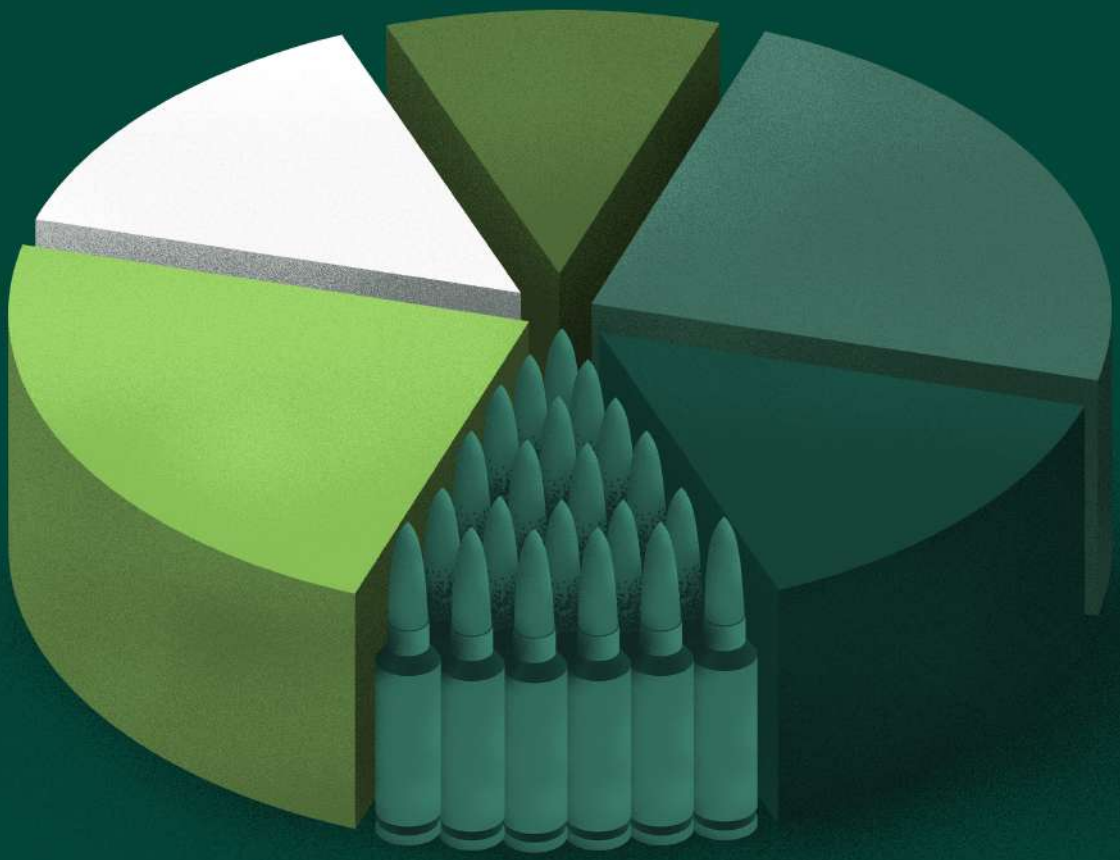
Intelligenza Patrimoniale

IDEE, STORIE, APPROCCI PER UNA SERENITÀ FAMILIARE



QUANDO LA GUERRA ENTRA NEI BILANCI

Impresa e comunità: l'evoluzione del lavoro
Intervista a Cristina Di Bari

Il mattone, oggi, è una strategia
Intervista a Marco Daghero

Getting Things Done
Intervista a Daniela Arrigoni

Anno 2026
N.10
WWW.INTELLIGENZA-PATRIMONIALE.IT



Giovanni Cuniberti

Docente a contratto presso
la Scuola di Management
ed Economia all'Università
degli Studi di Torino

Amministratore Delegato
Cuniberti & Partners SIM S.p.A.

Autore del libro:
"Intelligenza Patrimoniale"

Editoriale

QUANDO LA GUERRA ENTRA NEI BILANCI

Nessuno degli scenari che avevamo immaginato nei numeri precedenti prevedeva lo scenario attuale. Eppure, rileggendo ciò che abbiamo scritto, sull'incertezza come condizione permanente, sulla fragilità europea, sulla necessità di un ordine interno, tutto sembra convergere verso questo punto. Ciò che si è manifestato da fine febbraio in poi non è un'emergenza isolata: è l'espressione compiuta di un modello che si è consolidato negli ultimi anni. Un'America percepita come imprevedibile dai propri alleati. Un'Europa intrappolata tra dipendenza energetica e rigidità fiscale. Un ordine internazionale in cui la leva economica viene usata apertamente come arma. La geopolitica non irrompe più nei mercati come eccezione: vi risiede stabilmente. Le cifre lo confermano: Hormuz chiuso, gas europeo oltre i sessanta euro, l'Italia certificata da *Oxford Economics* come l'economia avanzata più esposta. Il nome di ciò che si configura è stagflazione. Per le famiglie che governano patrimoni complessi, il significato è più concreto: il terreno su cui si prendono le decisioni è cambiato. Ed è qui che emerge la vera fragilità. Non nei mercati, che fanno il loro mestiere di oscillare, ma nel modo in cui molte famiglie si rapportano al proprio patrimonio. Ho osservato negli anni una dinamica ricorrente: quando il contesto si fa severo, la conversazione si concentra immediatamente sul cosa fare, vendere, coprire, spostare, saltando la domanda che viene prima: a cosa serve quel patrimonio, in che orizzonte, per chi. Si reagisce, invece di governare. E si reagisce in modo frammentato, perché ogni decisione viene presa nel perimetro del singolo professionista, senza che nessuno abbia mai costruito il quadro d'insieme. Il punto non è tecnico. È culturale. Un recente studio di UBS e Agreus su famiglie con patrimoni rilevanti ha confermato ciò che l'esperienza quotidiana insegna: le crisi patrimoniali raramente nascono da errori tecnici. Nascono da vuoti di comunicazione, di chiarezza, di allineamento. Da questioni rimandate che, nei momenti di calma, sembrano gestibili e che, quando il contesto accelera, riemergono sotto forma di conflitto, paralisi o scelte affrettate. Un quarto delle famiglie intervistate giudica la prossima generazione impreparata a gestire la ricchezza familiare. Solo il 29% dispone di una carta costituzionale che definisca valori, ruoli e processi decisionali. Hormuz, in questo senso, non è solo uno shock energetico, è un rivelatore che mette a nudo la distanza tra la complessità reale di un patrimonio e la semplicità con cui spesso lo si amministra. Un patrimonio non è una somma di asset: è un sistema vivente. E la resilienza di un sistema non si misura nella forza delle singole componenti, ma nella qualità delle connessioni tra esse. Nella capacità di chi lo governa di pensare in modo integrato, di decidere prima che le circostanze impongano l'urgenza, di trasmettere non solo ricchezza ma anche la competenza per gestirla. I colloqui di Islamabad si sono chiusi senza accordo. Hormuz resterà chiusa ancora a lungo. Il costo del tempo è cambiato, e con esso il prezzo dell'inerzia. Ma le crisi non producono solo costi: generano chiarezza. Costringono a distinguere ciò che è essenziale da ciò che appesantisce, ciò che protegge da ciò che illude. Le famiglie che usciranno rafforzate da questa fase non saranno quelle che avranno azzeccato il *timing* dei mercati. Saranno quelle che avranno saputo trasformare l'incertezza in disciplina, e la disciplina in visione. La guerra è entrata nei nostri bilanci. Sta a noi decidere se subirla o governarne le conseguenze.

Intelligenza Patrimoniale

Indice

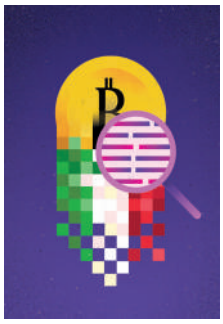


INTERVISTA

Getting Things Done

Incontriamo Daniela Arrigoni, imprenditrice bresciana, Presidente della Verincolor e della ItalMesh. Il suo entusiasmo e la sua curiosità sono come ossigeno in questa epoca piena di incertezze e con lei il futuro sembra possibile.

→ pag. 06



FISCALITÀ

Cripto-attività: disciplina fiscale e criticità operative

→ pag. 10



ECONOMIA ESTERA

Hormuz e i portafogli europei

→ pag. 20

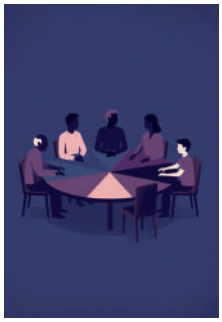


INTERVISTA

Impresa e comunità: l'evoluzione del lavoro

Incontriamo Cristina Di Bari imprenditrice e custode del lascito intellettuale dello zio Giovanni Cottino sostenitore del cambiamento in azienda e nella società.

→ pag. 26



GOVERNANCE FAMILIARE

Il Consiglio di Famiglia

L'organo che separa la famiglia dall'impresa, e separandole, le tiene unite.

→ pag. 32

FINANZA

Performance del mercato

→ pag. 38



IMMOBILIARE

Il mattone, oggi, è una strategia

Marco Daghero ci racconta come la disciplina, tempi e governance siano scelte che distinguono il "bene rifugio" dalla vera creazione di valore.

→ pag. 60



INTERVISTA

Orgoglio senza pregiudizio: la nuova imprenditoria italiana

Incontriamo Andrea Salvati, founder di Luxia una startup che utilizza l'intelligenza artificiale per semplificare l'analisi dei dati aziendali.

→ pag. 66

/ INTERVISTA

Getting Things Done

Incontriamo Daniela Arrigoni, imprenditrice bresciana, Presidente della Verincolor e della ItalMesh. Il suo entusiasmo e la sua curiosità sono come ossigeno in questa epoca piena di incertezze e con lei il futuro sembra possibile.

Luca Glebb Miroglio
Corporate Communication, Heritage and Foundation Expert

Ci racconti la tua avventura imprenditoriale dall'inizio?

Volentieri. Mi sono diplomata in ragioneria ed ho iniziato a lavorare in una piccola fonderia; allo stesso tempo seguivo l'amministrazione e la contabilità di altre piccole realtà e quest'esperienza mi ha permesso di applicare e comprendere che i numeri e il controllo di gestione erano la base di gestione aziendale. L'occasione di mettersi in proprio mi fu data quando, il direttore di un'importante azienda mi propose di aprire una verniciatura industriale per produrre le sue commesse.

Con il supporto di mio marito Andrea, cercai uno stabilimento e le attrezzature per avviare l'attività. Le nostre famiglie, nonostante la nostra giovane età credettero nel nostro progetto e ci supportarono nello sviluppo della nostra azienda.



Hai avuto altri riferimenti oltre a non commettere gli errori degli altri?

Certamente, io seguo il metodo americano del *Getting Things Done* che in italiano è più forte: *"Detto Fatto"*. È un metodo per il quale le difficoltà non sono insuperabili e lamentarsi non è certamente la strada giusta.

Inoltre ho creduto molto nella standardizzazione dei processi e dei metodi aziendali, tanto che nel 1992 portai la mia azienda alla certificazione ISO 9001 per la quale scrissi personalmente le procedure, mi piace dire che quella fu la mia tesi di laurea.

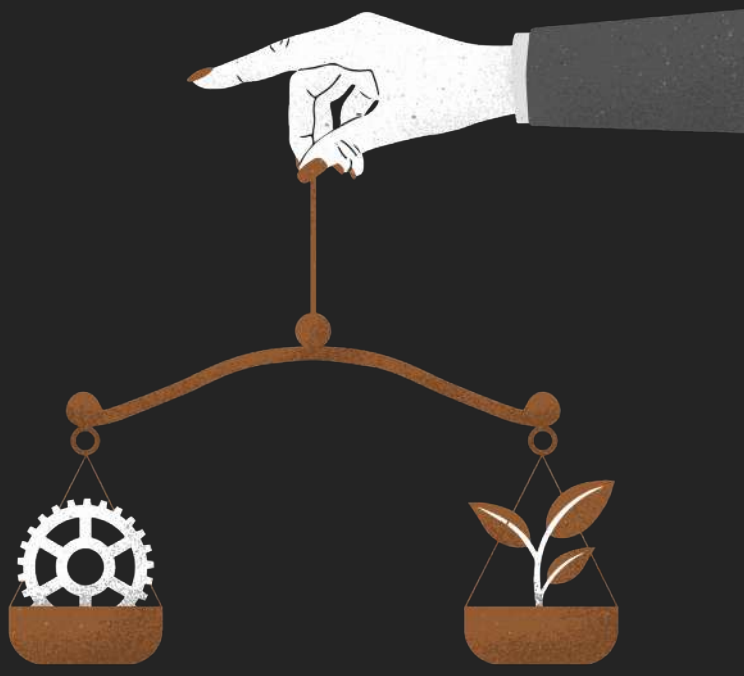
Raccontaci di come siete cresciuti.

La nostra crescita è stata graduale e dettata da forti collaborazioni con aziende importanti e storiche nazionali ed internazionali.

Imparare dai grandi e potersi confrontare con loro ci ha permesso di acquisire metodo e capacità, la sempre maggiore richiesta di garanzie e qualità ci ha consentito di diventare fornitori di aziende che portano nel mondo il *Made in Italy*.

Che cosa significò per te questo passaggio?

Significava nuove esperienze, mettersi in gioco e confrontarsi in un mondo fatto interamente di uomini, una realtà che richiedeva determinazione e credibilità per essere riconosciuta come interlocutrice autorevole.
Mi concentrai sull'organizzazione e sulla ricerca di soluzioni innovative che ci potessero aiutare a raggiungere efficienza produttiva e qualità elevata. La sfida era anche dimostrare con i fatti che rigore gestionale e spirito imprenditoriale potevano andare di pari passo, senza mai trascurare la marginalità e la solidità aziendale.







In seguito è nata la ItalMesh.

Azienda nata nel 2010 a seguito di un viaggio di piacere a Dubai, durante il quale rimasi incantata dalle imponenti e innumerevoli costruzioni che stavano sorgendo nella città. Al rientro da questo viaggio pensai che anche noi avremmo potuto partecipare alla realizzazione di queste grandi opere e di questo nuovo mondo in fortissimo sviluppo, così iniziammo a proporre sul mercato Mediorientale la rete stirata, prodotto da noi conosciuto tramite la verniciatura, ma che grazie a degli studi e a delle ricerche abbiamo compreso che sarebbe stato interessante proporre come prodotto di design per le costruzioni.

Ad oggi ItalMesh vanta la realizzazione di grandi progetti e collaborazioni con importanti studi di architettura, questo grazie alle tecnologie avanzate e al design sofisticato che hanno permesso di distinguersi rispetto alla concorrenza.

Alcuni dei progetti di cui andiamo più fieri, non solo per l'importanza, ma anche per la difficoltà nella realizzazione e progettazione sono: il parcheggio del Parco Ferrari ad Abu Dhabi, le stazioni della metropolitana di Riyadh, Yas Arena ad Abu Dhabi, arena indoor più grande del Medioriente, per la quale abbiamo studiato, realizzato e spedito oltre 28000 pannelli diversi tra loro nel pieno della pandemia Covid.

Il futuro significa passaggio generazionale, sfide tecniche, innovazione e gestione delle risorse umane. La tua visione in questo senso tiene sicuramente conto di questi aspetti. Vero?

I miei figli si occupano di aree distinte nelle nostre aziende, entrambe hanno conquistato il loro spazio partendo dal basso in quanto da sempre sono convinta che per poter dirigere bisogna conoscere. Ogni giorno grazie all'entusiasmo dei miei figli e dei nostri collaboratori affrontiamo nuove sfide e cerchiamo di sviluppare nuove idee che permettano ai prodotti e ai processi di evolvere. Il personale è per noi la risorsa più importante e crediamo nel loro benessere personale e nella loro crescita professionale. Incoraggiamo la crescita e la specializzazione, soprattutto nelle aree tecnologiche perché il cambiamento in questo senso va veloce. Le sfide, in questo mondo così instabile, si vincono con l'ingegno, l'ottimismo e l'adattabilità, siamo un team che lavora molto e che crede fortemente nella qualità e nel buon nome del *Made in Italy*, come in tutte le imprese dove la famiglia imprenditoriale è coinvolta nell'operatività nella tipica tradizione italiana.

Un progetto nel sociale a cui tieni?

Credo molto nei giovani e nella loro crescita, da anni oltre ad ospitare stagisti e tirocinanti presso le nostre aziende sosteniamo SOU, la Scuola di Architettura per bambini, specializzata in attività educative dopo scuola, legate all'urbanistica, all'architettura e all'ambiente.

I piccoli partecipanti scoprono il mondo dell'architettura, giocando e sperimentando, attraverso laboratori creativi, attività pratiche e incontri con architetti, ingegneri, designer e ricercatori universitari.

Credo inoltre che provare a lasciare ai miei figli e alle mie nipoti un mondo migliore, sia una sfida e una missione fondamentale per tutti noi, infatti nel nostro pacchetto di prodotti abbiamo ideato e realizzato un sistema modulare di giardino verticale, ZeroGravityEden, che grazie agli studi eseguiti in collaborazione con il Politecnico di Milano abbiamo potuto certificare come prodotto green per una architettura sostenibile.



/ FISCALITÀ

Cripto-attività: disciplina fiscale e criticità operative



Luciana Perini

Dottore Commercialista
e Revisore Legale

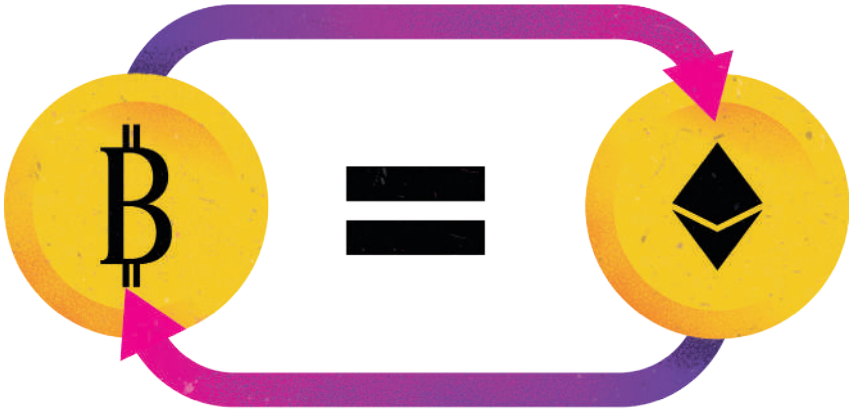
Negli ultimi anni, le cripto-attività hanno assunto un ruolo crescente nella composizione dei patrimoni, affiancandosi agli strumenti finanziari tradizionali e diventando una componente ricorrente dei portafogli di famiglie, imprenditori e veicoli di investimento. L'introduzione di una disciplina organica ha chiuso la stagione dell'incertezza interpretativa, ma ha aperto il capitolo della gestione strutturata del patrimonio digitale. La combinazione di imposta sostitutiva al 33%, imposta patrimoniale dedicata, obblighi di monitoraggio estesi e scambio automatico di informazioni rende la compliance non più un mero adempimento, bensì una leva attraverso cui presidiare il rischio fiscale e, al tempo stesso, pianificare in modo consapevole.

In questa prospettiva, la fiscalità delle cripto-attività non è solo un tema dichiarativo, ma un tassello della pianificazione patrimoniale: l'articolo ricostruisce il regime vigente, evidenziandone le principali implicazioni operative e gli snodi da presidiare per integrare i cripto-asset in strategie di medio-lungo periodo.

Inquadramento del regime fiscale delle cripto-attività

La fiscalità delle cripto-attività in Italia ha attraversato, nel giro di pochi anni, una trasformazione strutturale che può essere letta come il passaggio da un sistema di fatto "tollerato" a un regime pienamente integrato nel diritto tributario.





Se fino a tempi relativamente recenti l'assenza di una disciplina organica lasciava ampi margini interpretativi, oggi il quadro normativo appare formalmente definito, anche se non privo di criticità applicative e tensioni sistematiche.

Il percorso evolutivo è stato segnato da alcuni interventi chiave. La Legge di Bilancio 2023 ha rappresentato il primo vero tentativo di inquadramento organico, introducendo una definizione normativa di cripto-attività e stabilendo un regime fiscale unitario. Le successive modifiche, culminate con la Legge di Bilancio 2025, hanno rafforzato l'impianto, intervenendo sulle aliquote, sugli obblighi dichiarativi e sugli strumenti di emersione.

Parallelamente, il contesto internazionale ha conosciuto un'accelerazione significativa verso la trasparenza. L'adozione della direttiva *DAC8* e del *Crypto-Asset Reporting Framework dell'OCSE* ha esteso ai cripto-asset logiche già sperimentate con il *Common Reporting Standard*, determinando un radicale mutamento delle condizioni operative per contribuenti e intermediari. In questo scenario, il professionista si trova a operare in un contesto in cui la conoscenza della norma non è più sufficiente. È necessario comprendere le dinamiche tecnologiche sottostanti, interpretare correttamente le fattispecie ibride e, soprattutto, anticipare gli effetti di un sistema in continua evoluzione.

Con la Legge di Bilancio 2023, il legislatore ha ricondotto tali effetti sotto la categoria dei "redditi finanziari diversi", conferendo loro un nuovo status giuridico che mira a ridurre le incertezze interpretative precedentemente esistenti. Il punto di partenza dell'analisi è rappresentato dalla definizione normativa contenuta nell'art. 67, comma 1, lett. c-sexies del TUIR, che qualifica le cripto-attività come rappresentazioni digitali di valore o diritti trasferibili e memorizzabili elettronicamente mediante tecnologie di registro distribuito o analoghe. Per i soggetti non imprenditori, la medesima disposizione inquadra tra i redditi diversi *"le plusvalenze e gli altri proventi realizzati mediante rimborso o cessione a titolo oneroso, permuta o detenzione di cripto-attività"*. Ne deriva un'impostazione coerente con quella già stabilita per gli strumenti finanziari convenzionali, pur senza un completo allineamento dei relativi regimi. La scelta di non ricondurre tali redditi, se non in casi specifici, nell'ambito dell'attività d'impresa consente una gestione relativamente semplificata per il contribuente persona fisica, ma lascia aperte questioni rilevanti in presenza di operatività intensiva o organizzata.

La base imponibile delle plusvalenze è determinata, come stabilito dall'art. 68, comma 9 bis del TUIR, dalla differenza tra l'importo del corrispettivo ricevuto (o il valore normale in caso di scambio) e il costo o il valore di acquisto, il quale deve essere opportunamente documentato con elementi certi e precisi a cura del contribuente. In assenza di elementi certi e precisi, la normativa prevede una presunzione legale di costo fiscale pari a zero. Tale impostazione fornisce un forte incentivo per la tracciabilità delle transazioni, ma può anche generare problematiche nell'applicazione pratica, considerando le frequenti difficoltà nel recuperare le informazioni dagli *exchange*, spesso caratterizzati da rendicontazioni incomplete o non uniformi e da standard di rendicontazione non sempre omogenei tra le diverse piattaforme, soprattutto quando l'operatività si è sviluppata nel tempo su più intermediari o con volumi elevati di transazioni.

Non sono considerati eventi fiscalmente realizzativi le permute di cripto-attività aventi medesime caratteristiche e funzioni. Tale esclusione si basa sulla logica dei benefici economici continuati dell'investimento e sulla neutralità dei flussi che rimangono confinati nell'ecosistema digitale, analogamente a quanto avviene per altre operazioni con strumenti finanziari tradizionali. In altri termini, lo

scambio tra cripto-attività omogenee (come l'acquisto di Ether con Bitcoin) non determina, di per sé, la realizzazione di una plusvalenza imponibile.
Proprio la nozione di "omogeneità" riveste, peraltro, un ruolo centrale: in assenza di un criterio normativo puntuale, la valutazione deve essere condotta caso per caso, tenendo conto della funzione economica e del profilo di rischio dei diversi asset coinvolti. Sotto il profilo della determinazione del costo fiscale, tuttavia, l'operazione, pur non assumendo rilevanza realizzativa, assicura la continuità dei valori fiscali tra le attività oggetto di scambio. In caso di permuta tra cripto-attività aventi medesima funzionalità economica, il costo o valore di acquisto della cripto-attività ricevuta è pari al valore di carico alla data dello scambio, espresso in euro, della cripto-attività ceduta. Ne consegue che il costo fiscale "si trasferisce" sull'attività acquisita, incidendo sulla determinazione di eventuali plusvalenze o minusvalenze in occasione di successive operazioni fiscalmente rilevanti quali ad esempio il *cash-out* in valuta FIAT o l'acquisto di beni e servizi. Al contrario, le permute tra asset non omogenei, come lo scambio tra criptovalute e *NFT* o altre operazioni che comportano, di fatto, la dismissione dell'investimento originario, possono costituire fattispecie tassabili, in funzione della specifica disciplina applicabile ai diversi strumenti coinvolti.
In presenza di "catene di permute" successive, eventualmente realizzate su più piattaforme, la ricostruzione del valore fiscale può rivelarsi particolarmente onerosa e richiede un sistema di tracciamento puntuale delle singole operazioni, anche ai fini della prova nei confronti dell'amministrazione finanziaria.

La tabella che segue sintetizza, a fini esemplificativi, alcune delle principali fattispecie operative, distinguendo tra operazioni fiscalmente neutre e operazioni imponibili ai fini impositivi.
Sul piano impositivo, le plusvalenze e gli altri redditi derivanti da cripto-attività sono assoggettati a imposta sostitutiva. A decorrere dal 1° gennaio 2026 l'aliquota è fissata in misura pari al 33%, che rappresenta un incremento rispetto all'aliquota vigente fino al 31 dicembre 2025, fissata al 26%. Questo innalzamento segna una netta discontinuità rispetto al precedente assetto e avvicina la tassazione delle cripto-attività a quelle di altre categorie reddituali caratterizzate da un prelievo più oneroso. Una disciplina differenziata è tuttavia prevista per una specifica sottocategoria di strumenti a valore stabile (Stablecoin), rappresentata dai token di moneta elettronica denominati in euro e conformi al regolamento *MiCAR* (cd. EMT), per i quali è applicabile l'aliquota ridotta del 26%. È opportuno precisare che tale regime non riguarda indistintamente tutte le Stablecoin, le quali costituiscono una categoria più ampia e non omogenea: gli strumenti ancorati a valute diverse dall'euro o a panieri di riferimento restano, infatti, assoggettati all'aliquota ordinaria del 33%. La distinzione, ancorata a criteri di natura regolatoria, introduce potenziali disallineamenti rispetto alla funzione economica degli strumenti e può incidere sulle scelte allocative degli operatori.
Tale distinzione non è neutra sotto il profilo economico e regolatorio. Essa può influenzare le scelte di investimento, inducendo i contribuenti a privilegiare strumenti fiscalmente più efficienti anche in assenza di una reale differenza funzionale, secondo dinamiche già note in altri ambiti del diritto tributario. Nel contesto cripto, tale effetto è ulteriormente amplificato dalla rapidità con cui possono essere effettuate conversioni tra asset e

OPERAZIONE	REGIME FISCALE
Scambio tra valute virtuali omogenee	Fiscalmente irrilevante
Scambio tra NFT omogenei	Fiscalmente irrilevante
Utilizzo di una cripto-attività per l'acquisto di un bene o servizio	Tassato
Utilizzo di una valuta virtuale per l'acquisto di un NFT	Tassato
Conversione di una valuta in euro, o in altre valute FIAT	Tassato

dal ruolo centrale svolto dalle piattaforme di scambio nella costruzione dei portafogli. I redditi derivanti dalla detenzione di cripto-attività, in particolare quelli riconducibili a fenomeni di *staking*, *lending* o altre forme di remunerazione sono assoggettati a tassazione per il loro ammontare lordo, senza possibilità di dedurre le spese sostenute (quali le commissioni trattenute dal gestore della piattaforma). Concorrono integralmente alla formazione del reddito imponibile. Si tratta di una scelta che semplifica il calcolo dell'imposta, ma che si discosta dai principi generali dell'imposizione sul reddito, in quanto prescinde dai costi effettivamente sostenuti dal contribuente per conseguire il provento, generando possibili tensioni con il criterio della capacità contributiva. È auspicabile che questo aspetto possa essere oggetto di future revisioni o interventi interpretativi.
Infine, un ulteriore elemento di rilievo



è rappresentato dall'introduzione, a partire dal 2023, di un'imposta patrimoniale sulle cripto-attività, attuata mediante l'applicazione dell'imposta di bollo o, in alternativa, di un'imposta sul valore delle cripto-attività (IC) stesse, modellata sulla disciplina dell'IVAFE. Tale tributo è dovuto nella misura proporzionale del 2 per mille (0,2%) del valore delle attività determinato al termine di ciascun anno solare, sulla base delle risultanze della piattaforma presso la quale esse sono acquistate e detenute, con riferimento al valore rilevato alla fine del periodo di detenzione. Qualora i cripto-asset vengano venduti, spostati o trasferiti prima del 31 dicembre, l'imposta è dovuta in relazione ai giorni di detenzione e alla quota di possesso, nel caso di cointestazione.

