

Scritto il 1° ottobre 2026

PANORAMICA DEL MERCATO OTTOBRE 2026

A cura di Dominique Marchese, Responsabile Azioni e Gestore Fondi

RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI FUORI CONTROLLO

Nonostante i tentativi falliti di dialogo tra Stati Uniti e Iran, il conflitto in Medio Oriente rimane radicato, alimentando le tensioni sui mercati petroliferi, mentre i tassi di interesse a lungo termine continuano a salire, raggiungendo livelli record che non si vedevano da due decenni. Il rendimento nominale dei titoli del Tesoro statunitensi a 10 anni ha toccato il 5,25%, il livello più alto dal 2006, ben prima della crisi *dei mutui subprime*. Questa impennata dei rendimenti obbligazionari è globale, anche se l'economia mondiale dimostra resilienza (con una crescita dei volumi a un tasso annuo del 3%), trainata dal ciclo di investimenti nell'intelligenza artificiale (IA).

I TASSI DI INTERESSE STANNO SFIORANDO LIVELLI PERICOLOSI.

L'impennata dei tassi di interesse a lungo termine a livello globale è, ovviamente, il tema dominante di questo autunno. Poiché gli Stati Uniti guidano i mercati finanziari mondiali, è utile ripercorrere brevemente i mercati obbligazionari denominati in dollari. Per cominciare, senza addentrarci nei dettagli, esaminiamo cosa definisce il tasso di interesse nominale di equilibrio (con attività economica e inflazione stabilizzate), secondo la letteratura accademica. I tassi di interesse a lungo termine (sovrani) possono essere scomposti nella somma di un tasso reale e dell'inflazione attesa. Questo tasso reale è a sua volta la somma del tasso di crescita atteso dell'attività economica in termini di volume – il prestatore viene quindi compensato per il suo ruolo nel finanziamento dell'economia – e di un premio a termine. Questo premio dovrebbe compensare il rischio di durata sopportato dall'investitore, che corrisponde all'incertezza che circonda l'inflazione futura – il nemico assoluto dell'obbligazionista. Questo premio per il rischio è influenzato anche dal grado di fiducia nel debitore – in questo caso il Tesoro statunitense – e nel garante della stabilità monetaria, ovvero la banca centrale – qui, la Federal Reserve (Fed). Oggi, il rendimento dei titoli del Tesoro a 10 anni si compone come segue: 5,30% (tasso nominale) = 1,8% (crescita reale) + 2,4% (inflazione attesa) + 1,10% (premio a termine). Il tasso di crescita economica reale a 10 anni è quello stimato dal *Congressional Budget Office*, un'agenzia bipartisan di grande reputazione che fornisce al Congresso e al pubblico diversi report sul percorso fiscale degli Stati Uniti e sui principali indicatori macroeconomici. Quando i tassi di interesse nominali e reali aumentano a causa di migliori prospettive economiche (ad esempio, per le aspettative di aumenti di produttività legati all'intelligenza artificiale), la situazione non è problematica: l'aumento del costo del capitale, che colpisce tutti i partecipanti al mercato, è compensato da maggiori prospettive di profitto per le imprese e da maggiori entrate fiscali per i governi.

Tuttavia, un aumento generalizzato dei tassi di interesse a lungo termine dovuto alla richiesta da parte dei creditori di un premio di rischio aggiuntivo diventa più problematico. Prima dell'estate, i tassi di interesse a lungo termine in dollari corrispondevano a un livello di equilibrio con un premio a termine praticamente nullo. Tuttavia, il vero problema risiede proprio nella ricostituzione di questo premio, poiché non deriva dall'aspettativa di un aumento dell'attività economica in futuro.

