattro scenari i cui effetti sulle attività sono talvolta opposte. Nessun gestore può garantire che venderà prima di ogni ribasso, acquisterà sui minimi e individuerà correttamente l'ordine delle crisi. Non lo rivendichiamo. Questo limite è accettato con calma, in quanto è il punto di partenza per la gestione lucida del rischio piuttosto che per l'ammissione dell'impotenza.



Prepararsi è sapere perché ogni esposizione è tenuta, distinguere una caduta di prezzo da un'invalidazione della tesi, conservare una riserva di liquidità e mantenere la capacità di modificare l'assegnazione. Il nostro modello perderà la sua ragione d'essere se le tesi Satellite riprodussero semplicemente le stesse dipendenze del Core, se diventassero impossibili da contestare o se il portafoglio non avesse più i mezzi per agire dopo una prima perdita.

Dall'ottimizzazione alla resilienza

Gli scenari NBIM portano in ultima analisi ad una conclusione più ampia dell'unica misura delle perdite potenziali, e mostrano come un portafoglio costruito intorno alle relazioni che hanno dominato ieri possa diventare vulnerabile quando cessano di funzionare.

La nostra convinzione iniziale è che non stiamo attraversando una semplice successione di fenomeni congiunturali né una transizione puramente economica, bensì un cambiamento di regime al tempo stesso geopolitico, monetario e produttivo. Il mondo si sta evolvendo gradualmente da un ordine organizzato intorno all'efficienza, all'abbondanza di capitale, alla disinflazione e all'interdipendenza ad un ambiente in cui la scarsità, la sicurezza, la sovranità e il costo del capitale stanno riacquistando importanza decisiva.

In tale ambiente, l'ottimizzazione cambia oggetto. Costruire un portafoglio intorno alle uniche correlazioni osservate durante il regime precedente può produrre un'allocazione notevolmente efficiente fino a quando dura, ma particolarmente fragile quando cambia. La resilienza richiede il mantenimento dei margini di sicurezza, la diversificazione delle cause economiche del ritorno piuttosto che delle uniche categorie di attività, e il mantenimento di liquidità sufficiente per mantenere la libertà decisionale. Questa resilienza ha un costo d'opportunità quando i mercati rimangono calmi. Essa acquisisce il suo valore quando cambiano i rapporti tra crescita, inflazione, tassi e beni protettivi.

Ma un cambiamento di regime non si verifica istantaneamente o secondo un programma prevedibile. Il vecchio mondo non scompare durante la notte e il nuovo raramente progredisce in linea retta. Si manifesta con rotture, accelerazioni, battute d'arresto e lunghi periodi durante i quali i due regimi coesistono. Cambiare un portafoglio troppo bruscamente sarebbe trasformare una convinzione a lungo termine in una scommessa sul timing. Rifiutare di cambiare, invece, lo esporrebbe a rimanere ottimizzato per un mondo che sta scomparendo.

Questa adattabilità progressiva è proprio ciò che la nostra architettura Core/Satellite cerca di preservare. La griglia di analisi conta quindi tanto quanto le posizioni stesse. Dovrebbe permetterci di capire le cause di un declino, di distinguere una liquidazione temporanea da una invalidazione della tesi e di riassegnare il capitale quando i fatti cambiano. Gli scenari di NBIM ricordano che una risorsa capace di ammortizzare un primo shock può diventare una vulnerabilità al prossimo. Nessun portafoglio statico può essere ottimale in tutti questi mondi.

La resilienza non significa impedire ogni posizione di perdere. Si tratta di evitare un errore di scenario simile che contemporaneamente compromette il capitale, le sue future fonti di ritorno e la libertà di decisione.



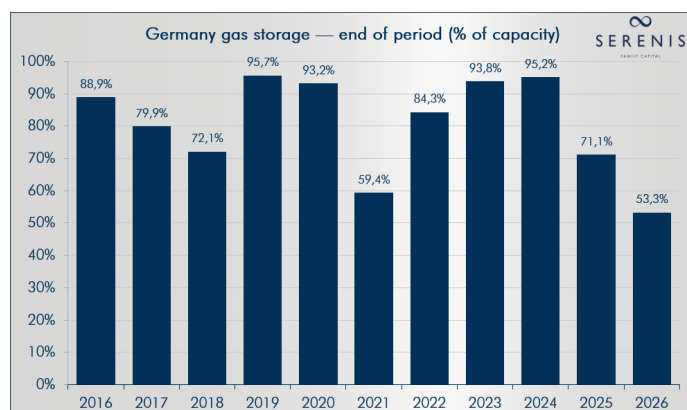
Ciò che deve sopravvivere allo shock non è quindi il prezzo quotidiano di ogni posizione, ma la capacità del portafoglio di assorbire la perdita, attraverso il prossimo shock e continuare a investire nel mondo che emergerà. Qui sta la serenità: non nella certezza del futuro, ma nella fiducia data ad un'architettura capace di evolversi gradualmente quando i fatti diventano più chiari.