È prevista una specifica soglia di esenzione qualora l'imposta annua complessiva risulti inferiore a 12 euro. La disciplina si applica indipendentemente dalle modalità di archiviazione, colpendo dunque anche le attività in *self-custody* (su chiavi USB o hardware wallet) o presso exchange esteri.
In alternativa al regime dichiarativo, è facoltà del contribuente aderire ai regimi del risparmio amministrato o gestito, nell'ambito dei quali gli intermediari si occupano dell'applicazione e del versamento delle imposte dovute per i redditi in esame per conto del contribuente.
In concreto, l'operatività di tali regimi nel comparto delle cripto-attività è estremamente limitata, poiché richiede l'intervento di intermediari finanziari ai sensi del Testo Unico della Finanza. La maggior parte dei prestatori di servizi in ambito cripto, pur registrati presso *l'OAM*, non possiede tale qualifica; ne consegue che il regime dichiarativo rappresenta, nella generalità dei casi, l'unico modello applicabile.

Monitoraggio e criticità operative

Nonostante il progressivo consolidamento del quadro normativo, l'applicazione concreta della disciplina in materia di cripto-attività continua a evidenziare significative criticità operative, in particolare con riferimento agli obblighi di monitoraggio fiscale, alla tracciabilità documentale del prezzo di carico e alla determinazione delle basi imponibili per il calcolo delle plusvalenze.
La Legge di Bilancio 2023 si inserisce in un solco già tracciato dalla prassi amministrativa, rafforzando e rendendo espresso per i soggetti detentori di cripto-attività, l'obbligo di compilazione del quadro RW del Modello Redditi (ovvero del quadro W nel modello 730).
In tale prospettiva, la compilazione del quadro di monitoraggio assume oggi una base normativa chiara, superando le incertezze che avevano caratterizzato la fase precedente.
L'adempimento deve essere assolto annualmente al fine di rappresentare la consistenza del patrimonio digitale, a prescindere dall'effettiva generazione di redditi o dalla presenza di movimentazioni nel corso dell'anno. Tale quadro, originariamente destinato ai contribuenti residenti tenuti a dichiarare gli investi-



menti esteri e le attività finanziarie detenute al di fuori del territorio dello Stato, è stato espressamente esteso anche alle cripto-attività, a prescindere dalle modalità di detenzione. L'estensione assume particolare rilievo, in quanto segna il definitivo superamento del precedente orientamento, fondato prevalentemente su interpretazioni di prassi e istruzioni ministeriali, che facevano riferimento al generico codice "14" per indicare la detenzione di criptovalute (oggi cripto-attività).

L'obbligo di monitoraggio viene meno esclusivamente qualora il contribuente sia in grado di dimostrare, mediante denuncia presentata all'Autorità di pubblica sicurezza, lo smarrimento definitivo o il furto delle chiavi private.

La disciplina del monitoraggio fiscale si caratterizza per un approccio marcatamente sostanzialistico, che valorizza non solo la titolarità formale, ma anche la disponibilità di fatto delle attività. Sono quindi tenuti agli obblighi dichiarativi non solo i possessori diretti, ma anche i soggetti qualificabili come "titolari effettivi". Tale impostazione, in linea con i principi sottesi alla normativa antiriciclaggio, comporta un significativo ampliamento della platea dei soggetti obbligati e richiede un'attenta analisi delle strutture di detenzione, imponendo l'adozione di un approccio *look-through* per identificare i beneficiari finali in presenza di veicoli societari interposti, trust o fondazioni.

L'obbligo di monitoraggio si applica a tutte le cripto-attività, a prescindere dalle modalità di archiviazione e conservazione *(exchange centralizzati, hardware wallet, cold storage o wallet non-custodial)*, nonché dal luogo in cui le stesse sono detenute, sia esso nazionale o estero.

In tale contesto, gli obblighi di monitoraggio si intrecciano strettamente con le modalità di determinazione della base imponibile, rendendo centrale il tema della tracciabilità delle operazioni.

Uno dei profili di maggiore rischio per il contribuente risiede nella prova del costo fiscale, in quanto, in assenza di "elementi certi e precisi", opera la presunzione legale di costo pari a zero. In tale prospettiva, già evidenziata, assume rilievo centrale la qualità della documentazione disponibile, dovendosi privilegiare evidenze oggettive e difficilmente alterabili (quali report ufficiali rilasciati dagli exchange), mentre formati maggiormente modificabili, come i file *CSV*, possono risultare meno idonei in sede di controllo.

La problematica assume contorni ancora più complessi nei casi di detenzione in *self custody*, nei quali, per definizione, manca un intermediario in grado di fornire documentazione ufficiale. In tali ipotesi, il contribuente può fare affidamento esclusivamente sui dati desumibili dalla *blockchain*, la cui valenza probatoria, pur oggettiva sotto il profilo tecnico, non è sempre agevolmente riconducibile agli standard richiesti dalla normativa fiscale. Ne deriva una tensione tra l'esigenza di disporre di "elementi certi e precisi" e la natura stessa dell'ecosistema decentralizzato, che impone di valorizzare, in chiave interpretativa, ricostruzioni documentali basate su dati *on-chain*, opportunamente integrate e rese coerenti. La disciplina, così strutturata, appare implicitamente costruita su un modello

intermediato e si rivela solo parzialmente idonea a intercettare le fattispecie di detenzione diretta, nelle quali la prova del costo non può che fondarsi su evidenze tecniche, prive di un'attestazione da parte di terzi. Tali criticità si riflettono direttamente sulla determinazione delle plusvalenze. La necessità di ricostruire il costo fiscale delle cripto-attività si scontra frequentemente con la frammentazione delle operazioni e con la mancanza di documentazione completa, aggravata dall'utilizzo del metodo *LIFO* (Last In, First Out) per la determinazione del costo di scarico in presenza di pluralità di asset della medesima denominazione. Tale meccanismo può determinare effetti distorsivi, soprattutto nei casi di operatività risalente nel tempo. La gestione delle permute rappresenta un ulteriore ambito di complessità. Sebbene lo scambio tra cripto-attività omogenee (aventi medesime caratteristiche e funzioni, come Bitcoin per Ether) sia fiscalmente irrilevante e non realizzativo, la necessità di attribuire un valore fiscale alle attività acquisite implica una ricostruzione puntuale delle operazioni.

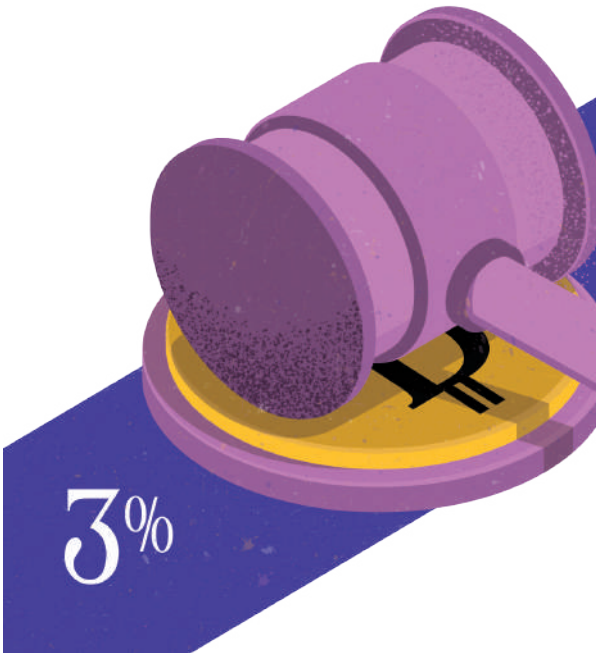
Sul piano delle soglie e delle franchigie, si segnala un'evoluzione normativa significativa. La franchigia di 2.000 euro, inizialmente prevista per l'esclusione da imposizione delle plusvalenze di modesto importo, è stata definitivamente eliminata a decorrere dal periodo di imposta 2025. Tale modifica comporta un ampliamento della base imponibile e rende fiscalmente rilevanti anche operazioni di entità contenuta, con un evidente incremento degli adempimenti dichiarativi. Parallelamente, dal 2026, il patrimonio in cripto-attività concorre integralmente alla determinazione dell'ISEE, influenzando l'accesso alle prestazioni sociali del nucleo familiare.

Infine, occorre considerare i profili connessi alla compensazione delle minusvalenze. Sebbene il principio generale consenta la compensazione all'interno della medesima categoria reddituale, la complessità nella determinazione dei valori e la dispersione delle informazioni possono rendere difficoltosa una gestione efficiente delle perdite. Le minusvalenze eccedenti l'importo di 2.000 euro sono riportabili in deduzione dalle plusvalenze dei periodi successivi, ma non oltre il quarto, a condizione che siano indicate nella dichiarazione dell'anno di realizzo. Tuttavia, permane un forte limite operativo: non è possibile compensare i redditi da cripto-attività con le minusvalenze derivanti da altri strumenti finanziari tradizionali (es. azioni o derivati), creando un "compartimento stagno" che penalizza la gestione unitaria del portafoglio.

Nel complesso, la disciplina si presenta oggi formalmente compiuta, ma ancora in fase di assestamento sotto il profilo applicativo, richiedendo al contribuente e al professionista un elevato livello di attenzione nella gestione documentale e nella ricostruzione delle operazioni, al fine di garantire un corretto allineamento tra obblighi normativi e realtà operativa.

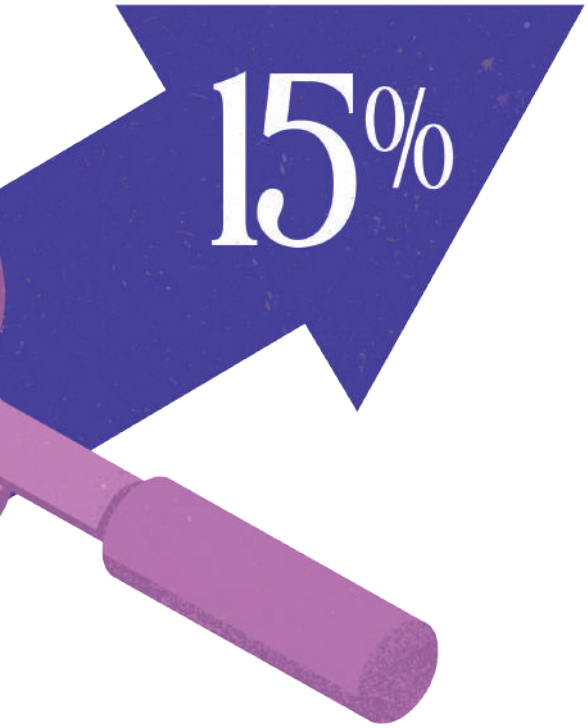
Casi ricorrenti nella pratica professionale

L'esperienza applicativa evidenzia una serie di casistiche ricorrenti che mettono in luce le difficoltà operative della disciplina e la necessità di una gestione documentale rigorosa. Una prima situazione frequente riguarda i portafogli detenuti presso *exchange* esteri. In tali ipotesi, il contribuente è tenuto agli obblighi di monitoraggio fiscale, in quanto le attività non sono detenute presso intermediari residenti abilitati all'applicazione dei regimi di risparmio amministrato o gestito. In termini più generali, l'obbligo di monitoraggio permane ogniqualvolta l'operatività non sia intermediata da soggetti qualificati ai sensi del TUF, circostanza che ricorre, come già evidenziato, nella generalità degli operatori del settore.



È opportuno evidenziare che molti operatori del settore, registrati presso *l'OAM*, sono soggetti a obblighi di comunicazione nei confronti dell'Amministrazione finanziaria. Pur non essendo sempre immediatamente percepibili dal contribuente le modalità di utilizzo di tali informazioni, la crescente disponibilità di dati e l'evoluzione degli strumenti di analisi da parte dell'Amministrazione rendono sempre più difficile sostenere posizioni non coerenti sul piano dichiarativo.

Il quadro RW deve essere compilato indicando le consistenze e le variazioni intervenute nel periodo d'imposta, secondo criteri di valorizzazione che privilegiano il valore di mercato rilevato sulla piattaforma di scambio, ovvero su siti aggregatori di prezzo al termine del periodo di detenzione (i.e. CoinMarketCap) o quello risultante dalla rendicontazione dell'intermediario. Particolarmente delicato è il caso dei *Wallet in self-custody*. La normativa chiarisce che l'obbligo di monitoraggio sussiste indipendentemente dalla localizzazione fisica delle chiavi private, includendo quindi anche le cripto-attività detenute su dispositivi personali quali chiavette USB o *hardware wallet*. Tale impostazione rafforza la natura "dematerializzata" dell'investimento e stabilisce che la sovranità tecnica sulle chiavi non esonera dagli obblighi fiscali: il criterio discriminante è la disponibilità del bene da parte di un soggetto residente.



Particolare attenzione richiedono i casi in cui le cripto-attività siano detenute attraverso strutture societarie, società semplici o veicoli di investimento. In tali contesti, assume rilievo la nozione di titolare effettivo, con conseguente obbligo di monitoraggio in capo ai soggetti che, pur non risultando intestatari formali, esercitano un controllo sostanziale sulle attività. La ricostruzione delle catene partecipative e l'applicazione dell'approccio *look-through* possono risultare particolarmente onerose.

Un'ulteriore casistica di rilievo riguarda i proventi derivanti da *airdrop*. In tali ipotesi, il contribuente si trova a ricevere nuove cripto-attività senza un corrispettivo diretto, con conseguenti incertezze circa il momento impositivo e la determinazione del costo fiscale. In assenza di chiarimenti normativi puntuali, tende a prevalere un'impostazione che qualifica tali attribuzioni come redditi diversi al momento della disponibilità, con costo fiscale pari al valore tassato, ma non mancano profili di incertezza applicativa.

Un aspetto frequentemente riscontrato riguarda la gestione dei trasferimenti tra wallet riconducibili al medesimo soggetto. Tali operazioni, pur non costituendo eventi realizzativi, vengono talvolta erroneamente trattate come cessioni, con conseguente alterazione del calcolo delle plusvalenze. La corretta identificazione dei trasferimenti infragruppo o infrapersonali risulta quindi essenziale per evitare duplicazioni o distorsioni nella determinazione della base imponibile.

Sul piano sanzionatorio, le violazioni degli obblighi di monitoraggio comportano l'applicazione delle sanzioni previste dall'art. 5 del D.L. 167/1990, comprese tra il 3% e il 15% del valore degli asset non dichiarati per ciascun periodo d'imposta. Tuttavia, in considerazione della natura delle cripto-attività, non trova applicazione il raddoppio delle sanzioni previsto per le attività detenute in Stati o territori a fiscalità privilegiata.

La disciplina prevede una distinzione tra omissioni relative al monitoraggio e violazioni connesse al mancato pagamento delle imposte patrimoniali. Per l'infedele dichiarazione dei redditi (quadro RT/T), la sanzione per le violazioni commesse dal 1° settembre 2024 è stata rideterminata al 70% fisso dell'imposta dovuta. In particolare, qualora il contribuente sia soggetto all'Imposta sul Valore delle Cripto-attività (IC), l'omesso adempimento comporta sanzioni sia per l'obbligo di monitoraggio sia per il tributo patrimoniale non liquidato.

Resta ferma la possibilità di avvalersi del ravvedimento operoso per sanare spontaneamente le violazioni prima dell'inizio di qualunque attività di controllo, beneficiando di consistenti riduzioni.

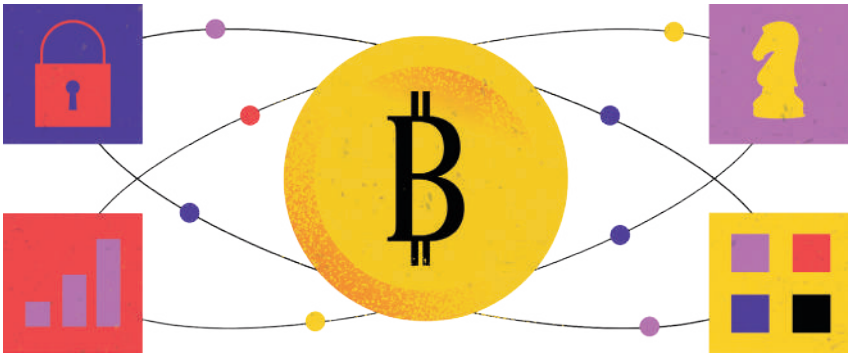
Le casistiche esaminate evidenziano come la gestione delle cripto-attività richieda un approccio strutturato e consapevole, in cui la corretta tenuta della documentazione rappresenta un elemento imprescindibile di presidio fiscale.

Spunti di pianificazione e profili prospettici

Alla luce delle criticità evidenziate, la gestione delle cripto-attività richiede un approccio integrato e strutturato, volto non solo a garantire la corretta compliance fiscale ma anche a presidiare i rischi connessi a un contesto caratterizzato da crescente complessità normativa e progressiva trasparenza dei flussi.

La frammentazione delle operazioni, l'utilizzo di più piattaforme e la diffusione di soluzioni in *self custody* rendono essenziale l'adozione di sistemi di tracciabilità idonei a ricostruire in modo coerente le consistenze e i flussi. In tale prospettiva, la conservazione della documentazione assume un ruolo centrale, soprattutto ai fini della prova del costo fiscale. È pertanto opportuno definire fin dall'inizio procedure interne di riconciliazione periodica e di archiviazione dei report, così da poter affrontare eventuali verifiche in una logica di "dossier pronto".

In un'ottica di pianificazione patrimoniale, l'utilizzo di strumenti quali



trust o fondazioni richiede una particolare cautela. L'approccio sostanzialistico adottato dalla disciplina del monitoraggio fiscale impone infatti di individuare i titolari effettivi e di attribuire loro gli obblighi dichiarativi, anche in presenza di intestazioni formali diverse. Ne deriva che tali strumenti non consentono, di per sé, di attenuare gli obblighi fiscali, ma richiedono una corretta strutturazione e una gestione coerente con la sostanza economica delle operazioni. Se correttamente impostati, essi possono tuttavia consentire una più efficiente gestione della governance, del passaggio generazionale e della separazione tra sfere patrimoniali, inserendo le cripto-attività in una cornice di pianificazione di medio-lungo periodo.

Un elemento destinato ad assumere crescente rilievo è rappresentato dall'evoluzione del quadro internazionale. Con il recepimento della direttiva *DAC8* mediante il D.Lgs. 194/2025 e l'adesione dell'Italia al *framework CARF dell'OCSE*, si assiste all'estensione ai cripto-asset dei meccanismi di scambio automatico di informazioni già previsti per le attività finanziarie tradizionali. I prestatori di servizi su cripto-attività saranno tenuti a raccogliere e trasmettere alle autorità fiscali un ampio set di dati relativi alle operazioni effettuate dagli utenti, con un conseguente incremento della tracciabilità dei flussi.

In tale contesto, il paradigma dell'anonimato, spesso associato all'utilizzo delle cripto-attività, risulta definitivamente superato. La crescente disponibilità di informazioni e lo sviluppo di strumenti di analisi avanzati da parte delle amministrazioni finanziarie rendono sempre più difficile sostenere posizioni non coerenti sul piano dichiarativo.

Ne deriva che la pianificazione fiscale non può più fondarsi su logiche di opacità, ma deve necessariamente orientarsi verso modelli di gestione trasparenti, coerenti e documentati. In tale prospettiva, il ruolo del professionista assume una funzione centrale, non solo nella gestione degli adempimenti, ma anche nella costruzione di un assetto patrimoniale sostenibile nel tempo.

Le cripto-attività possono, in questo quadro, continuare a rappresentare una componente legittima e interessante dei portafogli, a condizione che siano inserite in strategie chiare, supportate da adeguati strumenti di monitoraggio e accompagnate da una consapevole valutazione del rapporto tra rischio, rendimento e oneri fiscali.

Dal 1982 illuminiamo i vostri progetti



Progetto: Carola Ribotta / Ph: Massimiliano Sticca

Showroom grandi marchi di design
Progettazione illuminotecnica
Consulenza a privati e professionisti

Showroom monobrand FLOS

TRAIANO LUCE 73
Corso Traiano 73/C - Torino
T. +39 011 612053 www.traianoluce73.it

TRAIANO LUCE 73

follow the light



/ ECONOMIA ESTERA

Hormuz e i portafogli europei

Geopolitica, energia e mercati finanziari: cosa deve sapere chi gestisce ricchezza in Italia.

Il 28 febbraio 2026, alle 2:30 del mattino ora di Washington, Donald Trump ha pubblicato un video di otto minuti su *Truth Social* annunciando l'avvio dell'Operazione *Epic Fury*: una campagna militare congiunta con Israele contro l'Iran, con l'obiettivo dichiarato di sradicare la capacità nucleare e missilistica di Teheran. Khamenei è morto nei primi giorni del conflitto, ucciso in un attacco mentre si trovava in una riunione con i suoi principali consiglieri. Islamabad, settimane dopo, ha ospitato i negoziati che non sono ancora approdati ad alcun accordo ma questa è una storia che si scrive ancora oggi, in tempo reale.

Definire questo conflitto una guerra di scelta non è un giudizio politico, ma una constatazione analitica necessaria per chi gestisce patrimoni. A differenza degli shock geopolitici imprevedibili — un attacco terroristico o un'invasione notturna — questa guerra ha avuto una lunga preparazione pubblica. Già a gennaio 2026, mentre le proteste in Iran si intensificavano, Trump aveva incoraggiato i manifestanti a prendere le istituzioni. L'intelligence americana aveva segnalato che le capacità nucleari iraniane avanzate avrebbero richiesto fino al 2035. Il mercato aveva iniziato a incorporare un premio di rischio mesi prima, con i *call skew* del Brent e del *WTI* che erano già schizzati di quasi venti punti in gennaio dopo l'annuncio di tariffe del 25% sui paesi che commerciavano con Teheran. La guerra è scoppiata, insomma, in un contesto di mercati già stressati da un ciclo di dazi globali. Come osserva il *Carnegie Endowment for International Peace*, Trump si presentava come leader isolazionista e *anti-war*, ma si è rivelato un operatore di rischio geopolitico sistematicamente disposto ad agire quando percepiva costi limitati a breve termine come avvenuto in Venezuela e contro le strutture nucleari iraniane nel giugno 2025.



Giovanni Cuniberti

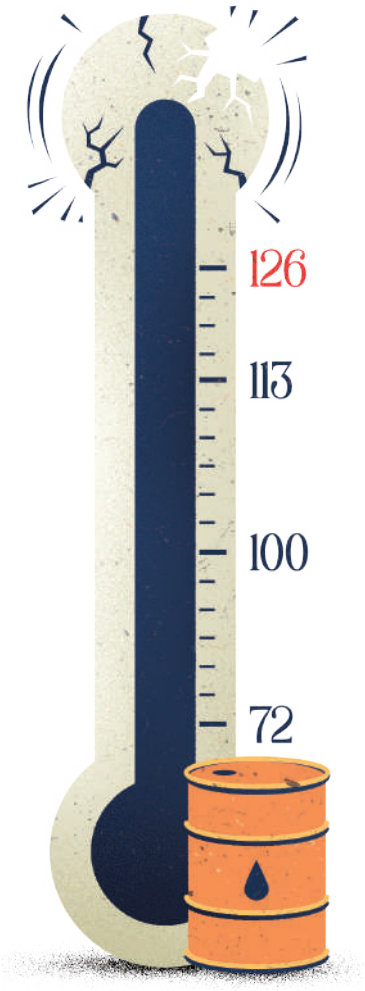
Netanyahu, la frattura MAGA e il declino del capitale politico americano

Due narrazioni parallele si sono intrecciate sin dal primo giorno di guerra. La prima riguarda il ruolo di Benjamin Netanyahu, che ha coltivato l'obiettivo della caduta del regime in Iran per quasi quattro decenni. La sua telefonata a Trump del 23 febbraio, in cui ha condiviso con *l'intelligence* sulla location in cui si sarebbe trovato Khamenei, ha probabilmente accelerato la decisione di attaccare. Eppure, come analizzato dai giornalisti Kurtzer e Miller sul *Carnegie*, sarebbe sbagliato ridurre tutto a una questione di influenza israeliana: Trump era già orientato all'azione. La seconda narrativa è quella interna al mondo MAGA e per i mercati è forse la più rilevante in chiave di stabilità politica americana. Tucker Carlson, giornalista americano, ha definito le minacce di Trump di colpire le infrastrutture civili iraniane *"vili sotto ogni punto di vista"*. Megyn Kelly ha chiesto pubblicamente: *"Non può semplicemente comportarsi come una persona normale?"*. Oltre cinquanta deputati democratici hanno richiesto *l'impeachment*, senza che un solo repubblicano si associasse. La crepa è reale, ma non si è ancora tradotta in un costo politico misurabile per l'amministrazione.

Il tema di fondo, tuttavia, è più profondo dei contrasti interni al partito. Come scrive Robert Kagan su *The Atlantic,* l'America ha costruito la sua egemonia sul sistema di regole internazionali che essa stessa ha contribuito a edificare. Quel capitale politico, che ha retto in Vietnam, Iraq e alla crisi finanziaria del 2008, appare oggi in fase di erosione strutturale. Un'America che i propri alleati percepiscono come imprevedibile e non affidabile è un'America che non riesce più a svolgere la funzione stabilizzatrice che nei decenni precedenti aveva contribuito a contenere la volatilità geopolitica globale. Per chi gestisce patrimoni in una prospettiva di lungo periodo, questo *shift* sistemico merita attenzione quanto i numeri del petrolio.

Hormuz: quando un corridoio vale venti punti

Lo Stretto di Hormuz è un corridoio tra l'Iran e l'Oman, attraverso cui transita, in condizioni normali, circa il 20% del commercio petrolifero mondiale e una quota significativa del gas naturale liquefatto globale. L'Agenzia Internazionale per l'Energia ha definito quello che ne è seguito dopo il 28 febbraio la più grande interruzione dell'offerta petrolifera nella storia del mercato globale. I flussi attraverso lo Stretto sono crollati quasi a zero. I paesi del Golfo hanno tagliato la produzione di almeno 10 milioni di barili al giorno. L'offerta globale si è ridotta di circa 8 milioni di barili al giorno solo nel mese di marzo. Il dato simbolico della crisi è arrivato nei primi giorni di marzo: il Brent ha superato per la prima volta dal 2022 la soglia di 100 dollari al barile e verso la fine del mese, le quotazioni futures si erano spinte oltre i 113 dollari, con un rialzo del 36% rispetto al giorno precedente l'inizio della guerra (da 72 a quasi 80 dollari, poi oltre). Il *Dubai crude oil Platts*, che riflette la consegna reale di petrolio mediorientale, era salito del 76%, attestandosi a 126 dollari, più del doppio della variazione registrata dai prezzi finanziari. Questa divergenza tra prezzo "carta" e prezzo "fisico" è un segnale tecnico che i gestori di portafoglio conoscono bene: indica che la *disruption* è reale, non solo percepita. Goldman Sachs aveva avvertito che se la crisi si fosse protratta per tutto marzo, *"i prezzi del petrolio avrebbero probabilmente superato i picchi del 2008 e del 2022"*, ovvero i 147 dollari al barile. *Oxford Economics* ha simulato uno scenario con Brent a 140 dollari per due mesi: contrazione lieve in Eurozona, UK e Giappone, CPI mondiale con picco al 5,8%, recessione tecnica sfiorata negli Stati Uniti. Anche lo scenario più mite, Brent stabile a 100 dollari, avrebbe comunque sottratto "alcuni decimi di punto percentuale" alla crescita globale senza però evitare recessioni, secondo *Oxford Economics*.