Le ragioni della ricostituzione del premio a termine sembrano chiare. In primo luogo, la proliferazione di shock a partire dalla pandemia (crisi della catena di approvvigionamento nel 2021, guerra in Ucraina e shock energetico nel 2022, guerra commerciale nel 2025, conflitto in Medio Oriente nel 2026, tensioni alimentate dal ciclo di investimenti nelle infrastrutture per l'IA) rende più probabile, agli occhi degli investitori, il verificarsi di shock di intensità comparabile e il conseguente aumento della volatilità dell'inflazione: l'inflazione non solo sarà più alta rispetto agli anni 2010, ma anche più volatile e meno prevedibile. In secondo luogo, i dubbi sulla credibilità degli Stati Uniti, che stanno lasciando che il loro deficit di bilancio federale aumenti vertiginosamente (-6,3% nel 2026), e della Fed sono centrali per questo premio a termine. In effetti, il goffo tentativo del Segretario del Tesoro Scott Bessent, durante l'estate, di calmare i mercati annunciando una manipolazione della curva dei rendimenti (acquistando titoli del Tesoro a lungo termine in cambio dell'emissione di debito a breve termine), e gli errori di comunicazione del nuovo Presidente della Fed, Kevin Warsh, nonostante i suoi sforzi più recenti, hanno contribuito a ricostruire il premio di rischio sui titoli del Tesoro. Infine, e non meno fondamentale, i mercati statunitensi e globali sono soggetti a un crescente squilibrio ex ante tra i risparmi disponibili e le ingenti esigenze di investimento in intelligenza artificiale (e più in

generale nelle tecnologie digitali), elettrificazione, transizione energetica, infrastrutture sovrane, difesa e invecchiamento della popolazione. La convergenza e la portata di tutte queste transizioni non hanno precedenti nella storia dell'umanità. La competizione indotta tra gli attori economici (ad esempio tra il Tesoro statunitense e gli attori dell'IA) per attrarre i risparmi disponibili porta naturalmente a un **aumento del costo del capitale** che penalizza il finanziamento dell'economia globale e la valutazione degli attivi finanziari, in particolare delle azioni.

Alcune considerazioni sull'inflazione futura: mentre i prezzi attuali sono trainati dai prezzi del petrolio, le aspettative a lungo termine, riflesse nei prodotti finanziari (swap, obbligazioni indicizzate all'inflazione), restano saldamente ancorate su entrambe le sponde dell'Atlantico. Gli swap sull'inflazione a cinque anni sono rimasti pressoché invariati negli ultimi mesi, attestandosi al 2,15% per l'euro e al 2,45% per il dollaro (a fronte di indici di inflazione leggermente superiori al 3% negli ultimi dodici mesi). Si potrebbe pensare che questa stabilità rifletta principalmente la credibilità delle banche centrali, che hanno deciso di inasprire gradualmente la propria politica monetaria (la Banca Centrale Europea per la seconda volta quest'anno, con il tasso sui depositi al 2,50%, in aumento dello 0,25% a settembre; la Fed per la prima volta con un intervallo obiettivo per il tasso sui fondi federali compreso tra il 3,75% e il 4,0%). In realtà, ciò è principalmente una conseguenza della stabilità dei prezzi dell'energia osservata sui mercati dei futures, che riflettono uno scenario di graduale ritorno alla normalità nei mercati del petrolio e del gas a partire dal 2027, grazie a una risoluzione soddisfacente del conflitto in Medio Oriente. **Dobbiamo essere cauti nel concedere alla BCE alcuna credibilità nella lotta contro l'inflazione indotta da uno shock energetico esterno.** La sua insistenza sui rischi di effetti di secondo ordine (un ciclo prezzi-salari di cui finora non si sono visti segnali)

dimostra un dogmatismo a cui ha sempre saputo ricorrere nei momenti di crisi, fatta eccezione per la beata ma ormai passata era della presidenza di Mario Draghi. Sarà la riapertura dello Stretto di Hormuz a far scendere i prezzi, non Francoforte. L'attuale crisi evidenzia soprattutto la nostra perdita di controllo sulla produzione e sui prezzi in interi settori industriali (prodotti petroliferi, gasolio, cherosene, ecc., in questo caso). I tassi di interesse a lungo termine in euro superano ora la crescita potenziale nominale a lungo termine dell'area euro, che è piuttosto debole, appena superiore al 3% annuo (3,5% secondo la BCE), inflazione inclusa, mentre le esigenze di investimento per ripristinare la competitività dell'Europa sono gigantesche.