Questa serenità si basa su una disciplina di Thinking Forward: guardare oltre le prestazioni passate, identificare le forze che stanno già trasformando l'ambiente economico e preparare il portafoglio per diversi futuri plausibili piuttosto che solo uno scenario centrale. Essa consente di andare avanti senza fretta, di correggere senza negare e di rimanere disponibile quando le opportunità appaiono al centro delle transizioni.

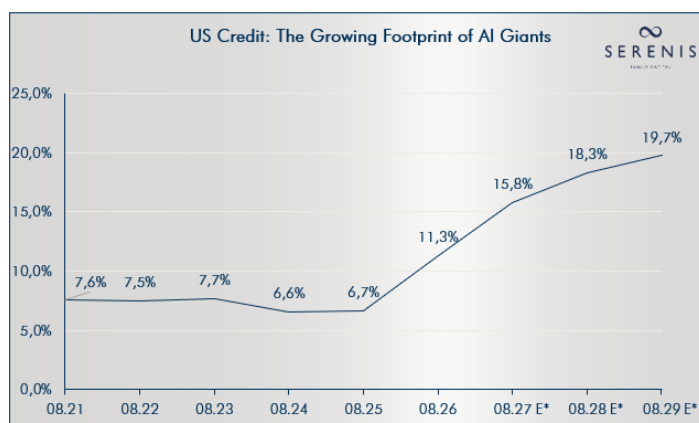


Tre grafici

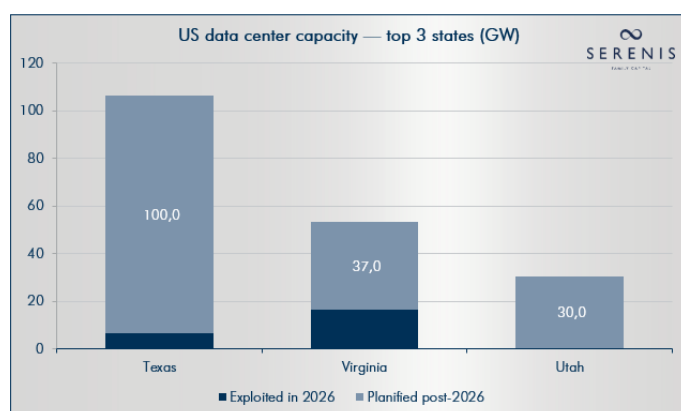
Al 31 agosto, gli impianti di stoccaggio del gas in Germania erano pieni soltanto al 53,3%, il livello più basso per questo periodo dell'anno nell'ultimo decennio. Il dato riflette obiettivi di stoccaggio ridotti e, soprattutto, le perturbazioni del mercato globale del GNL dall'inizio del conflitto con l'Iran. La Germania affronta quindi l'inverno con un margine insolitamente limitato. È auspicabile che sia mite: un periodo di freddo prolungato potrebbe rapidamente mettere sotto pressione le forniture e far nuovamente impennare i prezzi del gas.



L'IA sta ridisegnando anche il mercato del credito. Nell'estate del 2025, i cinque maggiori hyperscaler avevano circa 240 miliardi di dollari di debito obbligazionario, rispetto a oltre 530 miliardi oggi. Goldman Sachs stima che le loro emissioni potrebbero raggiungere i 400 miliardi nel 2027 e rimanere elevate anche in seguito. Di conseguenza, il peso dell'ecosistema IA in un importante indice passivo del credito Investment Grade statunitense è passato dal 6,7% all'11,3% in un anno e, secondo le nostre stime, potrebbe avvicinarsi al 20% entro il 2029. Una concentrazione che rende la gestione attiva del credito più essenziale che mai.



La sfida del Texas non è più soltanto energetica, ma sta diventando anche economica, sociale e politica. Può lo Stato americano alimentare lo spettacolare boom dell'IA senza trasferirne i costi sulle famiglie, indebolire la rete elettrica o provocare una reazione negativa della popolazione?





*“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