I mercati finanziari: tra razionalità e paura

Le borse globali hanno perso quasi il 9% nelle settimane più acute della crisi. Il dollaro si è rafforzato del 2,9%, confermandosi il classico bene rifugio nei momenti di stress acuto. I Treasury americani a dieci anni hanno visto salire i rendimenti di circa mezzo punto percentuale, raggiungendo il 4,4%: il mercato obbligazionario stava scontando un ritorno dell'inflazione e una Federal Reserve impossibilitata a tagliare i tassi come previsto. Lo stesso fenomeno si è trasmesso ai titoli di Stato europei. L'oro e l'alluminio hanno registrato pressioni al rialzo significative. Secondo J.P. Morgan, i prezzi dell'alluminio potrebbero avvicinarsi a 4.000 dollari per tonnellata se le forniture dal Golfo, che rappresentano quasi il 7% della produzione mondiale, si fossero durevolmente interrotte. Il Medio Oriente è un grande esportatore di questo metallo, spesso dimenticato nell'analisi energetica ma fondamentale per automotive, costruzioni e packaging. Sul fronte aziendale, le compagnie energetiche e i titoli della difesa hanno beneficiato del contesto, mentre il settore dell'aviazione ha subito un impatto diretto: *Delta Air Lines* ha stimato un costo aggiuntivo di 2 miliardi di dollari in un solo trimestre per il jet fuel, e ha annunciato tagli ai piani di crescita. *Exxon Mobil* ha dichiarato la perdita di circa il 6% della sua produzione globale. Quando Trump ha annunciato un "cessate il fuoco" temporaneo di 14 giorni, poi messo in discussione dall'immediata ripresa dei bombardamenti israeliani sul Libano, il Brent è sceso del 13,3% in un solo giorno, a 94,75 dollari. L'S&P 500 ha guadagnato il 2,5%. L'episodio è istruttivo: i mercati sono pronti a reagire violentemente in entrambe le direzioni a ogni segnale diplomatico. La volatilità, non la direzione, è il parametro-chiave di questo ciclo.

L'europa nella trappola stagflazionistica

L'Unione Europea dipende dalle importazioni di combustibili fossili per oltre il 55% del proprio fabbisogno energetico (dato Nomisma). La sua esposizione allo shock è quindi strutturale. Il 19 marzo, la BCE ha rivisto al rialzo l'inflazione dell'Eurozona al 2,6% e ridotto le stime di crescita del PIL allo 0,8% per il 2026. Nei suoi due scenari avversi, pubblicati prima che la situazione precipitasse ulteriormente, la BCE ipotizzava una perdita di crescita dell'area euro tra 0,4 e 0,9 punti percentuali nel biennio, e un'inflazione aggiuntiva compresa tra 1 punto e oltre 4 punti nel caso più severo. *L'OCSE* ha tagliato le sue stime di crescita globale al +2,9% per il 2026 e rivisto al rialzo l'inflazione attesa nei paesi del *G20* al 4%, oltre un punto sopra le previsioni pre-conflitto. Per la Commissione europea, secondo fonti citate da Bloomberg, se il Brent fosse rimasto stabilmente intorno a 100 dollari il gas europeo su livelli elevati, l'inflazione dell'Eurozona avrebbe potuto superare il 3% nel corso del 2026, con un taglio alla crescita di 0,4 punti rispetto al già fragile +1,4% atteso.
Il gas europeo, il *TTF*, ha superato i 60 euro per megawattora, con rialzi nell'ordine del 40-50%. Il gas naturale liquefatto è stato ulteriormente colpito dagli attacchi israeliani sulle infrastrutture del Qatar: secondo *Reuters*, gli impianti di Ras Laffan hanno perso fino al 17% della capacità per un periodo che potrebbe estendersi anni. Benzina e diesel in Europa sono aumentati rispettivamente del 22% e del 32% in due settimane. Lo scenario che si configura è quello della stagflazione: crescita debole unita a inflazione elevata, il peggiore contesto operativo per le banche centrali, che si trovano a fronteggiare simultaneamente spinte contraddittorie. Come ha dichiarato la Presidente Christine Lagarde, la BCE è *"pronta ad agire in qualsiasi riunione" ma non agirà "prima di disporre di informazioni sufficienti sull'entità e la durata dello shock"*. Tradotto in linguaggio di mercato: i tagli dei tassi attesi nel 2026 sono a rischio di rinvio e uno scenario di rialzo dei tassi resta sul tavolo se l'inflazione dovesse consolidarsi sopra il target.

L'Italia, l'anello più debole

Tra le economie avanzate, l'Italia è quella maggiormente esposta allo shock energetico in corso. È la conclusione di un'analisi di *Oxford Economics* su quindici economie, citata dal *Financial Times*. L'inflazione italiana, già in risalita al 1,7% a marzo 2026 (con il carrello della spesa al 2,2%), potrebbe superare il 3% entro fine anno, oltre un punto percentuale sopra le previsioni pre-conflitto. Un impatto doppio rispetto all'Eurozona nel suo complesso, triplo rispetto agli Stati Uniti (+0,2%). Le ragioni sono strutturali: l'Italia rimane fortemente dipendente dalle importazioni di idrocarburi e ha una quota limitata di energia da rinnovabili rispetto ad altri grandi

paesi europei. Le rinnovabili coprono principalmente la generazione elettrica, che rappresenta circa un quinto dei consumi energetici totali; i restanti quattro quinti dipendono ancora da petrolio e gas. La *CGIA* di Mestre ha stimato che la guerra in Iran rischia di costare alle imprese italiane quasi 10 miliardi di euro in più nel 2026: 7,2 miliardi sui costi dell'elettricità e 2,6 miliardi sul gas, con un aumento complessivo del 13,5% rispetto al 2025. La Banca d'Italia, nelle sue proiezioni di aprile 2026, ha collegato esplicitamente il peggioramento del quadro macroeconomico all'incertezza geopolitica e ai prezzi energetici più alti, stimando una crescita del PIL italiano di appena 0,5% sia nel 2026 che nel 2027. Il governatore Fabio Panetta ha avvertito che il quadro è ulteriormente aggravato dall'alto livello del debito pubblico italiano, che *"limita lo spazio per interventi di bilancio"*. In un contesto di tassi potenzialmente in risalita, il costo del servizio del debito potrebbe aumentare, riducendo ulteriormente la capacità di manovra fiscale.

Islamabad e oltre: il negoziato incompiuto

Mentre questo articolo viene scritto, il vicepresidente americano J.D. Vance ha lasciato Islamabad dopo i colloqui con le delegazioni iraniane, guidate dal presidente del Parlamento Ghalibaf e dal ministro degli Esteri Araghchi. Erano i primi colloqui diretti tra Stati Uniti e Iran dalla fondazione della Repubblica islamica nel 1979. Il Pakistan ha svolto la funzione di mediatore.

Il risultato è stato un fallimento tecnico ma non diplomatico. Vance ha dichiarato che *"gli Stati Uniti non hanno raggiunto un accordo"* e che manca *"un impegno esplicito da parte dell'Iran a non dotarsi di armi nucleari"*. L'Iran ha risposto che i negoziati sono falliti per le *"richieste irragionevoli"* di Washington e che *"nessuno si aspettava un accordo al primo round"*. Il portavoce iraniano ha aggiunto che *"la diplomazia non finisce mai"*. I tre nodi strutturali rimasti irrisolti sono:

- il programma nucleare in cui Washington chiede un abbandono verificabile dell'arricchimento dell'uranio di cui Teheran ne rivendica il diritto civile;
- lo Stretto di Hormuz in cui l'Iran ne ha collegato la riapertura a un "quadro comune" di accordo complessivo;
- il ruolo regionale di Teheran, in particolare attraverso Hezbollah in Libano, dove i bombardamenti israeliani sono continuati anche durante il "cessate il fuoco".

Nel frattempo, Trump ha postato su *Truth* un articolo titolato *"La carta vincente che il presidente ha in mano se l'Iran non cede: un blocco navale"*, riprendendo il modello Venezuela. Per i mercati, il fallimento di Islamabad ha un significato preciso: Hormuz resta chiuso e i costi energetici rimarranno elevati almeno per le prossime settimane. Gli analisti di *Sparta Commodities* stimano che, anche in uno scenario di "cessate il fuoco" rapido, i prezzi potrebbero non tornare ai livelli pre-conflitto (circa 75 dollari/barile) per almeno un anno. Le riserve strategiche mondiali sono già state mobilitate in modo record, 400 milioni di barili e il margine di intervento si sta esaurendo.



Cosa significa per chi gestisce patrimoni

L'orizzonte che emerge da questa analisi non è quello di un episodio geopolitico destinato a rientrare rapidamente come avvenne con la guerra dei Dodici Giorni del giugno 2025. I mercati stavano allora scommettendo sulla brevità del conflitto; oggi scontano una disruption prolungata. Quattro scenari sono identificabili, con implicazioni diverse per l'allocazione dei portafogli.

Scenario 1 — Accordo rapido (orizzonte: 4-8 settimane): riapertura dello Stretto entro maggio, riduzione graduale del petrolio verso 80-90 dollari. Il recupero dei mercati sarebbe rapido ma asimmetrico: i settori difesa ed energia rimarrebbero sostenuti, mentre la normalizzazione dell'inflazione permetterebbe alle banche centrali di tornare a tagliare i tassi. Probabilità attualmente bassa, vista la dinamica negoziale di Islamabad.

Scenario 2 — Stallo prolungato (orizzonte: 6-12 mesi): Hormuz

parzialmente bloccato, Brent stabilmente sopra 90 dollari, stagflazione nell'area euro con PIL intorno allo 0,8% e inflazione che supera il 3% in Italia. Tassi BCE fermi o in lieve rialzo. Questo è attualmente lo scenario centrale per la maggioranza degli analisti, incluso il bollettino BCE di marzo 2026.

Scenario 3 — Escalation (orizzonte: 12-24 mesi): infrastrutture energetiche del Golfo durevolmente danneggiate, Brent che testa 140 dollari, recessione tecnica in Eurozona. Perdita cumulata per l'economia mondiale stimata in circa il 2% del PIL globale (oltre 2,2 trilioni di dollari secondo alcune stime), con un impatto sull'Italia vicino ai 76 miliardi. Scenario a bassa probabilità ma con tail risk non trascurabile.

Scenario 4 — Disordine sistemico: allargamento del conflitto, danni permanenti a infrastrutture del Qatar e dell'Arabia Saudita, rottura della *supply chain* globale dell'energia per anni. Scenario estremo ma non più puramente teorico dopo gli attacchi israeliani sulle infrastrutture del Qatar.

In tutti gli scenari ad eccezione del primo, alcune indicazioni operative di carattere generale restano valide. La volatilità non è destinata a rientrare nel breve termine: posizioni di liquidità o strumenti con duration breve proteggono meglio in un contesto in cui i tassi potrebbero muoversi in entrambe le direzioni a seconda dell'evoluzione dello shock. L'oro ha mostrato la sua funzione classica di riserva di valore nei momenti di incertezza sistemica. I settori energetico e difesa hanno sovraperformato e potrebbero continuare a farlo in scenari di stallo. La componente italiana dei portafogli merita una revisione attenta in chiave di esposizione ai costi energetici, specialmente per portafogli con posizioni in titoli industriali *energy-intensive* o immobili con alto consumo energetico non adeguato. I titoli di Stato italiani, con l'aumento dei rendimenti e l'allarme sul debito pubblico lanciato da Panetta, richiedono una valutazione dinamica della duration. Va detto con chiarezza ciò che questa analisi non può fare: stabilire quando e come il conflitto finirà, o fornire indicazioni di portafoglio specifiche che prescindano dalla situazione individuale di chi legge. Quello che un gestore di patrimoni può e deve fare è ragionare per scenari, distinguere tra ciò che i mercati stanno già prezzando e ciò che non stanno ancora incorporando, e mantenere un livello di liquidità che consenta di agire quando le opportunità si presenteranno, perché si presenteranno.



I tre indicatori da monitorare nei prossimi sei mesi

1. Traffico nello Stretto di Hormuz:
Il numero di navi che transitano per lo Stretto è il termometro più diretto della *disruption* energetica. S&P Global Market Intelligence pubblica dati giornalieri. Un ritorno ai 20 milioni di barili/giorno è il segnale di normalizzazione più atteso dai mercati. Durante la tregua, il traffico è sceso a 4 navi in un giorno: il minimo da inizio crisi.

2. Differenziale Brent-Dubai (paper vs. physical)
Il divario tra prezzo futures (Brent) e prezzo fisico (Dubai) segnala il grado reale di tensione sull'offerta. A fine marzo 2026 era del 76% a sfavore del fisico. Un restringimento di questo spread indica che i blocchi fisici si stanno allentando prima che i prezzi di mercato lo riflettano completamente.

3. Inflazione italiana e decisioni BCE
Con l'inflazione italiana che potrebbe toccare il 3% entro fine anno secondo *Oxford Economics*, le prossime riunioni della BCE diventano eventi di mercato di primaria importanza. Un eventuale rialzo dei tassi avrebbe implicazioni immediate per il costo del debito, i mutui variabili e la valutazione degli asset a lungo termine.

/ INTERVISTA

Impresa e comunità: l'evoluzione del lavoro

Incontriamo Cristina Di Bari imprenditrice e custode del lascito intellettuale dello zio Giovanni Cottino sostenitore del cambiamento in azienda e nella società.

Luca Glebb Miroglio
Corporate Communication, Heritage and Foundation Expert

Iniziamo dai tuoi molti ruoli istituzionali e quelli imprenditoriali, come concili scenari così diversi con il tuo carattere e la tua esperienza?

La Fondazione CRT e la Fondazione Sviluppo e Crescita non sono certamente la mia comfort zone, quella cui sono abituata da anni nell'azienda di famiglia: cambia il modo di agire e di comunicare. Per me è come frequentare un master comportamentale, sto imparando l'arte della diplomazia che per me non è rassegnazione. Non è adeguarsi al pensiero generale, ma portare trasformazioni in una modalità totalmente diversa. Io sono nata e cresciuta in una famiglia di imprenditori. In azienda, se hai un'idea, la valuti e la metti a terra in tempi brevi. Nella fondazione di famiglia è simile: c'è il consiglio di amministrazione, certo, ma se hai un'idea che funziona, vai e fai. Nelle istituzioni è un altro mondo. Hai avuto una buona idea? Bene – ora devi affrontare un processo di confronto e validazione interna e attendere. È un percorso che mi sta facendo crescere molto, perché ho capito che saper aspettare e muoversi con pazienza è un valore strategico da sfruttare, anche fuori dall'istituzione.



È vero che i gradi di potere sono diversi: in azienda sei tu l'imprenditore. Lì invece...

Lì è un confronto fra pari, una dimensione che nella mia vita non avevo mai sperimentato. C'è l'istituzione, il suo regolamento, tutti gli *stakeholder*, la politica che fa da contorno.

Se vuoi cambiare qualcosa devi costruire un percorso di confronto a tutti i livelli , preservare le relazioni interne e pubbliche, analizzare tutte le ricadute sul sistema. È un apparato complesso – è davvero un master. E poi esistono i funzionari di lungo corso, cresciuti dentro l'istituzione, di grande professionalità, che sanno muoversi per portare avanti l'operatività. Sono due mondi paralleli che si sorridono.

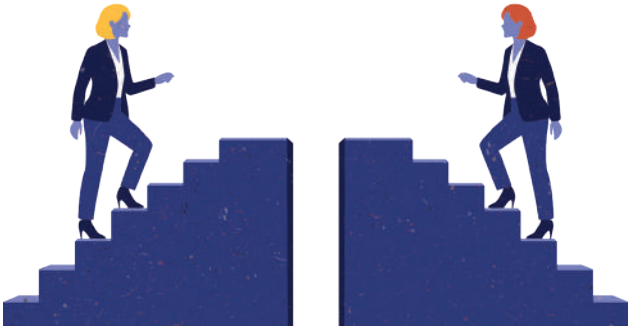
Tu sei entrata nel 2017 nel Consiglio di Indirizzo di CRT e sei ancora lì.

Sì, si possono svolgere due mandati consecutivi, ciascuno della durata di quattro anni. Sono stata designata dalla Camera di Commercio, in rappresentanza del mondo delle imprese e a maggio dell'anno scorso mi hanno nominata Presidente della Fondazione Sviluppo e Crescita di CRT, la fondazione che opera la filantropia attraverso *l'impact investing*. Facciamo le stesse valutazioni di un *venture capitalist*, ma puntiamo a generare rendimenti finanziari insieme a un impatto sociale o ambientale misurabile. Questo nuovo ruolo, in posizione apicale cambia la prospettiva.

Da un organo con funzione prevalentemente di indirizzo, ora guido una struttura autonoma che dialoga con la grande Fondazione CRT.

Facciamo un passo indietro. Com'è iniziato il tuo percorso imprenditoriale?

Non è stato un percorso pianificato. La prima azienda in cui ho lavorato è stata quella di mio padre. Mio fratello studiava medicina, io economia: *"sei femmina, vai nell'azienda di papà"*. Ci abbiamo messo cinque minuti a litigare. Quindi, da ribelle quale sono sempre stata, ho vinto un concorso pubblico e sono andata a lavorare all'Azienda Trasporti Torinesi. Avevo 24 anni. A settembre di quell'anno mio padre si ammala di tumore, con prognosi negativa. Tutta la famiglia mi guarda e dice: *"Non puoi. Cosa facciamo, chiudiamo l'azienda?"* A 24 anni mi sono trovata a fare un passaggio generazionale in corsia d'ospedale, prendendo in mano l'azienda di famiglia. Era il 1988.



E da quel momento?

Ho portato avanti l'azienda di famiglia con discreto successo. Nel 1993 entra in scena mio zio Giovanni Cottino, grande industriale, che mi dice: *"Sei un talento sprecato in un'azienda così piccola. Perché non guardi l'industria?"* Mi propone di costruire da zero una nuova azienda, complementare alla sua – loro facevano motori – con tutta l'organizzazione e il supporto del gruppo. Ho preso coraggio e ho accettato, nel 1994 è nata la Trasma: produzione di fili di rame, servivamo la capogruppo e altri clienti sul mercato.

Quali sono state le difficoltà iniziali?

Due, enormi. La prima: non sapevo nulla di tecnico. Non ero un ingegnere e mi sembrava impossibile gestire un'azienda senza padroneggiare il prodotto. La seconda: venivo da un'azienda con 4 dipendenti e mi sono trovata a gestirne 50, quasi tutti più anziani di me. Mantenere la giusta distanza, non essere "presa in braccio", guadagnarsi il rispetto, è stato molto difficile.

Essere donna era un ostacolo ulteriore, in quegli anni?

Ti dico solo questo: c'erano operai con cui non potevo nemmeno dialogare, perché ero donna. Con le banche era simile – e in parte lo è ancora - mi chiamano Cristina e chiedono *"L'ingegnere non c'è? Il dottore non c'è?"* Quando poi ho acquisito sicurezza, ho cominciato a restituire: *"Piacere, e lei come si chiama?"* Gli uomini intelligenti capiscono al volo.





Quando hai trovato la tua strada?

Quando ho costruito le basi di conoscenza su cui poggiare. Il sapere ti dà sicurezza. È il consiglio che mi sembra giusto dare ai giovani: studiate, acquisite competenze, fatevi tanta esperienza – stage, lavori - non importa quale. Perché quando sai di cosa stai parlando, vai sereno. Le "pedate" che mi dava mio zio erano in realtà i migliori insegnamenti.

Per tuo zio eri la figlia che non aveva avuto?

Non mi sono mai sentita tale, perché lui era un uomo molto rigido, con una certa distanza affettiva. L'amore filiale è arrivato in vecchiaia, quando le barriere si sono abbassate. Nel 2014 ha avuto un incidente che l'ha costretto sulla sedia a rotelle, e nel 2016 è mancata la sua compagna. Da quel momento fino alla sua morte nel 2022, a 95 anni, sono stata molto presente: lo seguivo ogni weekend, facevamo le vacanze insieme, gli avevo organizzato una vera e propria struttura di assistenza – badanti a turni, segretaria, autista, terapisti, 10 persone in totale. Voleva la sua indipendenza. E io ero felice di farlo, per restituirgli tutto il bene che mi aveva dato.

Avete realizzato anche un libro su di lui.

Sì, scritto da Francesco Antonioli. Non una biografia – lui non ne avrebbe mai voluta una: *"Le mie cose me le porto nella tomba."* È un racconto: Francesco ha incontrato per oltre un anno amici, collaboratori, familiari, e da queste voci emerge la figura dell'ingegnere. Un libro interattivo, con sezioni fotografiche e video che ripercorrono le fasi della sua vita con un titolo che lo rappresenta "Il Maestro Silenzioso" perché era un uomo di poche parole.

Parliamo di filantropia. Come nasce la Fondazione Cottino?

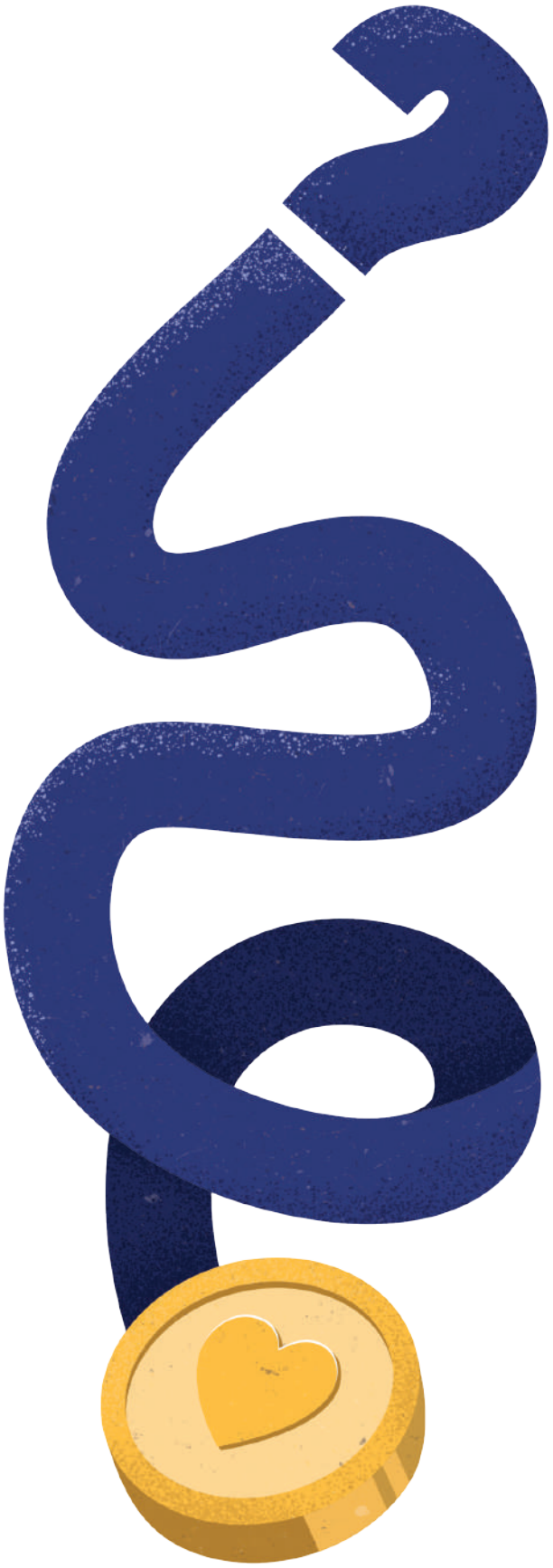
Una sera mio zio Giovanni e mia zia Anna Maria convocano noi nipoti. Ci comunicano che, ispirati da letteratura anglosassone sulla filantropia, avevano deciso di non lasciare il patrimonio ai nipoti, avrebbe rischiato di distorcere le nostre ambizioni, ma di destinarlo a una fondazione. Però solo se noi ci prendevamo l'onere di portarla avanti. Per noi fu una sorpresa e così nel 2002 nacque la Fondazione Giovanni e Anna Maria Cottino.

Come è stato l'inizio?

Molto tradizionale come si diceva un tempo, beneficenza. Staccavamo assegni a fine anno a parrocchie, associazioni, senza organizzazione, senza strategia. Poi ci siamo chiesti: *"È questo il bene che vogliamo fare?"* La svolta arriva grazie ad Angelo Miglietta, ex segretario generale della Fondazione CRT, incontrato per caso in un contesto di business. Ci parla di filantropia strategica: imprenditoriale, attenta agli investimenti, orientata all'impatto. La differenza tra "dare il pesce" e "insegnare a pescare". Quelle sue parole ci hanno aperto un mondo.

Come avete trasformato il vostro intervento nel sociale?

Io, mio fratello e i miei cugini abbiamo iniziato a studiare: corsi alla Fondazione Lang a Milano, all'*European Venture Philanthropy Association* a livello europeo, ci siamo confrontati con altre fondazioni. Nel 2013 abbiamo ridisegnato la strategia con lo zio e nel 2014 abbiamo lanciato i primi bandi. Nel 2015 i risultati erano incoraggianti. Nel 2016 è arrivato Giuseppe Dell'Erba come Direttore Generale. Da lì abbiamo incontrato persone che ci hanno aiutato a mettere a frutto anche le nostre esperienze imprenditoriali. È nata così l'idea del *Cottino Social Impact Campus*: formare persone e manager per una nuova visione del ruolo sociale dell'impresa, in linea con gli *SDGs* e con quello che il mercato oggi chiama *ESG* (Environmental, Social, Governance).



Puoi fare un esempio concreto nella tua azienda?

In Trasma il 30% dei dipendenti è extracomunitario. Nel tempo abbiamo imparato a far convivere etnie diverse nel rispetto di ogni persona. Durante il Ramadan, ad esempio, facciamo scambio di turno per i colleghi musulmani, in modo che possano lavorare nelle ore in cui è consentito bere e mangiare. Ai colleghi italiani viene restituito il turno in un altro momento. Quando l'abbiamo introdotto qualcuno si è lamentato. Ho risposto: *"Ci sono persone con culture e religioni diverse, essere inclusivi non è un'eccezione, è la norma di questa comunità."* Ha funzionato benissimo.

Azienda come comunità, non come famiglia.

Esatto. Non ho mai detto ai miei dipendenti che l'azienda è una famiglia. L'azienda è una comunità. Puoi stare bene, avere ottimi rapporti con tutti, ma le regole di una comunità sono diverse da quelle di una famiglia. Io sono la responsabile di quella comunità. E dentro quella comunità puoi forzare positivamente la convivenza, facilitarla – non basta mettere le persone insieme e mischiarle. Bisogna lavorarci. E quando quel lavoro riesce dentro l'azienda, si ribalta anche fuori: chi sei abituato a rispettare sul lavoro, lo rispetti anche in coda al supermercato.

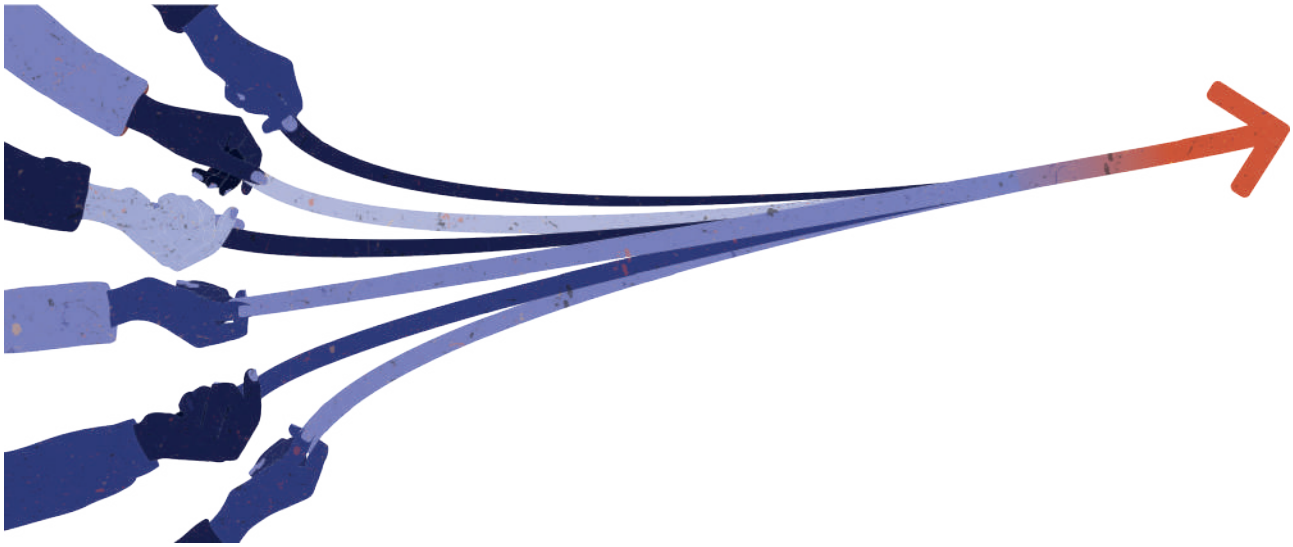
Il Campus è il braccio operativo, mentre la Fondazione è il soggetto strategico?