Alcune considerazioni conclusive sulla situazione del mercato petrolifero: il congelamento del conflitto in Medio Oriente e le continue restrizioni al traffico nello Stretto di Hormuz giustificano prezzi del petrolio greggio superiori a 100 dollari al barile, livello ancora gestibile per l'economia globale. Tuttavia, se la rotta alternativa dell'oleodotto saudita Est-Ovest non venisse rapidamente ripristinata e la sicurezza dello Stretto di Bab el-Mandeb non fosse più garantita, lo shock complessivo dell'offerta si avvicinerebbe probabilmente ai 9 milioni di barili al giorno (circa il 9% della domanda giornaliera di greggio), una situazione che diventerebbe rapidamente insostenibile, dato il livello molto basso delle scorte globali di petrolio greggio strategico e prodotti petroliferi. La questione della disponibilità di prodotti raffinati diventerebbe ancora più critica. Non si può escludere un ritorno del Brent a 120-130 dollari al barile (picchi raggiunti durante l'invasione dell'Ucraina del 2022). Washington continua a scommettere sul collasso economico dell'Iran, mentre Teheran conta sulla pressione politica delle prossime elezioni di medio termine al Congresso. Quale dei due avversari cederà per primo?

IA: MANIPOLAZIONE E PRESSIONE SUI MODELLI DI PESO APERTI

Settembre è stato un mese intenso per le notizie sull'IA. Di fronte all'esplosione del consumo di token (la più piccola unità di dati elaborata dall'IA), accelerata dalla rapida diffusione dell'IA agentiva, alle dichiarazioni apocalittiche dei sostenitori dei modelli chiusi (Anthropic, OpenAI), alle preoccupazioni per la sicurezza e alla concorrenza sempre più agguerrita dei modelli *open-weight*, in particolare quelli cinesi, gli investitori faticano a comprendere le dinamiche del settore. **Tuttavia, alcune certezze sembrano emergere da quella che assomiglia sempre più alla "nebbia di guerra" descritta da Carl von Clausewitz in un contesto diverso.** Innanzitutto, la rivoluzione dell'IA è una realtà innegabile che non si limita più a un semplice circuito chiuso tra produttori di chip (Nvidia, Broadcom, Micron, ecc.), *hyperscaler* che forniscono potenza di calcolo nel *cloud* (Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud, Meta, ecc.) e sviluppatori di modelli (temi di circolarità finanziaria nell'ecosistema dell'IA e rischio di bolla). Recenti pubblicazioni di importanti fornitori di software (Microsoft, SAP, Salesforce, ecc.) dimostrano la crescente adozione di applicazioni basate sull'intelligenza artificiale da parte degli utenti finali. L'IA agentica (l'automazione di attività complesse) sta prendendo piede (il recente e acclamato lancio di MetaMuse ne è un esempio lampante), portando a un aumento esponenziale dell'inferenza (l'utilizzo di modelli addestrati) e del consumo di token. La società di gestione patrimoniale Schroders ha stimato in un recente rapporto che i servizi correlati all'IA

dovrebbero ora generare circa 300 miliardi di dollari di fatturato annuo. Questa cifra può sembrare significativa per un settore praticamente inesistente prima del 2022, ma in realtà è ancora ben lungi dall'essere sufficiente. Gli investimenti in infrastrutture per l'IA (data center, potenza di calcolo) ammontano a circa 1.000 miliardi di dollari quest'anno e si prevede che aumenteranno di almeno il 30% all'anno fino al 2030, raggiungendo un totale annuo di 2.900 miliardi di dollari. Nvidia, leader di mercato nei chip GPU, stima che gli investimenti si attesteranno tra i 3 e i 4 trilioni di dollari all'anno. Espresse in percentuale del prodotto interno lordo (PIL), queste cifre sbalorditive sono paragonabili a quelle delle principali rivoluzioni industriali del passato (ferrovie, elettricità, internet). **Ancora più interessante è il calcolo teorico del ritorno sull'investimento necessario affinché l'IA crei valore sufficiente per tutti gli attori della filiera (hyperscaler, piattaforme di IA, utenti finali).** Il capitale totale accumulato ammonterebbe quindi a circa 4,5 trilioni di dollari entro il 2033-2034 (al netto degli ammortamenti). Secondo gli analisti di Schroders, sarebbe necessario raggiungere un fatturato annuo di 5,4 trilioni di dollari entro sette anni per giustificare gli enormi sforzi compiuti oggi. **Secondo i nostri calcoli, ciò rappresenterebbe circa il 3% del PIL globale stimato per il 2033!** Questa breve analisi aiuta a comprendere meglio la posta in gioco e l'enormità della sfida. In ogni caso, gli investitori dovranno avere pazienza: occorrono circa tre anni dalla creazione di un



data center dedicato all'IA al pieno utilizzo della sua capacità di calcolo. Vale la pena notare, tuttavia, che i settori che attualmente beneficiano maggiormente dell'implementazione dell'IA sono il software (programmazione), i servizi IT, la gestione delle relazioni con i clienti e le operazioni di back-office. In definitiva, e a seconda degli esperimenti in corso, l'implementazione dell'IA in questi segmenti di business potrebbe generare un fatturato annuo compreso tra 2.200 e 3.700 miliardi di dollari, una cifra tutt'altro che trascurabile.