Sì. Per realizzare il Campus abbiamo creato un ente dedicato, in modo che la Fondazione potesse sviluppare anche altri progetti. La Fondazione rimane la regia: individua i bisogni del territorio, interviene direttamente su alcuni e su altri agisce attraverso enti strumentali come il Campus.

Ci sono bisogni che si affrontano ancora con la filantropia tradizionale e ci sono trasformazioni culturali che richiedono un approccio diverso, una trasformazione culturale più profonda. Entrambi hanno senso.

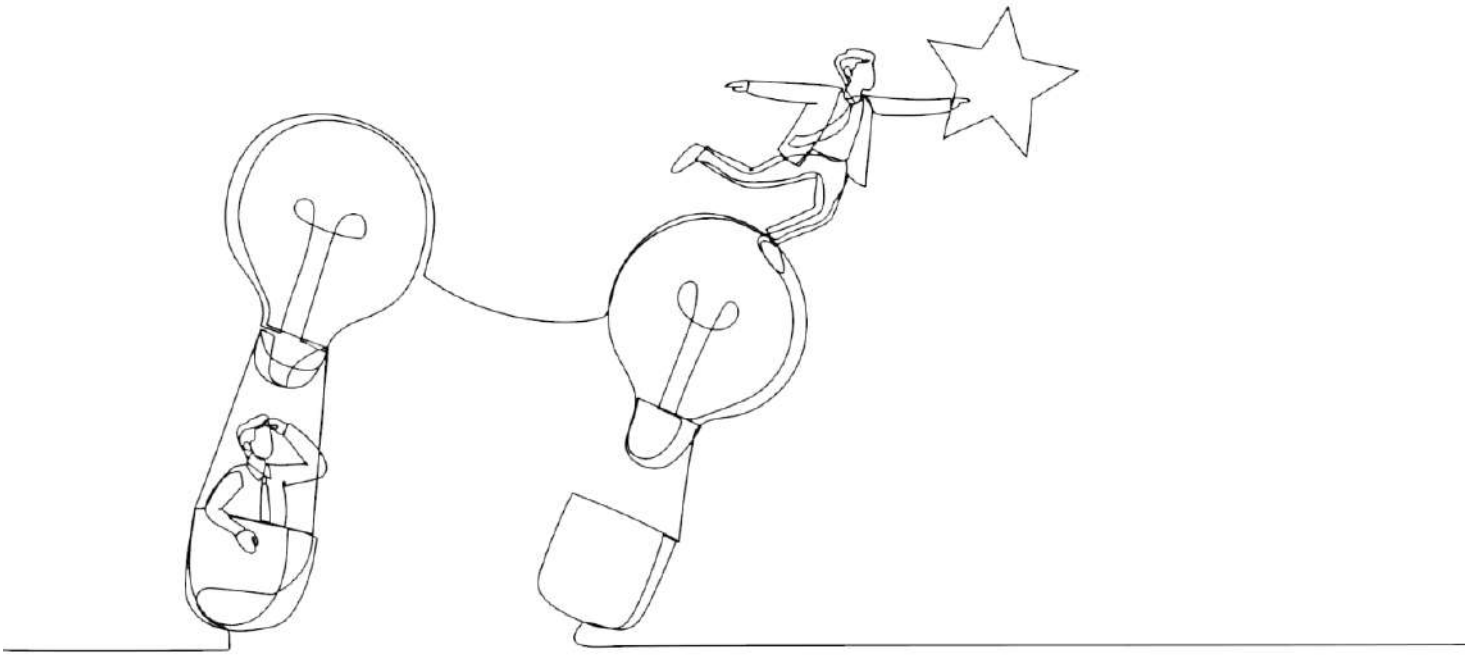
Tuo zio ha visto tutto questo evolversi?

Sì, fino alla fine e con grande entusiasmo. L'unica cosa che teneva a dire, da innovatore quale è sempre stato, è che ciò che insegniamo al Campus non fosse semplicemente "l'esempio di Olivetti". Perché nella sua visione – e lui era un imprenditore lucidissimo anche a 95 anni – quello che ha creato Olivetti è stato grandioso, ma rispondeva a una necessità industriale di quel tempo. Oggi il contesto è completamente diverso. Il ruolo sociale dell'impresa deve evolversi, non replicare modelli del passato.



VENTIVE

Investire nella giusta Startup è una sfida impegnativa, noi ti aiutiamo a semplificarla



Unisciti al nostro club di investitori

35+	27M+	180+	300+	35	x10
operazioni di successo	capitale raccolto	investitori	startup seguite	startup in portfolio	ROI su startup partecipate

ventive.com

info@ventivegroup.com

ventive_group

Ventive

/ GOVERNANCE FAMILIARE

Il Consiglio di Famiglia

L'organo che separa la famiglia dall'impresa, e separandole, le tiene unite.



Andrea Dalla Nora

Wealth Manager di
Cuniberti & Partners SIM S.p.A.

Renato Castelli ha fondato la sua azienda nel 1987, nel settore della distribuzione alimentare nel Nord-Est. Quarant'anni dopo, quell'azienda fattura oltre sessanta milioni di euro e ha i tre figli come soci: Marco, che lo ha affiancato per vent'anni ed è oggi amministratore delegato; Giulia, che vive a Milano e lavora nel settore finanziario e Andrea, il più giovane, che gestisce un ramo immobiliare di famiglia e non ha mai voluto entrare nelle dinamiche aziendali. Tutti e tre sono soci in parti uguali. Per anni il sistema ha retto sull'autorità silenziosa di Renato: le decisioni importanti passavano per lui, i disaccordi tra i figli si smorzavano nella sua presenza e le riunioni formali erano appuntamenti in cui si ratificava ciò che lui aveva già deciso. Quando Renato ha dovuto rallentare per ragioni di salute, il meccanismo si è inceppato. Non perché mancasse qualcosa di straordinario, ma perché mancava lui. Ciò che in decenni era sembrato un sistema consolidato si è rivelato in pochi mesi per quello che era realmente: non una struttura di governance, ma la proiezione organizzativa di una sola persona. Giulia voleva più liquidità, Marco desiderava reinvestire nell'espansione e Andrea si chiedeva se non fosse il momento di aprire il capitale a un socio industriale. Nessuno dei tre aveva torto, ma non esisteva un luogo in cui quella conversazione potesse svolgersi con le regole giuste. Le riunioni formali erano troppo tese e le cene di famiglia erano troppo emotive. I tre fratelli parlavano, ma ognuno nella propria lingua. La storia dei Castelli — un caso che potrebbe essere quello di centinaia di famiglie imprenditoriali italiane — descrive con precisione il problema per cui il Consiglio di Famiglia è stato progettato.Non i conflitti in sé, che sono fisiologici e in una certa misura persino utili. L'assenza di una sede appropriata in cui affrontarli.



Che cos'è e cosa non è

Il Consiglio di Famiglia non è un organo societario. Non delibera sugli affari correnti dell'impresa, non approva bilanci, non nomina amministratori, non ha poteri esecutivi. È l'organo attraverso cui i componenti della famiglia si confrontano sui temi che riguardano la famiglia nel suo insieme: i valori che si vogliono trasmettere, le aspettative nei confronti del patrimonio e dell'impresa, le regole che governano l'ingresso dei giovani nelle strutture operative, la gestione dei conflitti prima che arrivino davanti a un notaio o, peggio, a un giudice. La distinzione rispetto al Consiglio di Amministrazione è cruciale e vale la pena sottolinearla.

1) Il CdA governa l'impresa: approva i piani strategici, supervisiona il management e risponde agli azionisti.

2) Il Consiglio di Famiglia governa la famiglia proprietaria: allinea le aspettative, costruisce posizioni condivise, definisce i principi entro cui l'impresa deve operare.

Sono due conversazioni diverse che richiedono due sedi diverse. Confonderle significa portare nel CdA tensioni non ha gli strumenti per gestire e affrontare questioni strategiche serie con la logica affettiva delle cene di famiglia.

Nell'anno successivo alla malattia di Renato, ogni riunione del CdA seguiva lo stesso schema: la discussione strategica sull'espansione scivolava inevitabilmente in un confronto tra fratelli sulla liquidità. Marco, AD e socio allo stesso tempo, non riusciva a tenere separati i due ruoli e nessuno glielo chiedeva davvero. Le decisioni non venivano prese nel posto sbagliato. Non venivano prese.

Come dialoga con il Consiglio di Amministrazione

Il canale principale attraverso cui il Consiglio di Famiglia comunica con il CdA è un documento con cui la famiglia trasmette la propria posizione, esprimendo una volontà condivisa costruita al suo interno, che il CdA recepisce e applica nell'esercizio del proprio mandato.

Questo documento può riguardare, ad esempio, la filosofia d'investimento che la famiglia vuole vedere applicata, o l'orientamento su un'operazione straordinaria. Quello che non fa è scavalcare il Consiglio di Amministrazione. La distinzione tra indirizzo e gestione rimane nitida, dal momento in cui il Consiglio di Amministrazione è strutturato in modo da poter recepire quella voce con autonomia di giudizio.

Ed è qui che entra in gioco uno degli elementi più importanti di una governance familiare: la presenza, nel CdA, di consiglieri indipendenti ed esterni alla famiglia. Figure con competenze specifiche che non portano al tavolo interessi familiari, ma una prospettiva professionale e distaccata.

Ed è qui che entra in gioco uno degli elementi più importanti di una governance familiare: la presenza, nel CdA, di consiglieri indipendenti ed esterni alla famiglia. Figure con competenze specifiche che non portano al tavolo interessi familiari ma una prospettiva professionale e distaccata.

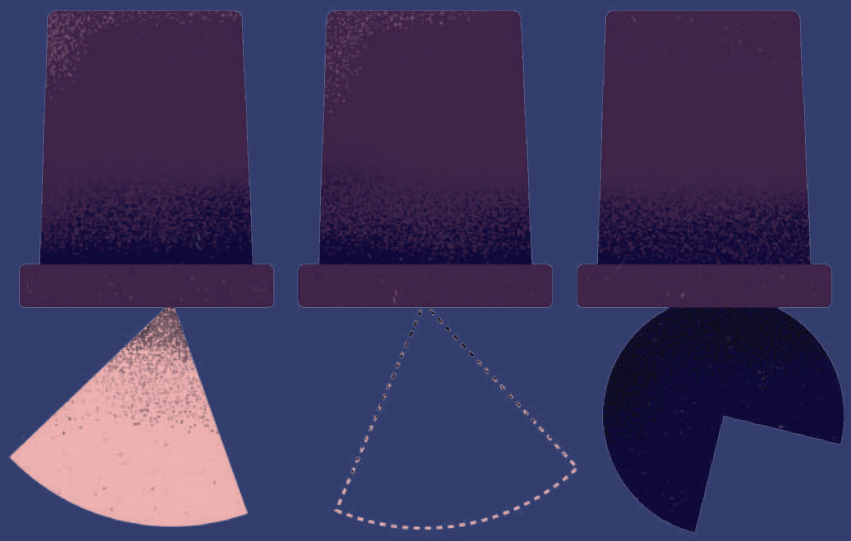
La loro presenza garantisce che le decisioni del CdA non siano semplicemente il riflesso della posizione del ramo familiare più influente, ma il risultato di una valutazione equilibrata che tiene insieme la volontà della proprietà e le esigenze dell'impresa. Nel caso dei Castelli, l'ingresso di due consiglieri ha cambiato la dinamica delle riunioni: ad esempio, Marco come amministratore temeva di perdere autonomia, ma ha compreso che le decisioni più controverse passavano attraverso un confronto professionale senza una logica familiare, e questo lo liberava dalla posizione scomoda di dover mediare tra le aspettative dei fratelli ogni volta che si trattava di allocare risorse.

Chi siede nel Consiglio di Famiglia

La composizione del Consiglio di Famiglia è più delicata di quanto sembri. Il criterio di inclusione non coincide automaticamente con quello societario: non tutti i soci devono essere componenti del Consiglio e non tutti i componenti devono essere soci. In una famiglia in cui i rami includono coniugi senza quote, giovani che non hanno ancora raggiunto la maggiore età, o membri che hanno scelto percorsi professionali esterni all'impresa ma fanno parte della famiglia, occorre decidere consapevolmente chi includere, in quale ruolo e con quali diritti. Non esiste una risposta universale: esiste quella specifica per ogni famiglia.

Una prassi che si è rivelata efficace in molte situazioni è l'accesso graduale per le nuove generazioni. I giovani componenti iniziano come uditori — partecipano alle riunioni, ascoltano, iniziano a familiarizzare con i temi — senza ancora il diritto di intervenire o votare. Progressivamente, con la crescita anagrafica e formativa, acquisiscono prima il diritto di parola e poi quello di voto. Non è uno schema burocratico: è un percorso che costruisce la preparazione necessaria per partecipare con consapevolezza a decisioni che riguardano il patrimonio di tutti.

Nel Consiglio della famiglia Castelli siedono i tre fratelli, Renato che ha voluto mantenere un ruolo non operativo e la moglie di Marco, che pur non essendo socia, da anni è parte attiva nelle scelte familiari.
I figli di Giulia, che hanno venti e diciassette anni, hanno iniziato a partecipare come uditori. Una decisione che ha generato un effetto non previsto e forse più efficace di molte procedure formali: coinvolgere i nipoti ha abbassato la temperatura del confronto.



Quando non si riesce a decidere

La governance familiare non ha il compito di eliminare i conflitti. Ha l'obiettivo di spostarli dal piano personale a quello procedurale. La domanda non è chi ha ragione ma qual è il processo corretto da seguire per trovare una soluzione che la famiglia possa sostenere nel tempo.

La governance familiare non elimina i conflitti. Li sposta dal piano personale a quello procedurale. E questo, nelle famiglie imprenditoriali, fa tutta la differenza.

I regolamenti più efficaci prevedono meccanismi graduati per i momenti in cui il Consiglio non riesce a convergere. Si parte dalla mediazione interna, facilitata dal presidente del Consiglio o da un consulente esterno che presidia il metodo senza avere interessi nel merito. Se non è sufficiente, si coinvolge un esperto terzo indipendente quando la natura del disaccordo è tecnica e richiede un parere oggettivo. Per i conflitti più profondi, di natura relazionale, esiste la mediazione formale con un professionista certificato. Ogni livello ha il proprio spazio prima che si arrivi alle conseguenze più radicali quelle che, nei patti tra soci, prendono la forma di clausole di uscita o di acquisto incrociato delle partecipazioni.

Nel primo anno di attività del Consiglio della famiglia Castelli, il tema della liquidità ha impiegato tre sessioni per trovare una sintesi. Marco e Giulia partivano da posizioni lontane, la mediazione è arrivata attraverso uno spazio in cui discuterne con metodo, senza la fretta e la tensione di una riunione societaria.

La condizione che non si può scrivere in nessun regolamento

La composizione del Consiglio, le sue regole di funzionamento, il perimetro delle materie di competenza, il grado di formalizzazione dei verbali: tutto questo va calibrato sulla struttura specifica di ciascuna famiglia. Non esiste un modello universale e diffidare di chi ne propone uno dovrebbe essere il primo istinto di qualunque famiglia imprenditoriale che si avvicina a questi temi.

Ciò che non cambia, indipendentemente dalla struttura, è la premessa di fondo: il Consiglio di Famiglia funziona solo se chi vi partecipa comprende e accetta la distinzione tra i ruoli. Essere membro della famiglia significa portare al tavolo una prospettiva diversa da quella del socio o dell'amministratore. Significa subordinare l'interesse individuale immediato a una visione di lungo periodo condivisa. Significa accettare che il disaccordo venga espresso nelle sedi appropriate invece di manifestarsi come resistenza silenziosa nelle riunioni del CdA.

Nel nostro caso, Renato Castelli, durante l'ultima riunione del Consiglio a cui partecipò prima di intraprendere un periodo di cure, volle lasciare un messaggio alle generazioni future. Per oltre quarant'anni aveva mantenuto personalmente l'unità della famiglia e del patrimonio, convinto che fosse la scelta più giusta per proteggere gli interessi comuni. La malattia, tuttavia, lo portò a una consapevolezza profonda: accentrare ogni decisione su di sé non significava governare, ma rinviare il momento in cui la famiglia avrebbe dovuto dotarsi di un metodo condiviso. Il Consiglio di Famiglia non poteva restituirgli la salute, gli restituiva però qualcosa che non si era reso conto di aver progressivamente smarrito: la certezza che, anche in sua assenza, i figli avrebbero avuto un luogo stabile, riconosciuto e legittimato in cui incontrarsi, confrontarsi e continuare a riconoscersi come famiglia.



GIOVANNI CUNIBERTI

INTELLIGENZA PATRIMONIALE

I PRINCIPI PER GOVERNARE IL PATRIMONIO FAMIGLIARE



ACQUISTA ORA!

Inquadra il QrCode oppure vai su:
www.intelligenza-patrimoniale.it

Intelligenza Patrimoniale

/ FINANZA

Primo trimestre 2026 sui mercati

Parola Chiave

La stagflazione:

La stagflazione è la fusione di due dinamiche che normalmente non coesistono: stagnazione economica e inflazione. In un ciclo normale, quando l'economia rallenta, anche i prezzi tendono a scendere. Nella stagflazione questo meccanismo si inceppa: la domanda cala, ma i prezzi salgono lo stesso, spesso per effetto di uno shock esterno — come un'impennata del prezzo dell'energia.

A guardare i principali indici americani, il 2026 sembrava essere iniziato senza scosse particolari. I movimenti erano contenuti, la direzione d'insieme poco definita, e la sensazione prevalente era quella di un mercato in pausa, quasi in cerca di un nuovo catalist. Eppure, fermarsi a questa immagine sarebbe riduttivo. Perché dietro la stabilità apparente del quadro aggregato si è prodotto un sensibile riposizionamento dei flussi tra i vari settori. Il primo trimestre, insomma, non ha restituito il ritratto di un mercato fermo, ma quello di un mercato selettivo e internamente molto diviso. La vera storia delle prime settimane del nuovo anno non è stata la tenuta degli indici, bensì la forte dispersione delle performance, la volatilità elevata dei singoli titoli e lo spostamento progressivo della leadership da un'area all'altra del listino. Più che quiete, quindi, questo avvio d'anno aveva mostrato una redistribuzione del rischio e delle convinzioni, con movimenti profondi che gli indici, da soli, non sono riusciti a rappresentare fino in fondo. Sul piano macroeconomico, l'anno si era aperto in un contesto vicino al cosiddetto scenario *goldilocks*: crescita ancora solida, inflazione in graduale raffreddamento e aspettative di una Federal Reserve meno restrittiva. La guerra con l'Iran ha però incrinato questo equilibrio, riportando in primo piano un rischio che fino a poche settimane prima sembrava più remoto. Quando il prezzo del petrolio sale per effetto di uno shock geopolitico, le conseguenze sull'economia tendono a propagarsi rapidamente: l'energia più cara comprime il potere d'acquisto delle famiglie, mette sotto pressione i margini delle imprese e complica il percorso di discesa dell'inflazione. In questo modo, un quadro inizialmente favorevole potrebbe evolvere verso uno scenario caratterizzato dallo spauracchio stagflattivo, con una crescita che perde slancio e i prezzi che faticano a rientrare. Nonostante i continui annunci di Trump, spesso

> **Ufficio Studi Cuniberti & Partners SIM S.p.A.**

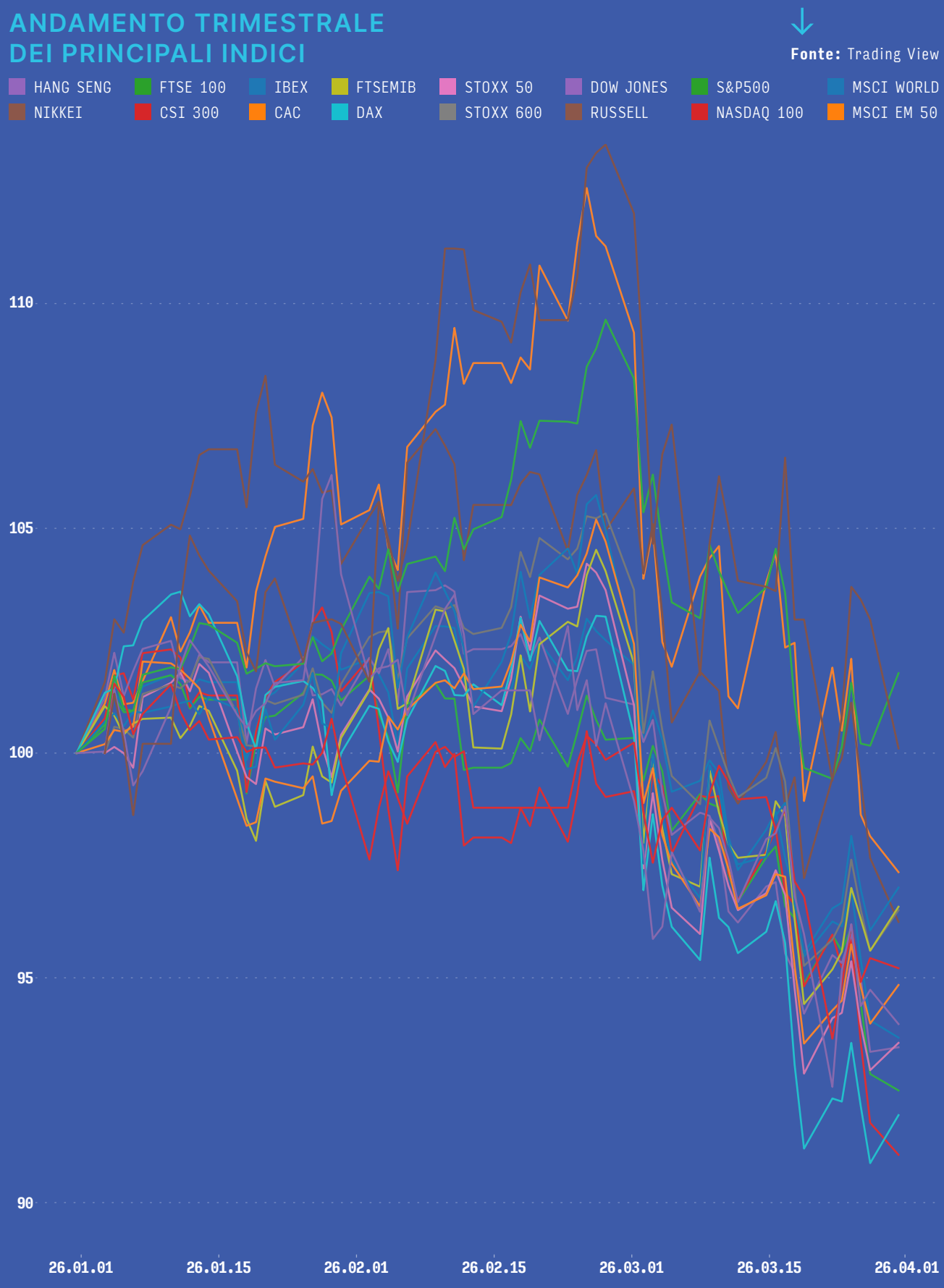
Nasdaq 100
-8,94%

contraddittori e di dubbia credibilità, prima orientati a evocare una tregua e poi subito ridimensionati, mentre Teheran continua a smentire qualsiasi cessate il fuoco effettivo, i mercati restano immersi in un clima di profonda incertezza: anche perché prende corpo l'ipotesi che Washington punti a interrompere il conflitto senza farsi carico della riapertura dello Stretto di Hormuz, lasciando di fatto ai Paesi europei e asiatici, più esposti alle ricadute energetiche della sua chiusura, il peso principale della normalizzazione del corridoio energetico. Per i mercati il punto decisivo è che lo Stretto di Hormuz resta di fatto bloccato. Questo implica energia più cara, maggiore pressione su inflazione, crescita, margini aziendali e supply chain, con impatti già visibili su petrolchimica e trasporti. I rimbalzi dei listini restano possibili su annunci diplomatici, ma senza un effettivo ripristino della navigabilità dello stretto rischiano di essere solo temporanei.
Lo shock energetico nel complesso rischia di complicare enormemente il lavoro della banca centrale americana, perché ne riduce i margini di manovra. Se l'economia rallenta, la tentazione sarebbe quella di tagliare i tassi; se però l'inflazione rischia di risalire a causa del petrolio, tagliare diventa molto più difficile. Ed è esattamente qui che la Fed rischia di trovarsi bloccata. Da un lato si vedono segnali di indebolimento della crescita, come suggeriscono gli ultimi dati sul mercato del lavoro; dall'altro, la chiusura dello stretto di Hormuz e la conseguente pressione sul prezzo del greggio mantiene viva la minaccia inflazionistica. Una combinazione del genere restringe lo spazio d'azione e rende la politica monetaria molto meno lineare di quanto si potesse im-

INDICE	2026-1Q
PRINCIPALI	
MSCI WORLD	-6,33%
MSCI EM 50	-2,65%
S&P 500	-7,51%
NASDAQ 100	-8,94%
DOW JONES	-6,54%
RUSSELL	-3,76%
STOXX 50	-6,45%
STOXX 600	-3,49%
FTSEMIB	-3,42%
DAX	-8,05%
IBEX	-2,99%
CAC 40	-5,16%
FTSE 100	1,78%
CSI 300	-4,79%
HANG SENG	-6,03%
NIKKEI	0,1%
S&P 500 SECTORS	
S&P 500 Materials	6,91%
S&P 500 Utilities	7,09%
S&P 500 Industrials	-0,59%
S&P 500 Consumer Staples	5,99%
S&P 500 Real Estate	0,25%
S&P 500 Health Care	-7,14%
S&P 500 Consumer Discretionary	-10,54%
S&P 500 Technology	-11,53%
S&P 500 Communication Services	-7,35%
S&P 500 Financials	-11,51%
S&P 500 Energy	36,62%

ANDAMENTO TRIMESTRALE DEI PRINCIPALI INDICI

Fonte: Trading View



maginare ad inizio anno.
Sullo sfondo continua ad esserci il rapporto, sempre più delicato, tra Federal Reserve e amministrazione Trump. Il punto non riguarda soltanto il livello dei tassi, ma qualcosa di più profondo e più sensibile per i mercati: la credibilità della banca centrale. Il mercato può convivere con tassi più alti o più bassi; reagisce invece con maggiore nervosismo quando inizia a sospettare che la politica monetaria non sia più guidata principalmente dai dati, ma anche dal peso della politica. Ed è qui che si inserisce il rischio di policy che ha accompagnato buona parte delle discussioni di inizio anno: la spinta a ridurre il costo del debito pubblico nel breve termine può finire per aumentare il costo del capitale nel medio periodo, se nel frattempo viene compromessa la credibilità del quadro istituzionale. Il meccanismo, in fondo, è abbastanza semplice. Nel brevissimo termine, durante una fase di tensione, prevale spesso la classica dinamica risk-off: gli investitori cercano sicurezza, comprano Treasury, allungano la duration e comprimono i rendimenti. Ma quando lo shock riguarda direttamente la percezione di indipendenza della banca centrale, allora entra in gioco una seconda forza, meno immediata ma più importante: gli investitori iniziano a chiedere un premio più alto sulle scadenze lunghe per compensare rischio inflazione, rischio di governance, rischio di politiche procicliche e rischio di gestione del debito pubblico in un contesto istituzionale percepito come meno solido. È il tipo di scenario in cui, se il mercato prezza tagli più aggressivi o più rapidi, i tassi a breve possono anche scendere, mentre il decennale e il trentennale possono invece risalire, dando luogo a un irripidimento della curva nella sua parte lunga. Dentro questo quadro si inserisce anche il nome di Kevin Warsh, la cui possibile ascesa ha aggiunto un ulteriore elemento di complessità. Warsh porta con sé una doppia lettura: da una parte viene percepito come un profilo piuttosto *hawkish* poco incline a concessioni facili; dall'altra, proprio per questo, un suo eventuale orientamento più morbido in futuro verrebbe probabilmente interpretato come economicamente motivato e non come una resa alla politica. È un aspetto importante, perché in questa fase il mercato non sta semplicemente valutando dove andranno i Fed Funds, ma sta anche cercando di capire quale sarà il grado di autonomia effettiva della Fed nel prossimo futuro. In questo contesto, il meeting di gennaio era stato sostanzialmente un non event. La Fed aveva lasciato i tassi invariati e Powell non aveva modificato in modo significativo il quadro di riferimento già noto al mercato. Molto più importanti si sono rivelate invece le successive minutes di gennaio, che hanno mostrato un tono più *hawkish* del previsto e hanno finito per pesare quasi più del meeting stesso, perché hanno fatto capire quanto all'interno della Fed restino forti le cautele sull'inflazione e quanto limitata sia, almeno per ora, la disponibilità a muoversi rapidamente verso un allentamento. Nel meeting di marzo, il punto vero non ha riguardato le mosse sui tassi di interesse, rimasti come largamente atteso invariati, quanto il messaggio di un contesto diventato più complesso, in cui da un lato emergono segnali di rallentamento dell'economia e dall'altro lo shock energetico rischia di portare ad una nuova fiammata inflazionistica. Se la Fed ed il conflitto tra USA, Israele e Iran continuano a fare da cornice al contesto macro, la rotazione settoriale osservata ad inizio anno, come anticipato in apertura, è stata un elemento rilevante per i mercati. È probabilmente qui che è emerso con maggiore chiarezza il divario tra la calma restituita dagli indici e la realtà del mercato sottostante. Nonostante, prima dell'acuirsi del conflitto, lo S&P 500 si trovasse su livelli non lontani da quelli di inizio anno, all'interno del listino si era verificata una rotazione molto intensa: il software era stato oggetto di forti prese di profitto, le big tech avevano smesso di trascinare il mercato, i semiconduttori erano stati oggetto di acquisti più selettivi, mentre capitali e attenzione si erano spostati verso consumer staples, energy e basic materials. Il senso di questo movimento è chiaro: alleggerire le aree più esposte ai cambiamenti introdotti dall'intelligenza artificiale e rafforzare la presenza in comparti più concreti, più ancorati a beni, consumi e risorse fisiche, e quindi percepiti come meno direttamente toccati dalla *disruption* tecnologica.
È un passaggio importante, perché modifica anche la struttura del mercato. Quando *staples, energy e basic materials* vengono comprati a tal punto da avvicinare i loro multipli a quelli del tech, si crea inevitabilmente una distorsione: a quel punto diventa difficile immaginare un mercato azionario in grado di salire ancora senza un ritorno degli acquisti proprio su quei titoli tecnologici che sono stati penalizzati di più. In altre parole, al netto del conflitto iniziato in seguito, se non torneranno flussi credibili su software e big tech, l'indice rischia di restare senza un vero motore.
Il caso Anthropic è stato partico-

larmente rappresentativo di questa dinamica. In una prima fase, i suoi sviluppi sono stati letti dal mercato come una minaccia frontale al settore software: l'idea dominante era che l'AI avrebbe finito per comprimere il valore di molti servizi digitali, ridurre il *pricing power* e rendere più vulnerabili interi modelli di business. Da qui è nato il trade più netto di inizio anno, sintetizzabile quasi brutalmente in *"vendi software, compra staples"*. Poi però, verso fine febbraio, la narrativa ha cominciato a cambiare. Nel *briefing enterprise* di Anthropic del 24 febbraio il gruppo ha presentato Claude non come un sostituto generalizzato del software tradizionale, ma come un'infrastruttura di supporto e integrazione per i flussi di lavoro aziendali. È un punto sottile ma decisivo, perché ha contribuito a rimettere in equilibrio una delle letture più estreme del trimestre. Il messaggio che il mercato ha iniziato a recepire è stato chiaro: l'intelligenza artificiale non è destinata necessariamente a sostituire il *software*; in molti casi, al contrario, ne accresce il valore, ampliandone le funzioni e rafforzandone l'integrazione nei processi aziendali. Questo cambio di percezione è stato sufficiente a innescare una parziale chiusura del t*rade sell software buy staples*, riportando un maggiore equilibrio tra due comparti che erano arrivati a trattare su valutazioni sorprendentemente vicine.

Ed è proprio qui che si inserisce il tema più ampio della redistribuzione di valore indotta dall'intelligenza artificiale. Fino a pochi mesi fa il mercato ragionava con una semplificazione quasi automatica: AI uguale crescita. Nel primo trimestre del 2026 questo schema si è rotto. L'intelligenza artificiale resta un potente tema industriale e finanziario, ma è diventata anche un tema di distruzione di valore, non solo di creazione. La domanda non è più soltanto chi beneficerà dell'AI, ma anche chi rischia di esserne schiacciato. È una domanda molto più scomoda, perché costringe gli investitori a distinguere. Non basta più comprare tutto ciò che ha una storia legata all'intelligenza artificiale; bisogna capire chi possiede dati, distribuzione, integrazione nei processi critici, e chi invece vive di workflow standardizzabili, facilmente comprimibili o replicabili. Da qui il sell-off sull'industria del software: il mercato ha cominciato a colpire soprattutto i business più esposti al rischio di vedere eroso il proprio vantaggio competitivo, spesso anche in modo indiscriminato. In questo contesto si inserisce il report pubblicato da Citrini nel weekend tra il 21 e il 22 febbraio, che ha avuto un impatto rilevante sulla seduta del lunedì successivo. Al di là del carattere volutamente estremo, il report ha toccato un nervo scoperto: l'idea che il successo stesso dell'AI possa produrre effetti destabilizzanti su occupazione, consumi e inflazione. Più che per i dettagli dello scenario delineato, il suo peso è stato soprattutto narrativo: nel 2026 l'AI non è più una storia lineare, ma un fattore che amplia la dispersione. Può creare grandi vincitori, ma anche grandi sconfitti, e quando la dispersione aumenta, inevitabilmente aumenta anche la volatilità. Una particolarità da osservare nelle vendite delle ultime settimane legate al conflitto in Medio Oriente è il comportamento molto diverso mostrato dai retail investors rispetto, per esempio, al cosiddetto *Liberation Day*. Per cogliere fino in fondo questo cambio di atteggiamento, è utile tornare all'aprile 2025, quando l'S&P 500 fu oggetto di forti e improvvise vendite, scivolando rapidamente in territorio di correzione. In quel frangente, gli investitori retail avevano comprato sul ribasso in misura record, trasformando la capitolazione degli operatori istituzionali in un'opportunità per chi era disposto a rischiare. Il *buy the deep* di allora aveva confermato un'abitudine ormai consolidata: interpretare ogni flessione come un'occasione di ingresso e ogni fase di tensione come un episodio destinato a rientrare. Il conflitto con l'Iran, invece, ha incrinato questa strategia principalmente per una ragione: non si è verificata una discesa improvvisa e violenta, cioè quel tipo di movimento che spesso offre ai compratori un punto di ingresso sul ribasso percepito come più rassicurante. Da qui un atteggiamento più prudente rispetto al recente passato. Il "ritiro" del *retail investor* americano rappresenta uno sviluppo strutturalmente rilevante per la dinamica dei mercati nelle prossime settimane. Per oltre un anno, infatti, il retail ha rappresentato una presenza costante nei momenti di debolezza, agendo di fatto come un elemento di stabilizzazione del mercato e offrendo liquidità proprio quando la pressione in vendita aumentava. La sua assenza espone il mercato ad un ribasso potenzialmente più prolungato, a meno che una prossima fase di capitulation offra la possibilità di entrare sul mercato con più convinzione.

La sentenza della Corte Suprema sul tema delle tariffe ha prodotto nell'immediato molto rumore, ma meno cambiamenti reali di quanto si potesse pensare ad una prima lettura. È stato un passaggio importante sul piano giuridico, ma non ha modificato

in modo sostanziale la natura economica del problema. In pratica, è cambiata la base normativa, non la direzione politica. Il tema tariffario resta sul tavolo e continua a rappresentare una fonte di incertezza per le imprese esposte alle catene globali del valore, per i margini industriali e per l'evoluzione dei costi di importazione. Per il mercato, dunque, non si è aperta una vera fase di sollievo: è cambiato lo strumento, non l'obiettivo.

La stagione di reporting del quarto trimestre 2025 ha confermato un altro punto chiave del 2026: non basta più annunciare investimenti in AI, bisogna convincere il mercato che quegli investimenti avranno un ritorno economico credibile. Nvidia resta il simbolo di questa fase, perché continua a essere il punto di incontro tra spesa per *data center*, corsa all'intelligenza artificiale e aspettative sugli utili del comparto *growth*. I numeri sono stati molto solidi, ma l'aspetto più interessante è che il mercato ha iniziato ad allargare lo sguardo oltre Nvidia, concentrando l'attenzione soprattutto su chi finanzia l'intero ciclo di investimenti: gli *hyperscaler*. Google, Microsoft e Meta vengono ormai osservate quasi più per la qualità e la tenuta della loro spesa in conto capitale che per i soli tassi di crescita.

È qui che emerge una delle frizioni più importanti: i ricavi non deludono, anzi in diversi casi battono le attese, ma la scala degli investimenti è ormai talmente ampia che il mercato continua ad interrogarsi se i ritorni economici riusciranno a materializzarsi con tempi e intensità adeguati. Microsoft ha mostrato bene questo problema: numeri solidi, ma investimenti così elevati da alimentare dubbi sul ritorno nel breve periodo. Meta è sembrata più convincente grazie alla forza della pubblicità, che rende più credibile il finanziamento della spesa. Google resta cruciale perché i suoi piani di investimento confermano che la corsa infrastrutturale dell'AI è ancora lontana dall'essere finita. La sintesi è che il mercato resta costruttivo sul ciclo industriale dell'AI, ma molto più selettivo su chi ne cattura davvero il valore. Non basta spendere; bisogna dimostrare di saper trasformare quella spesa in ricavi, margini e cassa.

Un ultimo elemento di attenzione riguarda il *private credit*, un segmento che negli ultimi anni è cresciuto rapidamente fino a diventare una componente rilevante del sistema finanziario. A lungo percepito come un'alternativa relativamente stabile ai mercati quotati, oggi mostra però alcune fragilità più evidenti: valutazioni aggiornate con scarsa frequenza, volatilità solo apparentemente contenuta, richieste di rimborso in aumento e primi segnali di pressione su alcuni grandi operatori, da BlackRock a Blackstone fino a Blue Owl. Il punto non è soltanto la liquidità, ma anche la qualità del credito sottostante, in un contesto di leva elevata e di maggiore esposizione a modelli di business, come quello del software, che stanno entrando in una fase più delicata. Non è necessariamente l'inizio di una crisi del settore, ma è importante riconoscere che, quando in un mercato strutturalmente illiquido emerge il bisogno di vera price d*iscovery*, la fiducia può incrinarsi più velocemente del previsto. Il private credit ha funzionato molto bene in anni di abbondante liquidità, volatilità relativamente contenuta e forte ricerca di rendimento. Ma quando la percezione del rischio sale, il tema della liquidità promessa su attivi poco liquidi torna inevitabilmente al centro. Ed è proprio questo che il caso Blue Owl ha messo in evidenza: il mercato vuole capire a quale prezzo reale possano essere trasferiti certi attivi, quanto siano robusti i *marks* e quanta tensione possa emergere se gli investitori chiedono l'uscita in una fase meno favorevole. Più che un incidente isolato, l'episodio è sembrato un primo test di trasparenza per un comparto cresciuto enormemente negli ultimi anni. Il primo trimestre del 2026, in definitiva, lascia un messaggio abbastanza netto: il mercato non è fermo, è frammentato. Gli indici USA avevano iniziato l'anno raccontando una storia di apparente stabilità, ma sotto quella superficie si erano mossi temi molto rilevanti. Alla luce di ciò, il 2026 non sembra tanto l'anno delle grandi certezze quanto piuttosto l'anno in cui il mercato pretende più prove e meno promesse: più chiarezza sui ritorni degli investimenti, più credibilità da parte delle istituzioni e più selezione tra chi crea davvero valore e chi, invece, ha beneficiato soprattutto della narrativa. A questi temi, però, si aggiunge ora un ulteriore elemento di rischio: più il conflitto in Iran perdura, più il contesto macroeconomico può deteriorarsi, aumentando la probabilità di una recessione accompagnata da un rialzo dei prezzi energetici. È uno scenario in cui il rischio di stagflazione si concretizza ogni giorno di più, finché il conflitto resta aperto. Il timore, in questo senso, è che Trump abbia sottovalutato la potenziale durata del conflitto e possa ritrovarsi in una situazione simile a quella di Putin con l'Ucraina, con conseguenze potenzialmente devastanti per l'economia globale.

La borsa di Milano ad inizio 2026

Nel primo trimestre 2026 Piazza Affari ha vissuto una fase nervosa e selettiva, le tensioni geopolitiche in Medio Oriente e il rincaro dell'energia hanno ridisegnato le gerarchie del listino, premiando i settori difensivi e penalizzando quelli ciclici. La BCE ha tenuto i tassi fermi, ma ha segnalato rischi inflazionistici crescenti, alimentando ulteriore incertezza sul quadro macro. In questo contesto, la visibilità dei flussi di cassa e la solidità industriale sono diventati i criteri discriminanti tra vincitori e sconfitti.

Il primo scorcio del 2026 ha consegnato l'immagine di una Piazza Affari nervosa e selettiva, capace di alternare fasi di apparente stabilità a improvvise accelerazioni della volatilità: dopo un avvio d'anno interlocutorio, la seduta del 3 marzo ha segnato una brusca correzione, con il listino in calo di quasi il 4%, mentre nelle settimane successive l'escalation della guerra in Medio Oriente ha riportato al centro della scena il binomio energia-inflazione, accentuando la distanza tra vincitori e sconfitti.

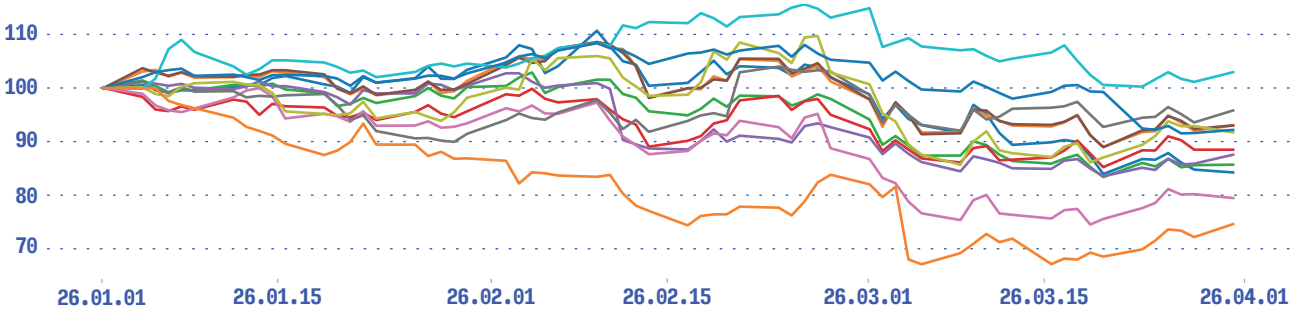
In questo contesto, la BCE ha lasciato invariati i tassi, sottolineando però come il conflitto renda il quadro più incerto e possa alimentare pressioni inflazionistiche nel breve periodo attraverso il rincaro delle materie prime energetiche: una cornice che, nei primi tre mesi dell'anno, ha premiato la visibilità dei flussi di cassa, i business più difensivi e le storie industriali con catalizzatori chiari, mentre ha penalizzato i titoli più ciclici e quelli a più alto beta. I protagonisti assoluti del listino milanese sono stati senza dubbio energia e oil services: Tenaris ed Eni hanno archiviato il periodo con rialzi nell'ordine del 45-50%, mentre Saipem si è spinta oltre il 40%, confermando che il vero motore di Piazza Affari in avvio di 2026 è stato il comparto legato al petrolio.

A spingere questi titoli è stato innanzitutto il balzo del greggio, con il Brent tornato stabilmente intorno alla soglia dei 100 dollari tra timori per la tenuta delle forniture nel Golfo e tensioni attorno allo Stretto di Hormuz, uno scenario che ha indotto diverse case d'investimento a rivedere al rialzo le stime sul petrolio per l'intero 2026. Ma non c'è stato soltanto il fattore legato allo shock energetico: Eni ha rafforzato l'appeal del titolo aggiornando la propria politica di remunerazione, con una maggiore correlazione tra distribuzione agli azionisti ed extra-cassa generata da prezzi elevati del petrolio, oltre a mantenere attivo il *buyback*; Saipem ha beneficiato della crescente visibilità sul portafoglio ordini, sostenuta anche

ANDAMENTO TRIMESTRALE DEL SETTORE BANCARIO E ASSICURATIVO

UCG BPSO UNI MB IG PST BAMI ISP BMED BPE NEXI BMPS

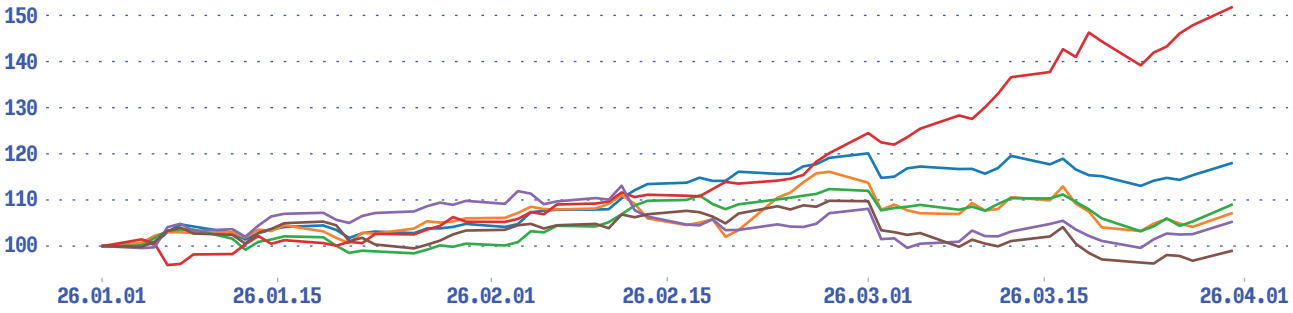
Fonte: Trading View



ANDAMENTO TRIMESTRALE DEL SETTORE ENERGETICO E DELLE UTILITIES

SRG ENEL TRN ENI A2A HER

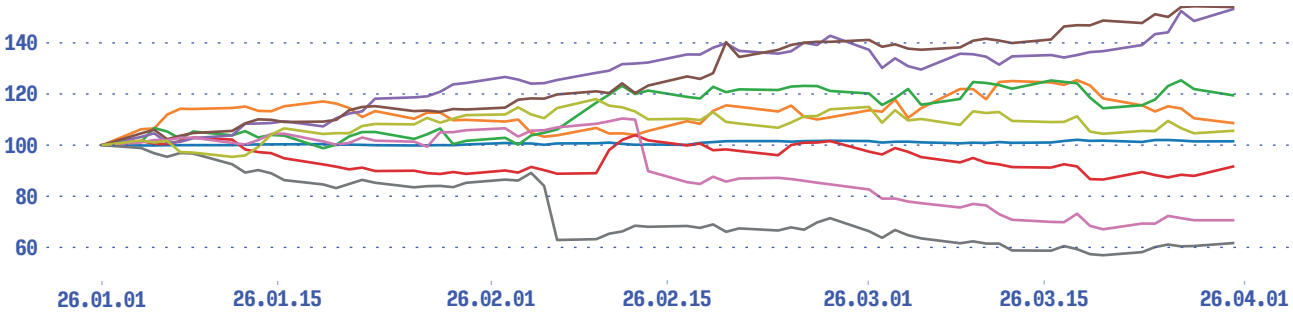
Fonte: Trading View



AND. TRI. DEL SETTORE INDUSTRIALE, AUTOMOTIVE E TECNOLOGICO

IVG LDO STMMI RACE SPM TEN IP STLAM PRY

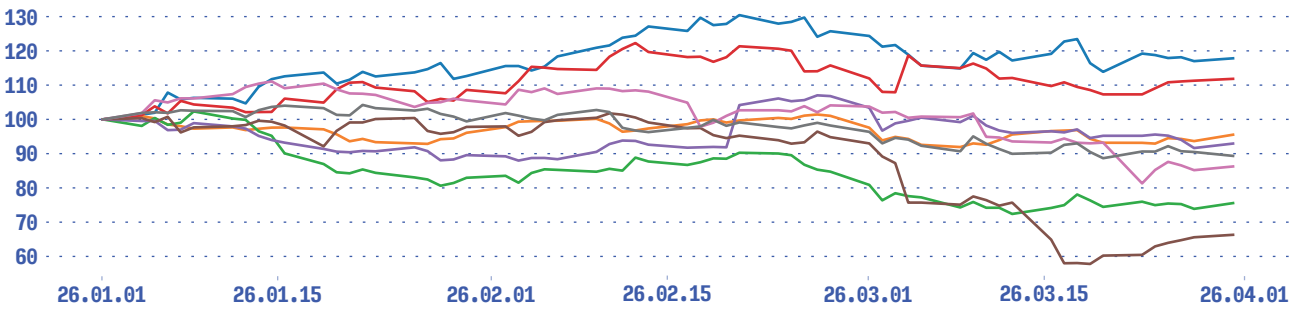
Fonte: Trading View



ANDAMENTO TRIMESTRALE DEL SETTORE CONSUMER

TIT G BC CPR MONC AMP DIA AMZ

Fonte: Trading View



dalle nuove commesse *offshore* in Arabia Saudita nell'ambito del *long term agreement* con Saudi Aramco; Tenaris, infine, è stata spinta dal programma di riacquisto di azioni proprie, elemento che ha ulteriormente rafforzato la narrativa positiva sul titolo.

Alle spalle del blocco energia, un altro segmento decisivo per la tenuta del listino è stato quello composto da difesa e tecnologia industriale. Leonardo ha chiuso il trimestre con un progresso superiore al 20%, sostenuta da risultati 2025 in crescita e da una guidance 2026 giudicata convincente sul fronte di ordini, ricavi e generazione di cassa; STMicroelectronics, dal canto suo, ha registrato un rialzo vicino al 20%, beneficiando di un miglioramento del tono del mercato sulle prospettive del ciclo e di indicazioni che, pur prudenti, hanno lasciato intravedere una fase meno difficile rispetto a quella attraversata nei mesi precedenti. Più regolare, ma non meno importante nelle fasi di avversione al rischio, è stato il contributo delle infrastrutture e delle *utility*: Snam e Telecom Italia si sono portate poco sopra la doppia cifra, Terna e Prysmian hanno chiuso con progressi nell'ordine del 6-7%, mentre Italgas, Enel e A2A hanno segnato rialzi più contenuti, di pochi punti percentuali. Leggermente sotto la parità troviamo la sola Hera. In questo caso il mercato ha premiato soprattutto la qualità della visibilità industriale: Snam ha convinto grazie ai risultati 2025 e al nuovo piano strategico 2026-2030; Italgas ha beneficiato dell'effetto scala e delle prospettive di integrazione legate a 2i Rete Gas; Enel ha insistito sul rafforzamento del portafoglio internazionale e sulla disciplina finanziaria; A2A ha presentato un profilo di continuità, inquadrando il 2025 come anno di consolidamento e il 2026 come prosecuzione di quel percorso; Hera, invece, pur avendo messo sul tavolo un piano industriale articolato, resta per ora una storia che il mercato sembra voler giudicare più sull'esecuzione che sulla promessa. Sempre nel perimetro telecom-infrastrutturale si è vista una divergenza molto netta: Inwit ha accusato una delle flessioni più marcate del comparto, scivolando di circa il 20%, appesantita dalle novità sugli accordi fra operatori nel business delle torri e dalla successiva revisione al ribasso della guidance, mentre Poste Italiane è rimasta sostanzialmente piatta, confermando il proprio profilo di titolo difensivo, capace di difendersi meglio quando il mercato si fa più selettivo.

Sul versante opposto della classifica, i maggiori ribassi si sono concentrati tra i titoli più esposti al ciclo macro. Stellantis è stata il fanalino di coda del trimestre, con una perdita superiore al 40%, dopo un 2025 chiuso in profondo rosso e la decisione di sospendere il dividendo 2026: un colpo pesante per un titolo già alle prese con il delicato riposizionamento industriale.

Amplifon ha lasciato sul terreno quasi il 40%, travolta prima da conti considerati poco brillanti e poi dall'annuncio dell'acquisizione di GN Hearing, operazione di grande ambizione strategica ma percepita dal mercato come onerosa sul piano finanziario. Nexi ha ceduto poco più del 30%, zavorrata da svalutazioni contabili e da una guidance 2026 prudente, soprattutto sul fronte della cassa, mentre Interpump Group ha perso circa un terzo del proprio valore in Borsa, riflettendo un contesto meno favorevole per la meccanica industriale e la sensazione che il ciclo manifatturiero resti ancora debole.

In questo quadro, Iveco Group ha rappresentato una sorta di eccezione nel comparto industriale, riuscendo a mantenersi appena sopra la parità grazie all'attenzione del mercato sulle operazioni straordinarie e sulle tempistiche comunicate dal management, inclusa la partita relativa alla divisione Defence. Il rallentamento dell'industria italiana, con un PMI manifatturiero rimasto in territorio di contrazione, ha pesato anche su Buzzi e ha contribuito a mantenere Pirelli in territorio negativo, mentre in ambito healthcare DiaSorin ha

contenuto i danni, chiudendo in flessione di pochi punti nonostante risultati 2025 coerenti con la guidance e indicazioni sul 2026 tutto sommato incoraggianti. Un altro blocco debole del trimestre è stato quello finanziario, penalizzato dal repricing di inflazione e tassi e dal rialzo dei rendimenti governativi. UniCredit e Intesa Sanpaolo hanno perso circa il 15-16%, FinecoBank e Banca Mediolanum si sono mosse su livelli analoghi, Banco BPM e Mediobanca hanno chiuso con cali poco sopra il 10%, BPER Banca e Banca Popolare di Sondrio hanno registrato perdite intorno al 9%, mentre Azimut Holding ha lasciato sul terreno poco più del 10%, nonostante indicazioni commerciali migliori delle attese.

Sul fronte assicurativo, Unipol e Assicurazioni Generali hanno limitato le perdite ma hanno comunque terminato il trimestre con ribassi prossimi alla doppia cifra, a conferma di come in questo scorcio d'anno il mercato abbia preferito ridurre l'esposizione sull'intero comparto finanziario senza fare grandi distinzioni tra i diversi modelli di business. Più delicato il caso di Banca Monte dei Paschi di Siena, scesa di oltre il 20% in un trimestre in cui gli investitori hanno guardato con crescente attenzione ai temi di governance e consolidamento. Anche lusso e consumer hanno mostrato una performance tutto sommato debole. Ferrari ha perso intorno al 13-14% del suo valore, Moncler ha ceduto qualche punto percentuale, mentre Campari è stata una delle poche eccezioni positive, chiudendo con un progresso vicino al 7%; Brunello Cucinelli, invece, ha corretto di circa il 25% nonostante numeri 2025 solidi, segno che in questo caso il mercato ha colpito soprattutto le valutazioni elevate e la sensibilità del titolo alle prospettive macro più che i fondamentali. A completare il quadro c'è Recordati, in calo di circa il 7-8%, una flessione che assomiglia più a una presa di beneficio su un titolo tradizionalmente difensivo che non a una revisione profonda delle aspettative sugli utili.

La sintesi dei primi tre mesi dell'anno è quindi abbastanza chiara: a trascinare Piazza Affari sono stati energia, *oil services*, difesa e una parte delle infrastrutture regolamentate; a soffrire sono stati invece auto, pagamenti digitali, meccanica, finanza e una parte del lusso. In altre parole, la Borsa di Milano ha confermato di essere, all'inizio del 2026, un mercato dominato dalle rotazioni interne, in cui il prezzo dell'energia, la traiettoria dell'inflazione e le aspettative sui tassi continuano a determinare con grande rapidità chi guida il listino e chi, invece, resta indietro.

MIGLIORI PERFORMANCE ANNUALI

Tenaris
+50%

Eni
+45%

Saipem
+40%

Leonardo
+20%

PEGGIORI PERFORMANCE ANNUALI

Stellantis
–40%

Amplifon
–40%

Interpump
–33%

Nexi
–30%

Lo shock energetico aggrava la "challenging situation" della Federal Reserve

La Fed si muove in un contesto macroeconomico che non ha precedenti recenti per complessità. Il conflitto in Medio Oriente ha spinto il Brent sopra i 100 dollari al barile, con un rialzo del 40% in due settimane; l'inflazione core PCE è risalita al 3,1% su base annua e il report sull'occupazione di febbraio ha sorpreso con un calo di 92.000 unità nei *nonfarm payrolls*, alimentando i timori di stagflazione. Il mercato, che prima del conflitto scontava due tagli, ora non prezza sostanzialmente alcun allentamento nel 2026.

Nel penultimo meeting sotto la presidenza di Powell, la Federal Reserve ha scelto, come da attese, di non toccare i tassi, mantenendo invariato il target dei Fed funds al 3,50%-3,75% e lasciando del tutto intatta l'architettura operativa: sul piano di policy, dunque, non cambia nulla di sostanziale rispetto al recente passato. Le differenze si concentrano soprattutto nella comunicazione, e la novità qualitativamente più importante dello *statement* di marzo è l'ingresso esplicito del rischio geopolitico, con il riferimento alle implicazioni incerte degli sviluppi in Medio Oriente per l'economia statunitense, un passaggio significativo perché segnala un allargamento del perimetro dei rischi osservati e considerati dal Comitato per le scelte di politiche monetaria. Anche sul piano della votazione emerge un cambiamento: a gennaio i voti contrari erano due, quelli di Stephen Miran e Christopher Waller, entrambi favorevoli a un taglio di 25 punti base; a marzo resta invece il solo Miran a spingere per un allentamento immediato, mentre Waller rientra tra quelli a favore della linea attendista. È un passaggio importante perché suggerisce che all'interno del FOMC si è rafforzato il consenso attorno alla scelta di restare fermi e si è ridotta, almeno per ora, la spinta interna verso un allentamento immediato.

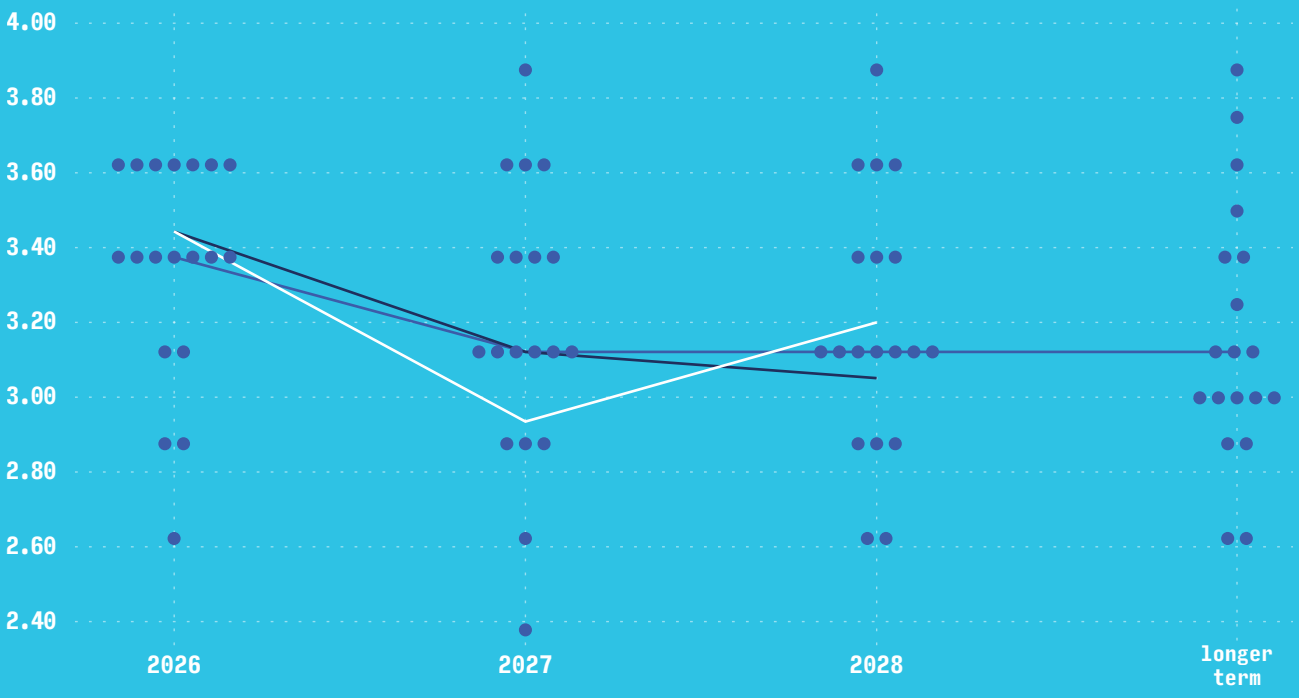
Per quanto riguarda le proiezioni del FOMC, il confronto con dicembre segnala soprattutto che per il 2026 il Comitato vede un' economia leggermente più forte ma anche un'inflazione più persistente, senza però modificare la traiettoria mediana dei tassi: il Pil reale sale al 2,4% dal 2,3%, il tasso di disoccupazione resta al 4,4%, il PCE viene alzato al 2,7% dal 2,4%, il Core PCE al 2,7% dal 2,5%, mentre il *federal funds rate* mediano a fine anno resta fermo al 3,4%. Per gli anni successivi il quadro cambia molto meno: prevalgono piccoli ritocchi verso una crescita un po' più alta e un'inflazione leggermente meno benigna, con mercato del lavoro e traiettoria dei tassi sostanzialmente stabili e con qualche lieve aggiustamento nelle stime di lungo periodo.

Variable	26	27	28	Longer run
Change in real GDP	2.4	2.3	2.1	2.0
December projection	2.3	2.0	1.9	1.8
Unemployment rate	4.4	4.3	4.2	4.2
December projection	4.4	4.2	4.2	4.2
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0
December projection	2.4	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation	2.7	2.2	2.0	
December projection	2.5	2.1	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.4	3.1	3.1	3.1
December projection	3.4	3.1	3.1	3.0

IL DOT PLOT DI MARZO DELLA FED

Proiezioni del FOMC per l'18/03/26
Mediana del FOMC
Futures FED – Ultima valutazione
Tassi Overnight Swap – Ultima valutazione

Fonte: Bloomberg

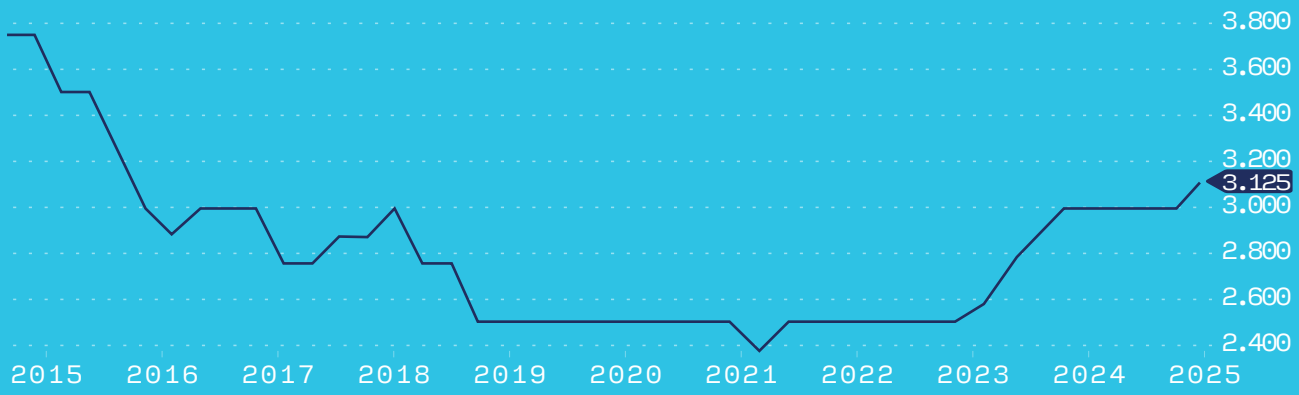


Dallo *speech* di Jerome Powell emerge una Fed che, pur lasciando i tassi invariati, appare molto meno rassicurante di quanto il solo comunicato potesse suggerire. Powell respinge esplicitamente il paragone con la stagflazione degli anni Settanta, ma allo stesso tempo descrive una situazione "molto difficile", in cui lo shock energetico legato al conflitto in Medio Oriente si somma a un'inflazione ancora condizionata dai dazi e a un quadro di forte incertezza sugli effetti macroeconomici futuri. Il tono complessivo è tutt'altro che *dovish*: la sensazione è di una Fed prudente, più improntata alla cautela che a una reale apertura accomodante, intenzionata a guadagnare tempo e a non promettere nulla sui tagli finché non ci sarà evidenza concreta di un nuovo progresso disinflazionistico. A rendere il passaggio ancora più carico di tensione è stata poi la scelta di Powell di legare la propria permanenza alla conclusione dell'indagine del Dipartimento di Giustizia.

STIMA DEL TASSO DI LUNGO PERIODO DELLA FED

Stima mediana della Fed per il tasso di riferimento nel lungo periodo

Fonte: Federal Reserve

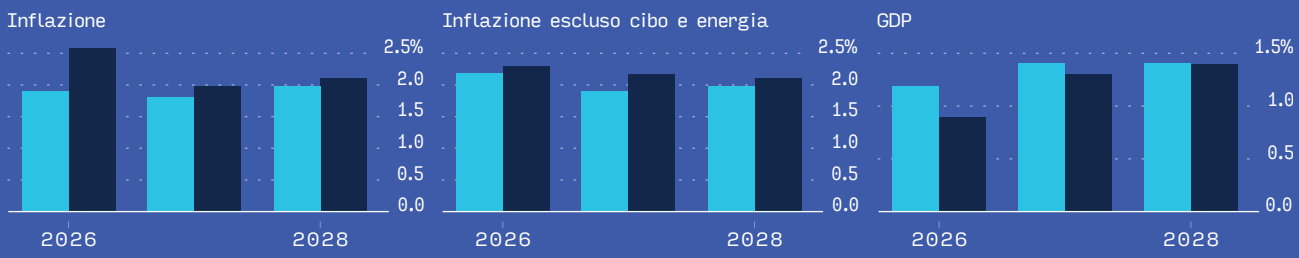


La Banca Centrale Europea

Nel comunicato del 19 marzo la BCE ha lasciato i tassi invariati, ma il vero messaggio non è tanto nella decisione quanto nel cambio di tono con cui descrive il contesto: la guerra in Medio Oriente ha reso l'outlook *"significativamente più incerto"*, con rischi al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita. È una formulazione importante, perché fotografa con chiarezza il dilemma della banca centrale: nel breve periodo l'aumento dei prezzi energetici avrà un impatto materiale sull'inflazione, mentre nel medio termine tutto dipenderà da durata, intensità e propagazione del conflitto. In altre parole, Francoforte riconosce apertamente uno shock stagflazionistico potenziale, senza però concludere che debba essere contrastato subito con nuovi rialzi. Anzi, la BCE continua a ribadire l'approccio *"meeting by meeting"*, senza pre-impegnarsi su un percorso dei tassi, segnalando che il margine di manovra resta aperto ma che, per ora, prevale l'attesa. Anche le nuove proiezioni raccontano bene questa postura: l'inflazione per il 2026 viene rivista al 2,6% dall'1,9% di dicembre, mentre la crescita scende allo 0,9% dall'1,2%; per il 2027 e il 2028 il quadro cambia in misura minore, ma in ogni caso verso un sentiero più fragile.

NUOVE PREVISIONI DI CRESCITA E DI INFLAZIONE DELLA BCE

Fonte: ECB

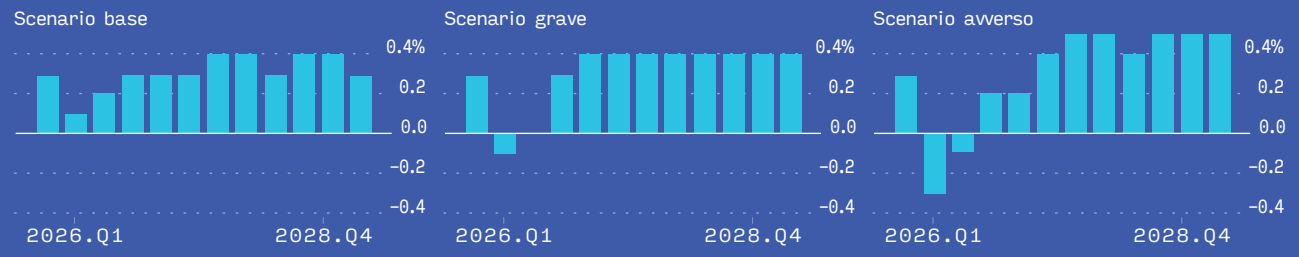


Nella conferenza stampa Christine Lagarde ha cercato di trasmettere calma e controllo, insistendo sul fatto che la BCE sia *"well positioned"*, ben posizionata, per navigare l'incertezza. Ma proprio questa formula rivela il cambio di registro: non ha più ripetuto che l'Eurozona si trova in un *"good place"*, e la differenza non è solo semantica. Significa che la situazione resta gestibile, ma non più confortevole. Lagarde ha inoltre sottolineato che le aspettative di inflazione di breve sono salite, mentre quelle di lungo restano ancorate, e che la banca centrale sta osservando con attenzione mercati energetici, colli di bottiglia, prezzi di vendita e salari. Le analisi di scenario pubblicate a corredo rafforzano la lettura di quanto velocemente un rincaro energetico persistente potrebbe trasformarsi in più inflazione e meno crescita, fino a ipotesi recessive.

Per investitori e imprese, il segnale è chiaro: la BCE non è in modalità panico, ma è entrata in una fase di vigilanza molto più stretta, in cui la flessibilità conta più delle indicazioni di rotta.

SCENARI RECESSIVI DELLA BCE

Fonte: ECB



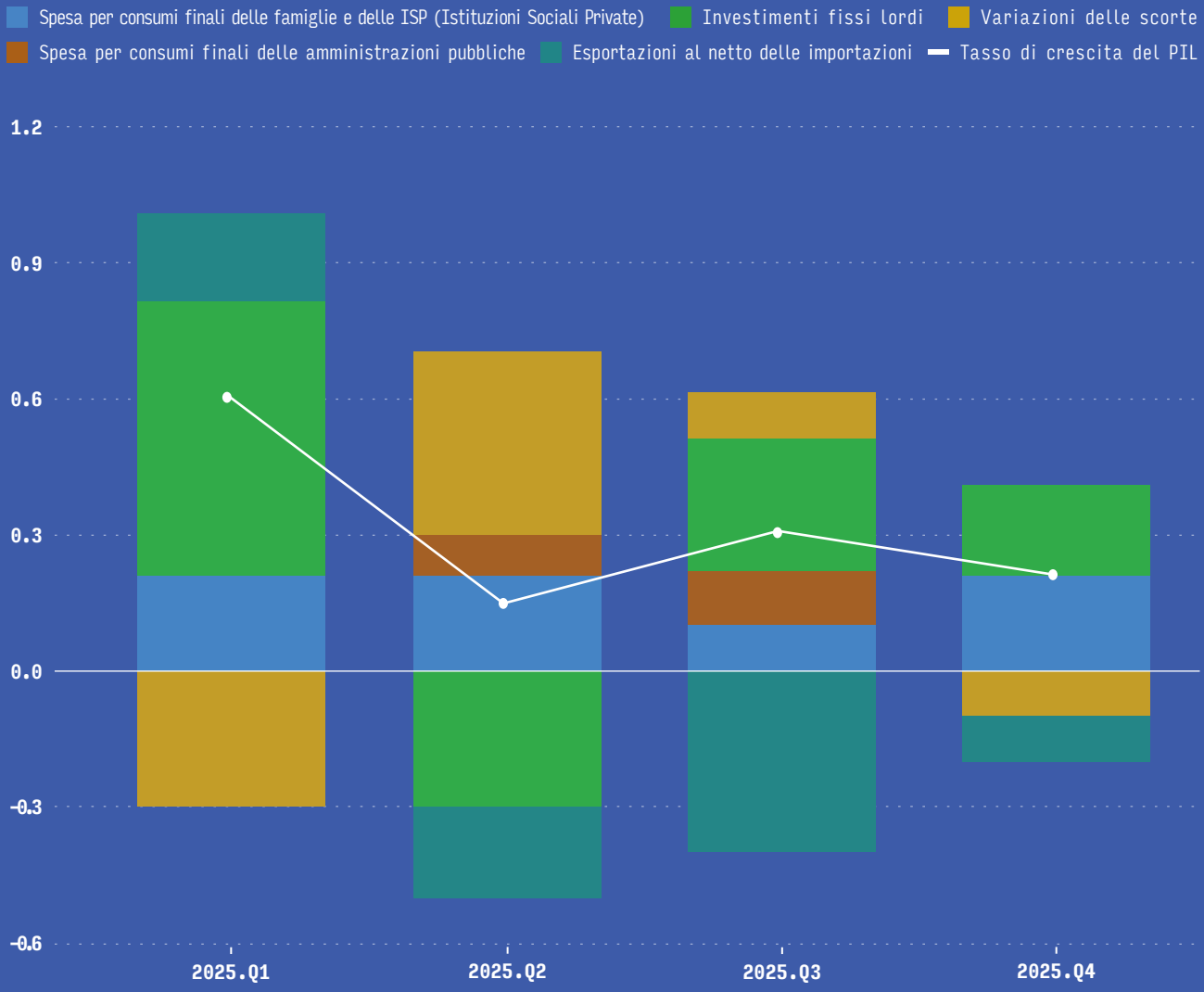
I dati macroeconomici della Zona Euro

Il Pil della Zona Euro nel quarto trimestre del 2025 conferma un'economia ancora in crescita, ma con un passo moderato. Su base trimestrale l'aumento è stato dello 0,2%, in rallentamento rispetto al +0,3% del terzo trimestre, mentre sull'intero 2025 la crescita si è attestata all'1,4%, meglio dello 0,9% registrato nel 2024. Il dato segnala quindi una ripresa che prosegue, ma senza una vera accelerazione. L'elemento più costruttivo è la tenuta della domanda interna: i consumi delle famiglie hanno dato un contributo positivo, così come la spesa pubblica e gli investimenti, segno che il sostegno all'attività economica continua a venire soprattutto dal mercato domestico. Più debole, invece, il commercio estero, con export in calo e un contributo negativo della domanda esterna alla crescita, mentre anche la variazione delle scorte ha pesato sul risultato finale. Per gli investitori il messaggio è chiaro: la Zona Euro evita la stagnazione, ma resta in una fase di espansione lenta, ancora poco brillante e molto dipendente dalla solidità della domanda interna.

SCOMPOSIZIONE DELLA CRESCITA DEL PIL DELL'AREA EURO

Contributi alla crescita (rispetto al trimestre precedente) in punti percentuali.

Fonte: Eurostat

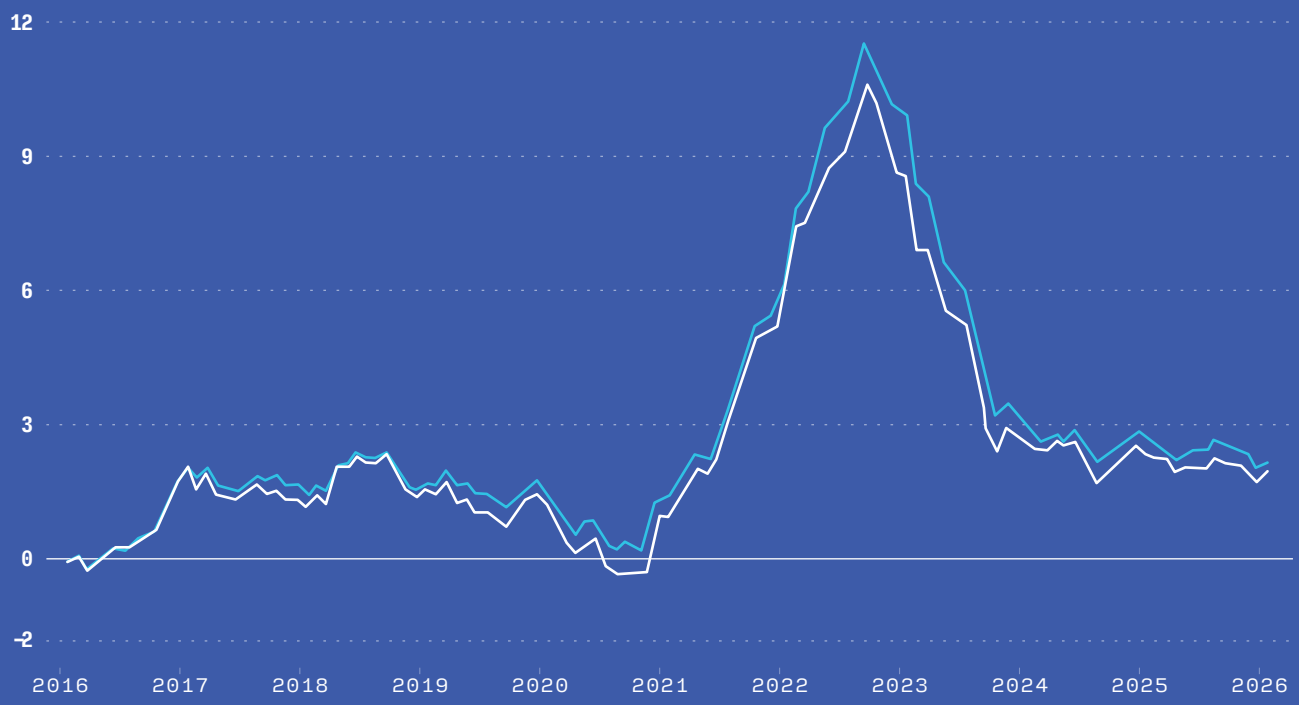


Il PMI composito dell'Eurozona di febbraio 2026 segnala un lieve ma significativo rafforzamento dell'attività economica, con l'indice salito a 51,9 da 51,3 di gennaio, sui massimi degli ultimi tre mesi. Il dato conferma quindi che il settore privato dell'area continua a espandersi e che, almeno in questa fase, la crescita resta trainata soprattutto dal recupero della domanda interna. A sostenere il miglioramento sono stati sia i servizi che il manifatturiero, entrambi in accelerazione, mentre sul piano geografico il contributo più rilevante è arrivato dalla Germania, con Italia e Irlanda anch'esse in territorio positivo.

L'aspetto più incoraggiante per i mercati è il recupero dei nuovi ordini e il miglioramento delle aspettative delle imprese, salite ai livelli più alti da maggio 2024. Resta però qualche elemento di cautela: il report evidenzia infatti una forte accelerazione dei prezzi di acquisto, ai massimi da quasi tre anni, un elemento che richiama attenzione sul fronte inflazione. In sintesi, il dato è positivo per la crescita, ma meno rassicurante per il quadro dei costi. L'inflazione della Zona Euro a febbraio 2026 è risalita all'1,9% dall'1,7% di gennaio, avvicinandosi di nuovo alla soglia del 2%. Il dato segnala quindi una lieve riaccelerazione, ma in un contesto che resta comunque più favorevole rispetto a un anno prima, quando l'inflazione era al 2,3%. L'aspetto più importante è la composizione del dato: la pressione sui prezzi continua a venire soprattutto dai servizi, affiancati da alimentari, alcolici e tabacco, mentre l'energia ha probabilmente per l'ultima volta esercitato un effetto calmierante, contribuendo in senso negativo all'inflazione complessiva. Ovviamente, guardando alle prossime rilevazioni, non va trascurato il rischio che la componente energetica torni a esercitare pressione al rialzo sull'inflazione, alla luce delle tensioni in Medio Oriente e delle recenti interruzioni del traffico nello Stretto di Hormuz, che stanno sostenendo i prezzi del greggio e riaccendendo i timori su forniture e costi energetici. Oltre a ciò, saranno da verificare le spinte interne all'economia legate ai servizi, che non sono ancora del tutto rientrate. Per i mercati è quindi un dato che conferma un quadro di disinflazione ordinata ma non lineare: l'obiettivo della BCE appare vicino, ma non ancora pienamente consolidato e questo giustifica un approccio prudente sulle prossime mosse di politica monetaria.

TASSO ANNUALE DI INFLAZIONE

Fonte: Eurostat



CLIMA DI FIDUCIA DELLE IMPRESE IFO

Fonte:
Ifo Business Survey

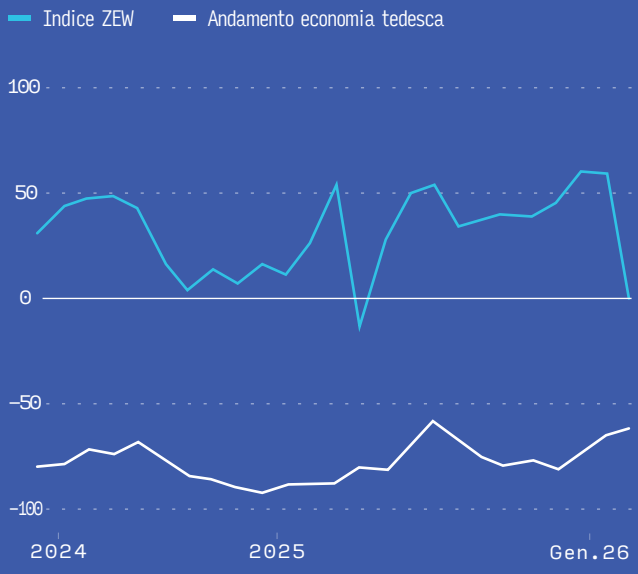


I dati di gennaio confermano un quadro ancora misto per la Zona Euro: da un lato i consumi tengono, dall'altro l'industria resta debole. Le vendite al dettaglio hanno registrato un lieve calo congiunturale dello 0,1% rispetto a dicembre, dopo il modesto recupero del mese precedente, segnalando una dinamica dei consumi ancora poco brillante nel breve termine. Tuttavia, su base annua il dato resta positivo, con un aumento del 2%, sostenuto soprattutto dai beni non alimentari e, in misura più contenuta, da alimentari e carburanti. Molto più fragile appare invece il quadro della produzione industriale, scesa dell'1,5% su base mensile e dell'1,2% rispetto a un anno prima. Il calo è stato diffuso a quasi tutte le principali componenti, in particolare beni strumentali e beni di consumo, mentre solo l'energia ha mostrato un recupero. Per i mercati il messaggio è chiaro: la domanda interna continua a offrire un sostegno mentre il settore manifatturiero della Zona Euro resta in affanno e continua a rappresentare il punto debole dell'economia.

Il tasso di disoccupazione della Zona Euro a gennaio 2026 è sceso al 6,1%, in lieve miglioramento sia rispetto al 6,2% di dicembre sia rispetto al 6,3% di un anno prima, confermando la tenuta del mercato del lavoro europeo in una fase di crescita ancora modesta. In termini assoluti, i disoccupati nell'area euro sono stimati in circa 10,8 milioni, con una riduzione significativa sia su base mensile sia su base annua. Il dato nel complesso resta incoraggiante perché segnala che, nonostante la debolezza dell'industria e un ciclo economico ancora poco brillante, l'occupazione continua a mostrarsi resiliente. Un segnale positivo arriva anche dal calo della disoccupazione giovanile rispetto al mese precedente, scesa al 14,8%, anche se il confronto con gennaio 2025 resta meno favorevole in termini assoluti. Il mercato del lavoro continua a essere uno dei principali punti di forza della Zona Euro nonché un sostegno importante per consumi e domanda interna.

Le rilevazioni pubblicate nel mese di marzo restituiscono un quadro contrastato ma istruttivo per l'economia tedesca. Da una parte, l'indice ZEW di marzo ha subito un vero e proprio crollo, con le aspettative scese sotto lo zero dopo il forte recupero di inizio anno: il messaggio degli analisti finanziari è che l'escalation del conflitto in Medio Oriente, attraverso il rialzo dei prezzi energetici e il rischio di nuove pressioni inflazionistiche, potrebbe rallentare la ripresa appena abbozzata, soprattutto nei settori più energivori come chimica, auto e meccanica. Per contro, l'ifo di febbraio aveva mostrato un clima aziendale in miglioramento, segnalando i primi timidi segnali di recupero dell'economia tedesca grazie a una valutazione meno negativa della situazione corrente e a un moderato miglioramento delle aspettative, con progressi in manifattura, servizi e costruzioni. Letti insieme, i due indicatori suggeriscono quindi che la Germania stava provando a uscire dalla fase più debole del ciclo, ma che lo shock geopolitico di marzo rischia di compromettere questo percorso, riaprendo interrogativi su crescita, inflazione e fiducia delle imprese.

INDICE DI SENTIMENTO ECONOMICO ZEW

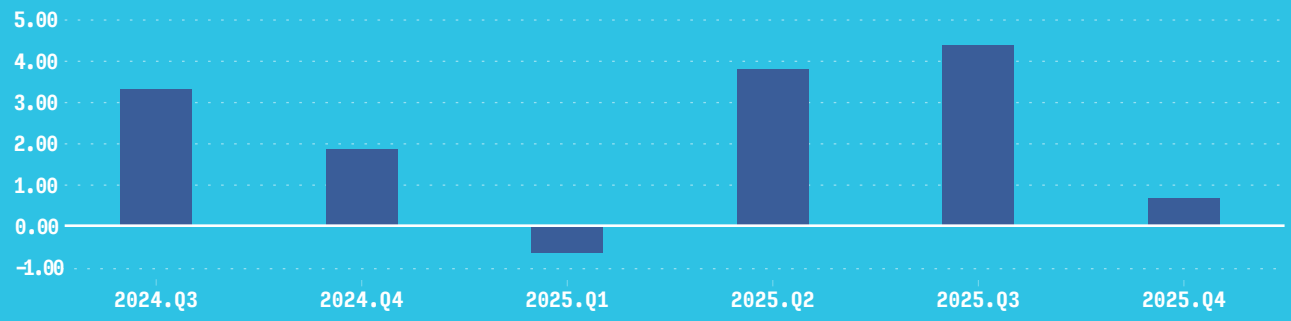


I dati macroeconomici US

La seconda stima del Pil statunitense del quarto trimestre 2025 consegna ai mercati un messaggio duplice, e per certi versi più utile del dato headline letto isolatamente. Da un lato, l'economia americana ha continuato a crescere anche nella parte finale dell'anno, evitando segnali di vera contrazione; dall'altro, il passo si è ridotto in modo evidente rispetto al trimestre precedente, con un aumento annualizzato dello 0,7% dopo il 4,4% del terzo trimestre. Il rallentamento non sorprende del tutto, ma la revisione al ribasso rispetto alla prima lettura (+1,4%) conferma che la dinamica si è indebolita più del previsto, soprattutto per effetto di esportazioni, consumi, spesa pubblica e investimenti meno robusti di quanto inizialmente stimato. Il punto più importante, però, è che la crescita resta ancora sorretta dalla domanda interna: i consumi delle famiglie e gli investimenti continuano a fornire un contributo positivo, anche se con meno slancio, e questo suggerisce che il motore domestico dell'economia americana non si è spento, ma sta semplicemente girando ad un ritmo più contenuto. Anche il dato sull'intero 2025, con un Pil reale in aumento del 2,1%, va letto in questa chiave: non un anno di boom, ma nemmeno di frenata brusca, piuttosto una fase di normalizzazione dopo ritmi più sostenuti. Sul fronte dei prezzi, tuttavia, il quadro resta meno rassicurante: nel quarto trimestre l'indice dei prezzi per gli acquisti interni è salito del 3,8%, mentre il PCE, la misura di inflazione più osservata negli Stati Uniti, si è attestato al 2,9%, con il dato "core", al netto di energia e alimentari, al 2,7%. In altre parole, la crescita rallenta, ma le pressioni inflazionistiche non sono ancora del tutto riassorbite. Per gli investitori, questa combinazione implica uno scenario ancora aperto: l'economia Usa non mostra oggi i tratti di una recessione imminente, ma neppure quelli di una ripartenza vigorosa; allo stesso tempo, il persistere di un certo livello di inflazione suggerisce che la politica monetaria dovrà restare prudente.

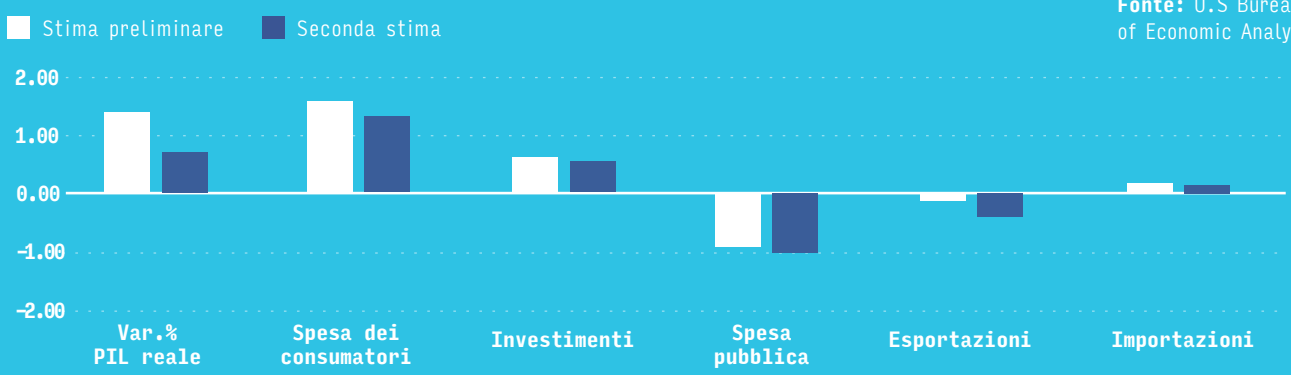
PIL REALE - VARIAZIONE % RISPETTO AL TRIMESTRE PRECEDENTE

Fonte: U.S Bureau of Economic Analysis



CONTRIBUTI ALLA VARIAZIONE % DEL PIL REALE, 4° TRIM. 2025

Fonte: U.S Bureau of Economic Analysis



L'ISM manifatturiero di febbraio offre ai mercati un segnale incoraggiante, ma non ancora abbastanza solido da autorizzare letture troppo ottimistiche. L'indice principale si è attestato a 52,4 punti, in lieve calo rispetto a gennaio ma comunque sopra la soglia di 50 che separa espansione e contrazione: significa che l'industria americana continua a crescere, anche se a un ritmo un po' meno vivace rispetto al mese precedente. Il dato va letto con attenzione soprattutto perché si tratta solo della seconda espansione consecutiva e appena della terza negli ultimi 40 mesi: un miglioramento, dunque, ma ancora inserito in un quadro che resta fragile e discontinuo. Gli aspetti positivi non mancano. I nuovi ordini restano su livelli espansivi, il portafoglio ordini migliora nettamente e la produzione continua a crescere, elementi che suggeriscono una domanda ancora presente e una base industriale che prova a consolidare il rimbalzo. Anche il fatto che le scorte dei clienti vengano giudicate "troppo basse" è, in prospettiva, un segnale potenzialmente favorevole, perché potrebbe tradursi in nuova attività produttiva nei prossimi mesi. Tuttavia, il report contiene anche un elemento di cautela molto rilevante per gli investitori: la componente prezzi è balzata a 70,5 punti, il livello più alto da metà 2022. In termini semplici, le imprese manifatturiere stanno registrando un forte aumento dei costi degli input, e questo rischia di riaccendere timori inflazionistici proprio mentre il mercato cerca conferme sulla possibilità di una politica monetaria meno restrittiva. A ciò si aggiunge un mercato del lavoro industriale ancora debole: l'occupazione resta sotto quota 50, quindi in contrazione, anche se in lieve miglioramento, segno che molte aziende continuano a privilegiare il controllo degli organici rispetto a nuove assunzioni. Nel complesso, il messaggio è chiaro: il manifatturiero statunitense sta uscendo dalla lunga fase di debolezza, ma la ripresa non è ancora ampia né lineare. Per gli investitori è un dato moderatamente positivo sul fronte della crescita, ma meno rassicurante sul versante dei prezzi.

L'ISM dei servizi di febbraio consegna ai mercati un segnale decisamente più robusto rispetto a quello fornito dal manifatturiero e conferma che, almeno per ora, il vero motore dell'economia americana continua ad essere il terziario. L'indice principale è salito a 56,1 punti dai 53,8 di gennaio, toccando il livello più alto da luglio 2022 e registrando il ventesimo mese consecutivo in area di espansione. In termini semplici, significa che l'attività nei servizi non solo continua a crescere, ma ha anche accelerato in modo evidente. A colpire positivamente sono soprattutto tre elementi: il forte progresso dell'attività corrente, il netto miglioramento dei nuovi ordini e il ritorno in espansione del portafoglio ordini, tutti segnali coerenti con una domanda interna ancora solida e con imprese che vedono un contesto operativo in rafforzamento. Anche l'occupazione resta in territorio positivo per il terzo mese consecutivo, un'indicazione importante perché suggerisce che il settore continua ad assorbire lavoro e quindi a sostenere, almeno in parte, redditi e consumi. Un altro aspetto rilevante per gli investitori riguarda i prezzi. L'indice dedicato ai costi resta elevato, quindi le pressioni inflazionistiche non sono scomparse, ma a febbraio è sceso in modo sensibile rispetto a gennaio e ha toccato il livello più basso degli ultimi undici mesi. È un dettaglio non secondario: da un lato conferma che le imprese dei servizi continuano a fare i conti con costi ancora in aumento; dall'altro suggerisce che la spinta inflazionistica potrebbe almeno non stare

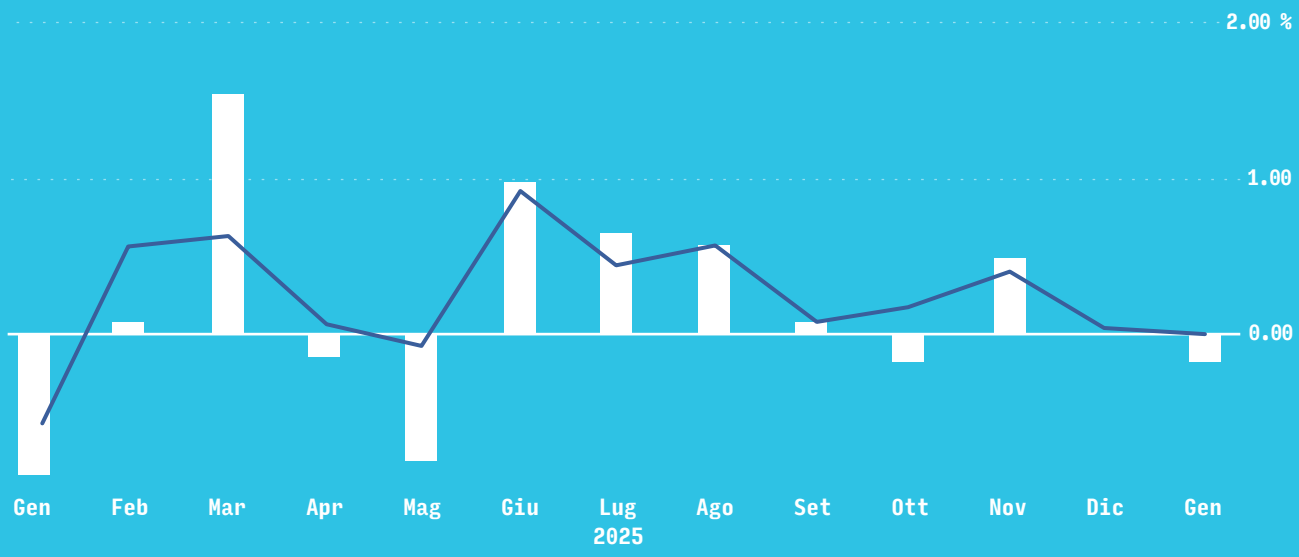
METRICA	ATTUALE	STIMA
Retail sales (MoM)	−0.2%	−0.3%
Sales ex. autos (MoM)	0.0%	0.0%
Control group sales (MoM)	+0.3%	+0.3%

peggiorando. Nel complesso, il terziario americano appare in accelerazione, e questo aiuta a compensare la fragilità del manifatturiero, anche se il quadro resta quello di un'economia solida ma non priva di elementi di attenzione sul fronte inflattivo.

Le vendite al dettaglio negli Stati Uniti hanno registrato a gennaio un lieve calo mensile dello 0,2%, frenate soprattutto dalla debolezza delle vendite di autoveicoli e dagli effetti delle severe condizioni meteo che hanno interessato ampie aree del Paese. Al netto del comparto auto, la dinamica dei consumi è risultata sostanzialmente stabile, mentre la componente *"control group"*, quella che alimenta direttamente il calcolo della spesa per beni nel PIL ha mostrato una crescita dello 0,3%, segnalando una tenuta di fondo della domanda. Il quadro rimane tuttavia eterogeneo: mentre alcune categorie hanno evidenziato contrazioni, si è osservato un aumento degli acquisti presso i rivenditori online e nei negozi di materiali per l'edilizia. In prospettiva, la moderazione dei consumi si inserisce in un contesto di crescente cautela da parte delle famiglie, legata alle preoccupazioni per il mercato del lavoro e per il costo della vita, pur con una domanda ancora sostenuta nelle fasce di reddito più elevate.

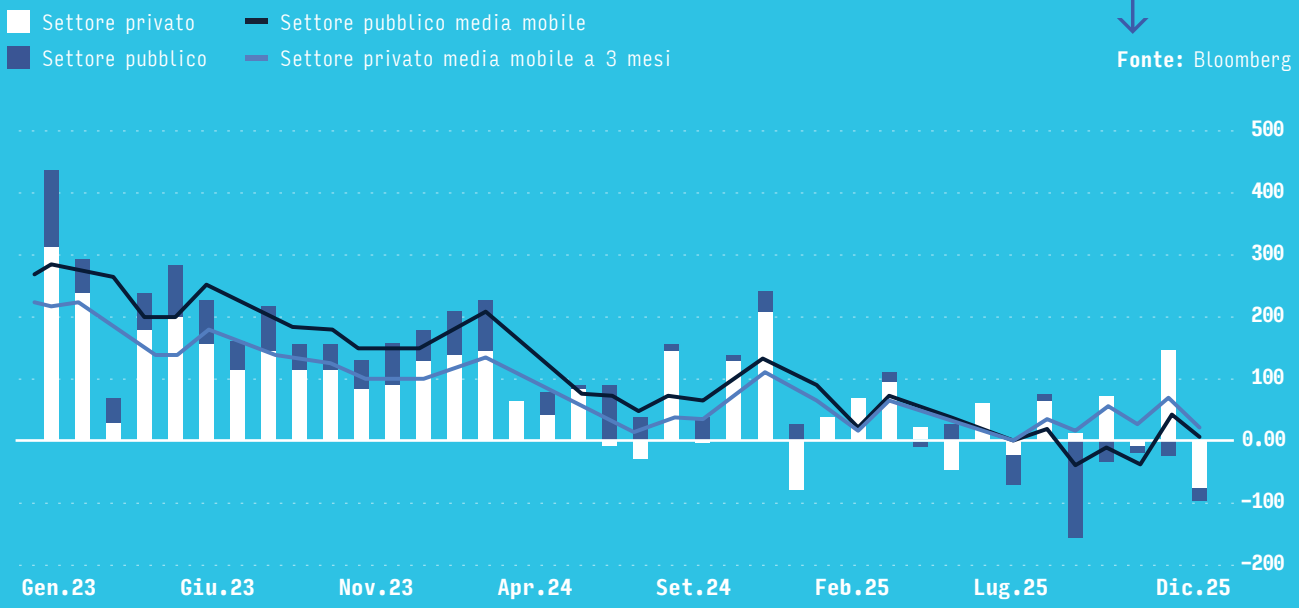
ANDAMENTO DELLE VENDITE AL DETTAGLIO NEGLI USA

Fonte: Us Department of Commerce



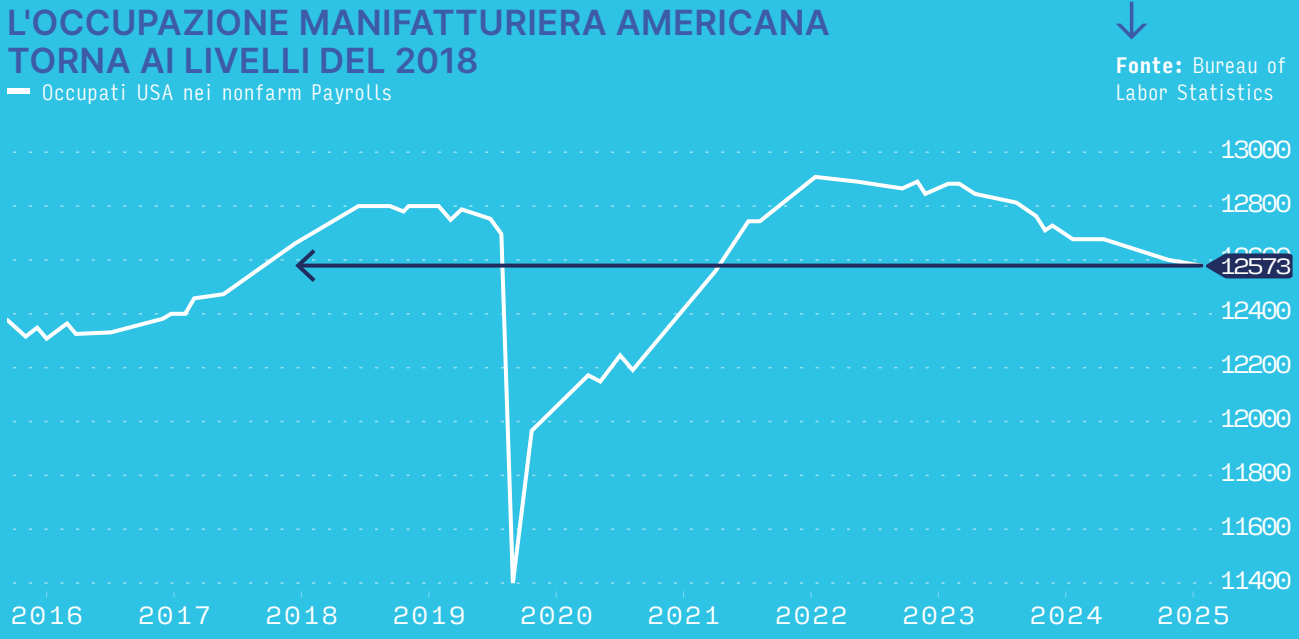
Il *job report* statunitense relativo a febbraio ha sorpreso negativamente gli analisti, mostrando un calo di 92.000 posti di lavoro non agricoli a fronte di attese positive e un aumento del tasso di disoccupazione al 4,4%. Tra i principali elementi emersi, cinque aspetti meritano particolare attenzione: primo, la contrazione dell'occupazione rappresenta una delle più significative dall'epoca pandemica; secondo, parte della debolezza è attribuibile allo sciopero nel settore sanitario e alle condizioni meteo particolarmente rigide, ma il rallentamento appare comunque diffuso tra diversi comparti; terzo, il tasso di partecipazione al mercato del lavoro è sceso ai livelli più bassi dal 2021, con un calo anche tra i lavoratori nella fascia 25-54 anni; quarto, l'occupazione manifatturiera è scesa ai minimi degli ultimi quattro anni, mentre costruzioni, trasporti e logistica hanno registrato riduzioni; quinto, il dato si inserisce in un contesto in cui la dinamica occupazionale aveva già mostrato segnali di indebolimento dopo un anno tra i più negativi in termini di assunzioni al di fuori delle fasi recessive. Nel complesso, il report incrina la narrativa di una stabilizzazione del mercato del lavoro statunitense: sebbene molti analisti invitino a leggere il dato con prudenza per via dei diversi fattori temporanei

VARIAZIONE DEI NON FARM PAYROLLS

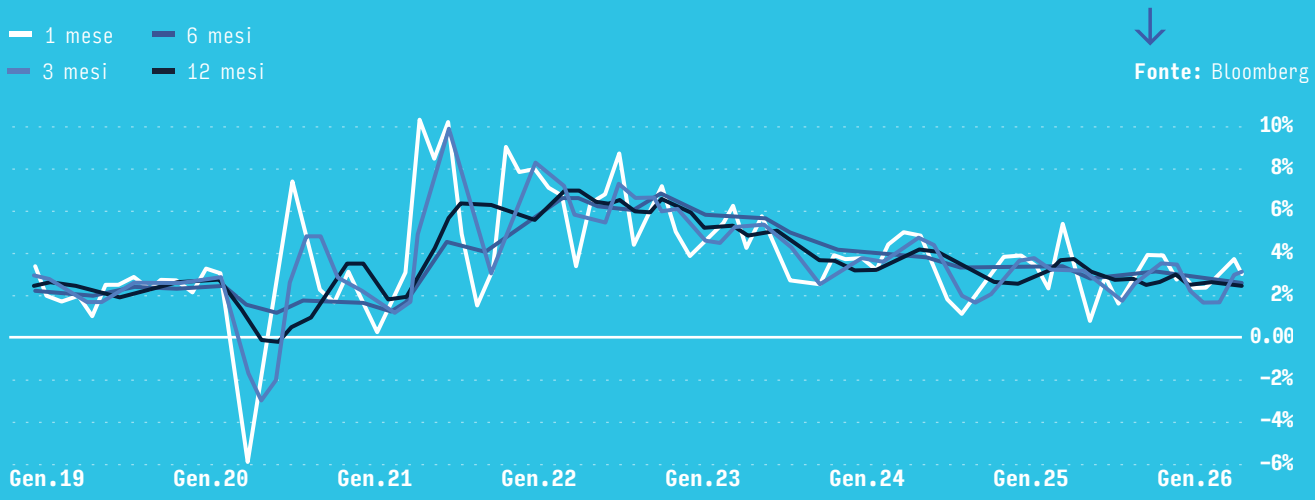


— tra cui condizioni meteo particolarmente rigide, scioperi nel settore sanitario e revisioni statistiche — che avrebbero amplificato la debolezza del dato mensile, emergono segnali di fragilità più strutturali, con imprese che iniziano a tradurre in tagli effettivi i piani di riduzione del personale annunciati negli ultimi mesi. A ciò si aggiunge un contesto di rapidi guadagni di produttività e crescente integrazione dell'intelligenza artificiale nei processi aziendali, fattori che potrebbero consentire ad alcune imprese di operare con organici più snelli nei prossimi trimestri. Il quadro di fondo appare di conseguenza meno solido rispetto ai mesi precedenti: la media degli ultimi tre mesi mostra una crescita occupazionale ormai molto modesta e alcuni settori ciclici, come manifattura, costruzioni e logistica, stanno tornando a perdere posti di lavoro. In conclusione, il report rafforza l'idea di un mercato del lavoro in fase di rallentamento graduale, con implicazioni più complesse per le prossime decisioni di politica monetaria.

L'OCCUPAZIONE MANIFATTURIERA AMERICANA TORNA AI LIVELLI DEL 2018

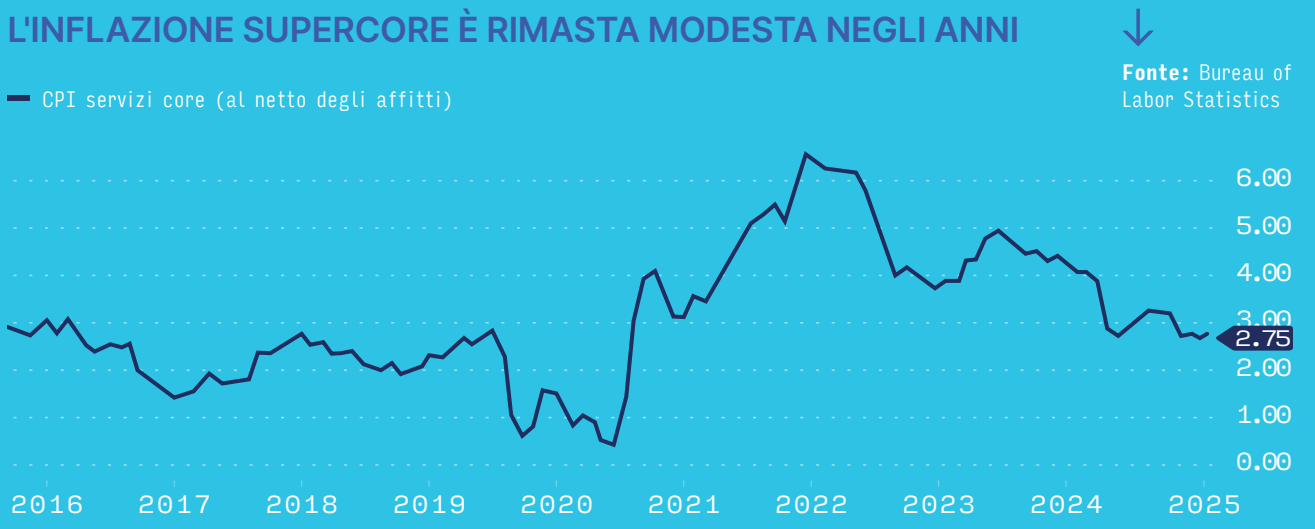


L'INFLAZIONE USA SU DIVERSE FINESTRE TEMPORALI

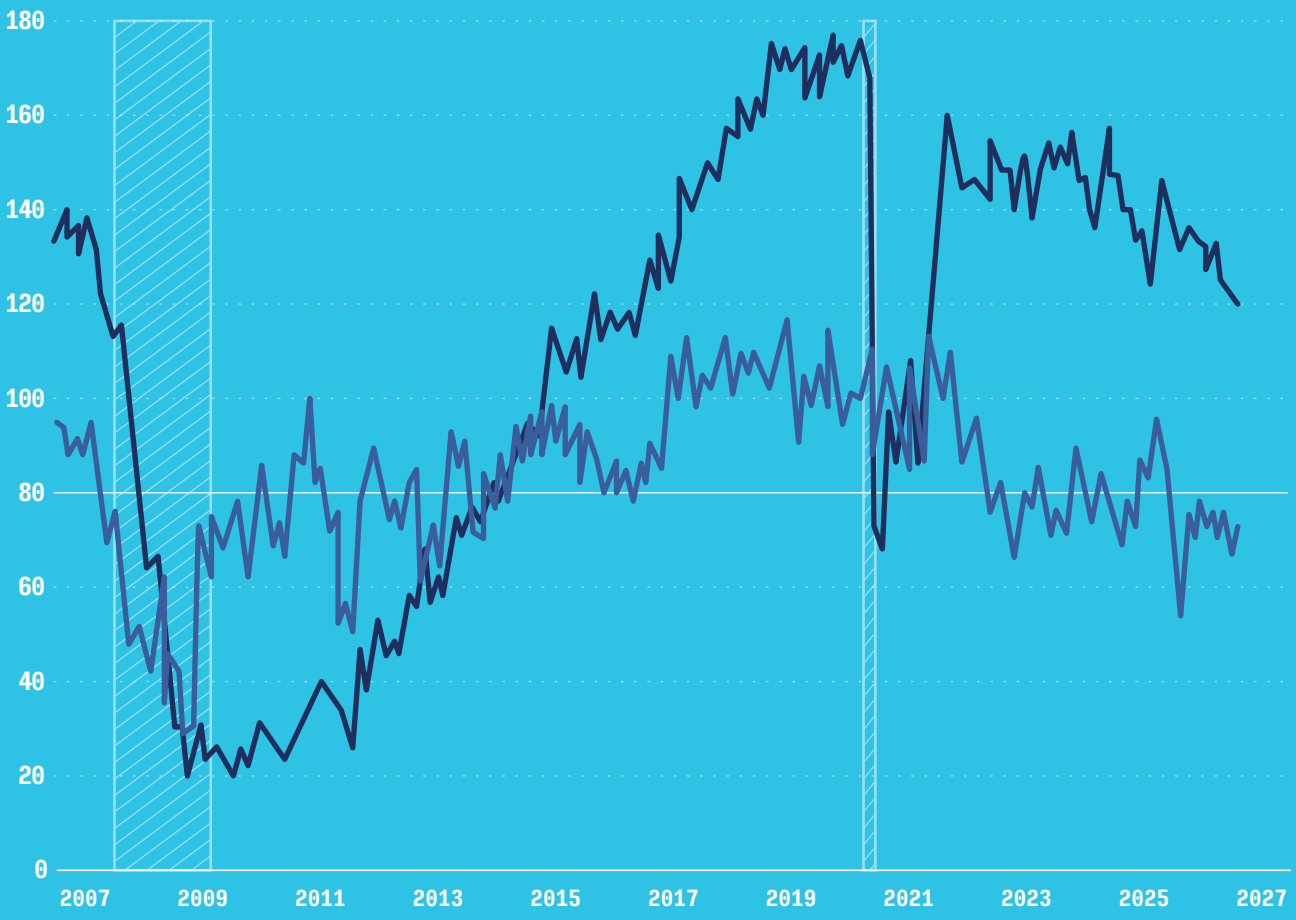


Per quanto riguarda l'inflazione, il dato di febbraio conferma un quadro in apparenza abbastanza rassicurante: sia l'indice generale sia il core sono usciti in linea con le attese, con un +0,3% mensile per il CPI e un +0,2% per la misura al netto di alimentari ed energia. Su base annua, il messaggio è ancora più incoraggiante: headline e core CPI sono usciti anch'essi in linea con il consensus degli analisti, con il core al 2,5%, minimo dal 2021, segnale che la pressione inflazionistica di fondo continua a diminuire, anche se con gradualità. Anche il "supercore" registra un passo meno sostenuto rispetto a gennaio, indicando che le pressioni nei servizi ex-alloggio non stanno accelerando. A spingere il dato complessivo è stata soprattutto l'energia, con il rialzo mensile più forte da settembre, mentre shelter e servizi hanno mostrato aumenti tutto sommato contenuti. Nei dettagli, però, restano alcuni segnali di rincaro tutt'altro che trascurabili: abbigliamento e beni per la casa accelerano, coerentemente con i primi effetti dei maggiori costi lungo le filiere produttive; al contrario, auto usate e assicurazioni rallentano e contribuiscono a frenare il dato complessivo. Il punto decisivo, tuttavia, è che il mercato considera questo report quasi già vecchio: fotografa un'economia pre-shock energetico, mentre l'attenzione si è spostata sulla guerra con l'Iran, sul petrolio e sui possibili effetti secondari su energia, alimentari e aspettative. Il *sentiment* che emerge è quindi duplice: sollievo tecnico per un CPI non problematico, ma scarsa fiducia nel suo valore prospettico, anche perché le componenti che confluiscono nel PCE fanno pensare a una dinamica ancora troppo vivace per essere pienamente compatibile con il target Fed. In altre parole, buon dato, ma già superato dagli eventi.

L'INFLAZIONE SUPERCORE È RIMASTA MODESTA NEGLI ANNI



SITUAZIONE ATTUALE VS ASPETTATIVE



Fonte: The Conference Board

La *Consumer Confidence* misurata dal *Conference Board* per il mese di febbraio ha offerto un segnale moderatamente incoraggiante, ma non ancora tale da cambiare davvero il quadro di fondo. L'indice generale è salito a 91,2 punti dagli 89 di gennaio, recuperando solo in parte le flessioni dei mesi precedenti: in altre parole, la fiducia dei consumatori americani migliora, ma resta su livelli inferiori rispetto ai picchi osservati tra il 2024 e l'inizio del 2025. Almeno in termini assoluti, il dato sulle aspettative continua, da ormai un anno, a rimanere al di sotto della soglia che indica recessione nel corso dei 12 mesi successivi (80). Ciononostante, la novità più interessante arriva proprio dal recupero delle aspettative (+4,8 punti), ovvero da una minore sfiducia sul prossimo futuro di economia, lavoro e redditi. Al contrario, la percezione della situazione attuale peggiora ancora leggermente (-1,8 punti), segno che le famiglie continuano a vedere un contesto presente non del tutto rassicurante. Anche il mercato del lavoro, pur mostrando un piccolo miglioramento nella percezione dei consumatori, non appare abbastanza forte da generare un deciso cambio di umore.

Per i mercati è quindi un dato solo parzialmente positivo: suggerisce che il consumatore americano non sta cedendo, ma conferma anche che la fiducia resta fragile e che la tenuta della spesa andrà verificata nei prossimi mesi. Staremo a vedere se il trend strutturale positivo dell'azionario americano continuerà a convivere con una fiducia dei consumatori in continuo e progressivo calo dai picchi registrati prima del Covid.

/ IMMOBILIARE

Il mattone, oggi, è una strategia

Marco Daghero ci racconta come la disciplina, tempi e governance siano scelte che distinguono il "bene rifugio" dalla vera creazione di valore.

Andrea Dalla Nora
Wealth Manager di
Cuniberti & Partners SIM S.p.A.

Partiamo dalle origini: come nasce la sua storia nel mercato immobiliare e quale ruolo ha avuto la sua famiglia in questo percorso?

Torchio & Daghero, nasce come impresa edile a Torino nel secondo dopoguerra, fondata da Giovanni Torchio e suo genero Ettore Daghero nel sulle ali del boom della ricostruzione.
A seguito dell'uscita dall'impresa del co-fondatore Torchio a fine anni '60, il nome viene tuttora mantenuto per tradizione, sebbene la società sia stata da allora gestita dalla famiglia Daghero, prima da Roberto, mio padre, e ora da me.

Di fatto posso dire di essere stato cresciuto a *"pane e mattoni"*, tuttavia il mio carattere indipendente e curioso mi ha portato inizialmente verso altre strade.



A vent'anni ero a studiare in Spagna con il progetto Erasmus, rientrato ho iniziato a lavorare presso una multinazionale ed in seguito nel dipartimento di corporate finance di una banca d'affari, il tutto mentre prendevo una laurea specialistica in economia manageriale. Non soddisfatto, con i pochi risparmi messi da parte, ho viaggiato in solitaria per un anno abbondante con lo zaino in spalla e solo al mio rientro causato da vicissitudini familiari, ho deciso di entrare in azienda con il patto esplicito con mio padre che avrei avuto possibilità di trasformarla e modificarla a mio giudizio, promessa che è stata ampiamente mantenuta e di questo non smetterò mai di ringraziarlo.

Il passaggio generazionale è spesso un momento delicato per ogni impresa familiare. Come ha vissuto personalmente questa fase e quali sono state le principali sfide da affrontare?

L'approccio che mio padre ed io ci siamo sempre dati è quello di soci in affari più che di padre e figlio: idee chiare e definite fin dal principio, una visione condivisa ed una libertà manageriale sempre maggiore che mi è sempre stata concessa, fino a prendere definitivamente le redini dopo una decina d'anni circa dal mio ingresso in società. Questo non significa che non ci siano stati attriti, ma che sono stati sempre approcciati in termini molto professionali cercando di lasciare il lato personale alle cene ed ai momenti in famiglia. La riservatezza di mio padre ha aiutato questo processo, così come la sua fiducia nei miei confronti.

La sfida principale è stata fin da subito la sopravvivenza dell'attività: ho iniziato a lavorare in Torchio e Daghero nel 2008, per cui sono incorso fin da subito nella gestione della crisi originata dai mutui subprime che nell'edilizia è durata fino oltre il 2013. Mio padre aveva vissuto in precedenza momenti di crisi ciclica ma niente di paragonabile: il difficile è stato convincerlo a cambiare radicalmente modo di lavorare senza che io avessi alle spalle sufficiente esperienza, ma solo tanti buoni propositi. È andata bene, ciò ha rafforzato la sua fiducia ed accelerato il passaggio del timone.





↗ **Palazzo della Luca – Torino**

Un tempo l'immobile rappresentava soprattutto sicurezza, conservazione del capitale, radicamento sul territorio. Oggi si parla sempre più di operazioni strutturate e talvolta speculative. Come ha visto evolvere questo approccio nel corso della sua esperienza?

L'aver studiato economia, aver lavorato anche solo per un breve periodo in corporate finance, così come aver girato un po' per il mondo, mi ha aiutato ad allargare la mia visione e ad approcciare l'edilizia in maniera differente.

Ho sempre ritenuto il mercato immobiliare italiano "vecchio" e basato su logiche anacronistiche, sia in termini di approccio sia in termini di prodotto finale, ne è prova che nel resto del mondo occidentale il mercato funziona in maniera diversa già da prima che io iniziassi a lavorare.

Fino a che si guadagnava, le imprese edili italiane non si sono date da fare per cambiare e modernizzarsi, le crisi di mercato che si sono susseguite negli ultimi 15 anni abbondanti hanno però cambiato le carte in tavola: chi si è adattato è sopravvissuto e magari è anche cresciuto, chi non lo ha fatto ha cambiato lavoro o si è ridotto in maniera radicale.



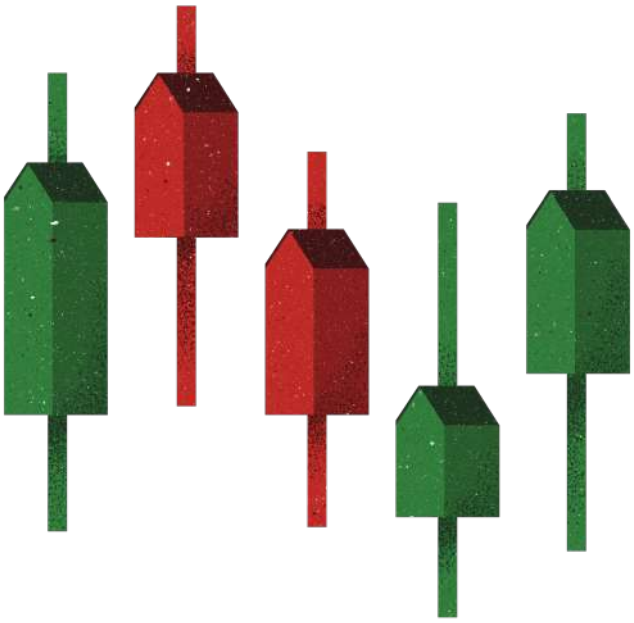
↗ **Torre Lesna – Grugliasco**

Nel momento in cui ha raccolto il testimone, ha percepito una differenza tra la logica dell' "acquistare per conservare" e quella dell'"investire per valorizzare"? Come ha interpretato questo cambiamento?

La conservazione è statica, la valorizzazione è dinamica. La mia indole mi porta verso il dinamismo, più per carattere personale che non per strategia di mercato, tuttavia non ritengo che questo concetto rappresenti un "cambiamento" del settore immobiliare. Quando si va in banca per investire i propri risparmi, la prima cosa a cui si è sottoposti è la compilazione di un questionario per definire il proprio profilo di rischio, affinchè il gestore possa comprendere se si è più portati a conservare il proprio capitale o investirlo in attività più rischiose e possibilmente più remunerative. Lo stesso principio è da applicare all'immobiliare: non trovo ci sia nulla di sbagliato in investire nel mercato immobiliare con l'intento di conservare puramente il valore investito. Magari si ha un'altra parte di patrimonio investita in prodotti finanziari ad alto rischio e quindi si cerca una compensazione, oppure semplicemente si ha un'indole poco avvezza al rischio e quindi ci si accontenta di conservare quello che già si possiede. Gli stessi fondi immobiliari si differenziano tra fondi di sviluppo più votati ad operazioni speculative ed altri concentrati su operazioni a reddito con rendimenti minori, ma meno rischiosi. Ritengo che sia una questione di predisposizione personale e di logiche di differenziazione dell'investimento del proprio patrimonio.

Oggi il mercato immobiliare sembra sempre più vicino alle dinamiche della finanza: operazioni a leva, sviluppo, rotazione degli asset, ricerca di rendimento. Ritiene che questo processo abbia portato maggiore efficienza o maggiore fragilità?

Entrambe. L'edilizia ha capito che non può prescindere da un approccio finanziario e più contemporaneo. Non ha senso parlare solo di rendimento di un'operazione immobiliare in termini di margine complessivo, se non si considera il tempo con cui è stato maturato e l'ammontare del capitale investito, il che porterebbe a dire che un approccio più finanziario alle operazioni immobiliari abbia portato più efficienza, in quanto ha permesso di razionalizzare le operazioni e premiando quelle con maggiore leva e rapidi ritorni. Dall'altro lato, l'esposizione bancaria è un fattore di rischio molto elevato, soprattutto in un mercato che, volente o nolente, continua ad essere molto più lento della finanza. La ragione per cui la maggior parte delle imprese edili fallisce non è la scarsa qualità del proprio prodotto o l'incapacità, ma è la crisi di liquidità dovuta ad un eccessivo uso della leva finanziaria ed un ritorno dall'investimento più lungo di quanto si era ipotizzato, il che mi porta a pensare che l'eccessiva "finanziarizzazione" dell'edilizia porti certamente anche fragilità di sistema.





Nella sua visione, l'immobiliare deve restare un presidio patrimoniale di lungo periodo oppure può diventare uno strumento dinamico di creazione di valore, come avviene nelle grandi famiglie imprenditoriali?

Pur ritenendo corretti entrambi gli approcci per le ragioni dette poc'anzi, il mio personale approccio è che il patrimonio debba essere utilizzato per creare valore e non bloccato in investimenti ultradecennali. Questo presuppone un certo grado rischio, è indubbio, tuttavia con un' economia italiana in cui da anni la crescita è pari o inferiore all'inflazione ed una tassazione tra le più alte d'Europa, si è poi davvero convinti che quello sia il modo migliore per "preservare" il proprio patrimonio o solo un'illusione, mentre in realtà quel valore diminuisce di anno in anno?

In un'ottica di protezione patrimoniale, quale ruolo può ancora avere l'immobiliare all'interno di una strategia familiare ben costruita?

Un ruolo di prim'ordine. La natura stessa della parola "immobile" implica delle garanzie che altri prodotti finanziari non hanno, ovvero un sottostante concreto e tangibile, gli immobili non scadono e la loro perdita di valore nel tempo è molto limitata, anzi spesso aumentano di valore nonostante l'invecchiamento.
Gli stessi investimenti in sviluppo immobiliare, più remunerativi e dinamici per definizione, conservano a mio parere un carattere protettivo del patrimonio se fatti con determinate accortezze: anche in caso di operazioni sfortunate, ritengo sia più improbabile perdere il proprio capitale investito rispetto ad altri settori di investimento. Siamo in un'epoca dove la volatilità dei prodotti finanziari e tecnologici è altissima, gli investimenti immobiliari sono meno volatili e quindi possono avere un effetto stabilizzante e protettivo del patrimonio, limitando quindi il rischio complessivo della gestione patrimoniale famigliare.

Quanto stanno pesando oggi fattori come sostenibilità, efficientamento energetico e qualità costruttiva nelle scelte di acquisto e investimento?

Molto e peseranno sempre di più, per questo è preferibile un immobile nuovo o ristrutturato integralmente rispetto a un immobile usato o che ha subito un semplice restauro interno.
Il cambio climatico è inequivocabile, indipendentemente dalle sue cause, l'orientamento dei governi sarà nel medio e lungo termine orientato verso politiche di efficientamento energetico, perché non potrà essere altrimenti. Il valore dell'immobile rimarrà sempre legato alla sua posizione, ciò è imprescindibile, tuttavia la qualità costruttiva e l'efficientamento energetico saranno sempre più fattori significativi nella scelta d'acquisto e nella conservazione del valore di un investimento immobiliare.

Le nuove generazioni che si affacciano oggi al settore hanno un rapporto diverso con il concetto di proprietà rispetto al passato?

L'Italia è un paese anomalo, dove il risparmio è altissimo e la proprietà è molto diffusa. Nel resto del mondo occidentale le proporzioni tra proprietari di casa e inquilini sono molto diverse, ciò fa presupporre che in un contesto globale anche l'Italia andrà omologandosi a questo *trend*.

Detto questo, a livello puramente personale, ritengo che i giovani italiani continuino ad ambire all'acquisto di casa e siano disposti a fare ancora sacrifici pur di arrivare a quest'obiettivo, piuttosto che non puntare all'affitto in nome della flessibilità. Il problema è che le condizioni economiche spesso non lo consentono, ma ritengo sia più un fattore congiunturale della situazione economica del nostro paese che non un atteggiamento diverso dei giovani nei confronti della proprietà immobiliare.

Se dovesse indicare la vera differenza tra chi compra immobili e chi costruisce una strategia immobiliare, quale sarebbe?

La visione.

Comprare immobili senza una visione precisa e supportata da ragionamenti strategici, può essere più rischioso che non investire in sviluppo immobiliare, a questo servono i professionisti del settore che possono aiutare i propri clienti a valorizzare i propri investimenti, con una selezione strategica accurata e mantenendo una buona differenziazione del patrimonio del cliente.
Ovviamente tutti sbagliamo, l'esperienza, la visione e le capacità non sempre portano ad ottenere il risultato desiderato, ma aumentano considerevolmente le probabilità di ottenerlo.

CAFFE'
COSTADORO
TORINO 1890

Certified
B
Corporation



Costadoro è una B Corp Certificata e fa parte di un movimento globale di aziende che rispettano alti standard di impatto sociale e ambientale

/ INTERVISTA

Orgoglio senza pregiudizio: la nuova imprenditoria italiana

Incontriamo Andrea Salvati, founder di Luxia una startup che utilizza l'intelligenza artificiale per semplificare l'analisi dei dati aziendali.

Luca Glebb Miroglio
Corporate Communication,
Heritage and Foundation Expert

Ci racconti qualcosa del tuo percorso?

Sono nato a Siracusa nel 1997 e quindi questo è l'ultimo anno.

Che cosa intendi dire?

Arrivano i trent'anni e le prospettive cambiano, anche se posso dire di avere già fatto alcune esperienze importanti, anche se in parte piuttosto casuali. Sono andato via dalla Sicilia abbastanza presto: ho studiato finanza a Milano, all'Università Bocconi. Parallelamente, ho svolto alcune esperienze particolarmente formative, tra cui KPMG e Google. Durante il secondo anno, inoltre, sono stato in Ruanda, dove ho lavorato tre mesi in consulenza. Tutte queste esperienze mi hanno aiutato però a capire che la finanza e *l'auditing* non erano il mio mondo.

Successivamente mi sono trasferito a Madrid, all'IE, dove – in tem-



pi non sospetti – ho studiato argomenti oggi molto attuali. Il master in *Data Science, Machine learning* e intelligenza artificiale mi ha trasformato in un "nerd" e mi ha portato, per circa un anno, a lavorare intensamente scrivendo codici.

Da Madrid mi sono trasferito a Londra, dove ho lavorato in *Data Engineering e Analytics* per DAZN e Cleo AI. Ed è proprio lì che è nata l'idea di Luxia, inizialmente come framework per tradurre il linguaggio naturale in *SQL*, permettendo di interrogare i dati in modo più semplice. Successivamente ho colto l'opportunità di rientrare in Italia e lanciarmi in questa mia prima avventura imprenditoriale.

Da Londra sei arrivato due anni fa ed è nata Luxia, sei soddisfatto di questa scelta e come state procedendo?

I primi quattro clienti li abbiamo acquisiti grazie a quello che viene chiamato "voucher digitalizzazione", ovvero bandi regionali che offrono alle imprese contributi per l'acquisto di tecnologie.

PRT, storica azienda torinese, ha creduto in questo progetto sin dall'inizio con una partecipazione che, tra l'altro, ci ha permesso di entrare in contatto con i suoi fornitori e partner, incoraggiandoli a partecipare ai bandi insieme a noi.

Oggi abbiamo circa 32 clienti in Italia e uno a Londra. Il nostro portafoglio presenta un buon equilibrio tra pubblica amministrazione e PMI. Collaboriamo anche con quattro grandi aziende su progetti più circoscritti, mentre nelle PMI, quando entriamo, spesso non esistono ancora infrastrutture strutturate: si tratta quindi di contesti più complessi e con tempi di sviluppo più lunghi. Attualmente lavoriamo con 15 comuni, numero destinato a crescere nel corso dell'anno. Realizziamo progetti di assistenza al cittadino attraverso agenti di intelligenza artificiale che si interfacciano con il patrimonio informativo dei comuni. Ad esempio lavoriamo per Bergamo, Parma, Rozzano, Piacenza, Pistoia e comuni più piccoli come Villafranca Piemonte.



Quanti siete in Luxia?

Siamo 12 in Italia, tra collaboratori e dipendenti, e poi abbiamo un team in India a Mumbai, che andiamo a trovare due volte l'anno. Luxia si divide sostanzialmente in tre parti: *onboarding* e intelligenza artificiale sviluppate qui in Italia, *frontend* delle applicazioni in India. In Italia abbiamo due sedi, una principale a Torino ed una commerciale a Milano.

Hai quasi trent'anni, che cosa significa per te il prossimo decennio?

Nel breve termine, la sfida principale è quella di non inseguire ogni singola innovazione di piattaforma, perché il ritmo di cambiamento nell'AI è semplicemente ingestibile per una realtà come la nostra. Non puoi sperare di competere con OpenAI o con i grandi *cloud provider* — loro raccolgono miliardi di dollari in finanziamenti, noi siamo una startup con risorse ben diverse. Dobbiamo avere target differenti. Esiste un trend emergente, partito dalla Silicon Valley, che individua la prossima t*rillion dollar company* non nelle piattaforme tecnologiche in sé, ma in quelle che potremmo chiamare aziende di prodotto mascherate da aziende di servizi. *Y Combinator* e altri *top investor* globali stanno già scommettendo su questo modello: agenzie apparentemente tradizionali — marketing, consulenza, operations — nascondono una densità tecnologica elevatissima che consente di fare a dodici persone quello che prima facevano in quattrocento. È questa la direzione in cui stiamo andando: *Value Added Services* ad alta automazione, distribuiti su una piattaforma proprietaria.

Nel lungo termine, invece, mi piacerebbe esplorare il mondo del venture capital, con round iniziali piccoli, affiancando un ruolo di mentorship per giovani fondatori e startup emergenti.



Quali sono le difficoltà che hai incontrato o che incontri tutti i giorni nel tuo lavoro?

Le difficoltà sono tante. Questo è un mondo che cambia davvero velocemente, quindi se ti distrai un attimo, se vai in vacanza una settimana, se non guardi il telefono tutti i giorni, ti perdi qualcosa. C'è anche un problema di marketing e di comunicazione delle grandi aziende che porta a sovrastimare le capacità dei sistemi di IA. Quando tu vai in una PMI in Italia e proponi un prodotto che usa l'intelligenza artificiale, il cliente automaticamente si aspetta che l'intelligenza artificiale faccia tutto da sola, magicamente. E così passiamo molto tempo a spiegare che non è esattamente così e che il sistema va istruito. Un aspetto interessante è che nella pubblica amministrazione troviamo spesso interlocutori molto aggiornati e aperti, anche perché i progetti che realizziamo per la PA partono di solito da un perimetro ben definito: l'ente sa già quale servizio vuole migliorare e quali dati sono coinvolti, e questo permette di arrivare rapidamente all'implementazione. Con le PMI il percorso è diverso e, per certi versi, più ricco. Spesso il lavoro comincia prima, con una fase di esplorazione in cui aiutiamo l'azienda a mettere a fuoco il problema da risolvere e a mappare il proprio patrimonio informativo, che nelle realtà imprenditoriali italiane è quasi sempre presente, ma distribuito tra gestionali, fogli di calcolo e conoscenza delle persone. È una fase impegnativa ma anche preziosa, perché ci porta dentro il modo in cui l'azienda lavora davvero e spesso il valore che riusciamo a generare insieme va oltre il progetto iniziale. In questa parte del lavoro l'AI da sola non basta: serve un dialogo costante con chi l'impresa la conosce dall'interno.

Qual è la vera differenza tra Luxia e strumenti come Claude Code, visto che entrambi elaborano dati per generare output simili?

È la domanda che mi fanno tutti i VC. Claude Code è uno strumento straordinario per fare prototipi, io stesso lo uso ogni giorno. Questa settimana, per esempio, ho costruito da zero una app per gestire gli appuntamenti con il mio personal trainer: tre anni fa mi sarebbe costata cinquemila euro di sviluppo in India, oggi l'ho fatta in tre pomeriggi.

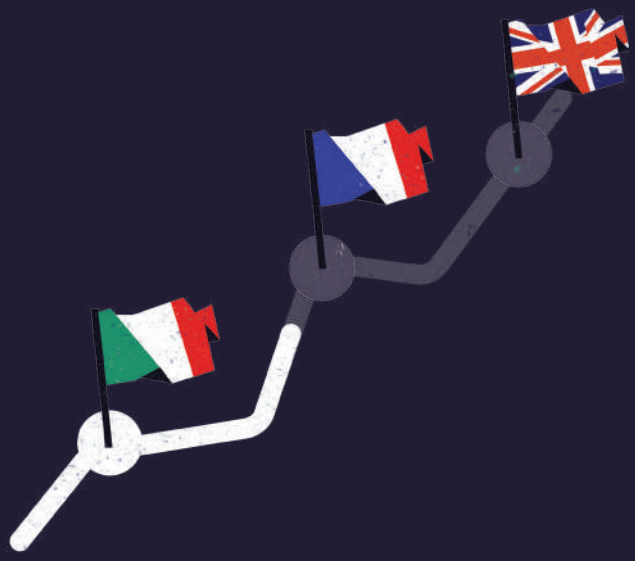
Quindi dov'è il confine?

Il confine è nell'implementazione reale. Io ho scritto quell'app perché so usare GitHub, so fare il *deployment*, so dove mettere le API key in modo sicuro, so fare *l'hosting*, so stare dietro agli aggiornamenti delle librerie utilizzate ed ai modelli di IA. Ma se quella stessa app l'avesse dovuta realizzare qualcuno che non ha questo background tecnico, si sarebbe bloccato.

Dove? Al primo pull request. La narrativa che le PMI si possano mettere a usare Claude Code in autonomia la trovo utopistica. Il vero problema non è generare il codice, bensì integrarlo in sistemi legacy che girano *on-premise* su database relazionali degli anni Novanta, con gestionali che nessuna API esterna può toccare. In quei casi ci vuole un esperto che parli con quei sistemi, che estragga i dati nel modo giusto, che capisca cosa vuole davvero analizzare il cliente. Tutta quella parte di servizio, quella che stiamo cercando di rendere sempre più automatizzata, ma che ad oggi richiede ancora presidio umano, è esattamente dove Claude Code non arriva.

Quanto vedi fertile il terreno in Italia, e a Torino in particolare, per una startup come Luxia?

Sono ottimista, e non per retorica. Torino è un ottimo compromesso: qualità della vita alta, costo della vita inferiore a Milano, buona disponibilità di talenti tecnici e di ricerca. E quando vai a un evento sull'AI a Torino, le persone si parlano davvero, c'è più networking autentico di quanto si pensi. Sul fronte dei capitali, fino al *pre-seed* e al *seed* l'ecosistema italiano funziona. Il problema è quando hai bisogno di round da cento milioni: in quel caso devi andare fuori. Per fortuna, per una startup nelle nostre fasi, non è ancora un vincolo.
L'Italia e gli Stati Uniti rappresentano due antropologie economiche completamente diverse. Il modello americano, *"ti do soldi per diciotto mesi, o vai bene e trovi il round successivo, o fallisci"* è costruito su quella propensione al rischio che qui fatica ad attecchire. Detto questo, ci sono segnali positivi: Vento, l'Italian Tech Week, la capacità di portare speaker come Sam Altman a Torino, queste cose non succedono per caso e indicano che qualcosa si sta muovendo.



Consideri per Luxia un processo di internazionalizzazione?

Ho fatto una sola *application* a *Y Combinator*, l'anno scorso. Ma l'America la vedo tra cinque-sei anni. Prima dobbiamo consolidare l'Italia, poi c'è la Francia, ho un advisor francese molto attivo, ex top executive di grandi aziende, con cui parlo ogni settimana. Poi l'Inghilterra, dove ho ancora una rete. E poi, eventualmente, la Silicon Valley. Sarebbe, per certi versi, più facile far crescere Luxia oltreoceano, ma trovo stimolante costruire qualcosa di innovativo qui, in Europa, in Italia. Non per nazionalismo, ma per quello che significa: dimostrare che si può fare.

Quali rischi vedi nel futuro tecnologico?

L'intelligenza artificiale sarà qualcosa da controllare e governare con molta attenzione, perché romperà molti paradigmi. Fino a ieri, per esempio, quando tu creavi una startup, più persone avevi, più era il vanto, no? C'erano startup con 400 persone. Oggi, invece, esistono società che riescono a funzionare anche con team molto ridotti, anche solo di 10 persone! Naturalmente entrano in gioco persone e culture diverse. A Londra, quando lavoravo con dei colleghi italiani, veniva fuori la nostra caratteristica tipica di pensare fuori dagli schemi. Oggi lavoriamo con ragazzi in India e questa nostra modalità gliela abbiamo dovuta trasmettere e, in qualche caso, imporre. Ora lo fanno in autonomia, però è un vero e proprio cambio di paradigma che deve essere accompagnato e consolidato.

Colophon

Questa edizione di
"Intelligenza Patrimoniale"
è limitata a 500 copie.

Registrazione
Tribunale di Torino
nr. 11 del 15.4.2024

Direttore Responsabile:
Beppe Ghisolfi

Direttore Editoriale:
Giovanni Cuniberti

Responsabile Progetto:
Andrea Dalla Nora

Numero 10 / aprile 2026

Testata di proprietà:
Cuniberti & Partners SIM S.p.A.
Piazza C.L.N. 255 – 10123 Torino

Hanno collaborato:
Andrea Salvati
Cristina Di Bari
Daniela Arrigoni
Giulia Lubello
Luca Glebb Miroglio
Luciana Perini
Marco Daghero

Progetto Grafico:
Riccardo Rusconi



Piazza C.L.N. 255 – 10123 Torino (TO)
+39 011 0242026
info@intelligenza-patrimoniale.it
www.intelligenza-patrimoniale.it