Per riprendere brevemente le controversie relative alle questioni di sicurezza e alla retorica apocalittica, sottolineiamo il pericolo rappresentato dall'intensificarsi della concorrenza dei modelli di IA *open-weight*. Ciò minaccia chiaramente la redditività di Anthropic e OpenAI, ma al contempo incrementa la domanda di servizi di IA da parte degli utenti finali. Le piattaforme aperte, in particolare quelle cinesi, hanno il vantaggio di offrire prestazioni simili a quelle dei modelli chiusi (a volte con un ritardo di pochi mesi rispetto ai modelli di punta, secondo gli esperti), ma a costi di *token* *significativamente inferiori*. La disponibilità di queste piattaforme aperte spiega in gran parte la loro rapida diffusione. Inoltre, a differenza dei modelli chiusi progettati per operare nel *cloud* (con architettura e parametri non resi disponibili all'utente), un'IA *open-weight* è gratuita e completamente scaricabile (ad eccezione dei dati di training) sull'infrastruttura delle aziende interessate a controllare l'utilizzo dei propri dati critici. Questo getta luce sul panico tra le aziende private americane che, a pochi mesi dalle loro IPO, stanno tentando, con mezzi discutibili (ricatto alla sicurezza da parte di vigili del fuoco piromani?), di bloccare legalmente la

diffusione dei modelli *open-weight*. Vale la pena ricordare che la Cina considera i modelli linguistici su larga scala una merce, ben lontana dall'intelligenza artificiale generale. Pechino mira a creare valore unendo IA, robotica e industrie all'avanguardia. Va notato che gli avvertimenti sull'IA generativa – che hanno inondato i social media e i media *tradizionali* – non sono condivisi da tutti gli esperti (si vedano, ad esempio, i commenti tutt'altro che amichevoli di Yann LeCun, vincitore del Premio Turing), e che i modelli *open-weight* sono sostenuti da Nvidia, Microsoft, IBM e, più in generale, da tutti gli attori che non vogliono essere vincolati a un'unica piattaforma.

In conclusione, possiamo affermare con certezza che il ciclo degli investimenti è tutt'altro che concluso. Negli Stati Uniti, secondo un recente rapporto della Federal Reserve, ha rappresentato il 30% della crescita del PIL reale negli ultimi diciotto mesi. Inoltre, i consumi interni sono trainati dal 10% delle famiglie americane più ricche (che detengono circa il 90% delle partecipazioni azionarie personali e rappresentano il 50% dei consumi), le quali beneficiano dell'effetto ricchezza derivante dalla solida performance di Wall Street. Il passaggio dall'addestramento dei modelli all'inferenza e all'intelligenza artificiale agentiva aumenterà ulteriormente il fabbisogno di potenza di calcolo. I **vincoli fisici** (accesso alla rete elettrica, all'acqua e ai chip elettronici più avanzati, ecc.) e **normativi** (crescente opposizione da parte delle comunità locali e del pubblico ai disagi causati dai data center; direttive europee paralizzanti) **rimarranno per lungo tempo gli unici ostacoli a questa rivoluzione industriale, una rivoluzione destinata al successo, come il lettore avrà sicuramente compreso.**

CONCLUSIONE

Non possiamo che ribadire il nostro consiglio di prudenza e di sana diversificazione, già espresso durante l'estate. Gli indici azionari, finora sostenuti dall'intelligenza artificiale e dalla solida salute finanziaria delle imprese (previsioni di utili per il 2026 pari rispettivamente al +29% e al +16% per Stati Uniti ed Eurozona), sono vulnerabili a una potenziale prosecuzione della correzione del mercato

obbligazionario e a un aumento del costo del capitale. Lo squilibrio ex ante tra le ingenti esigenze di investimento e il risparmio globale disponibile, in un contesto di intensa concorrenza tra Stati indebitati e settore privato, non può che esacerbare le tensioni sul costo del credito, ulteriormente aggravate dalle crisi internazionali.

DISCLAIMER

Il contenuto di cui sopra è stato prodotto e viene distribuito da Pure Capital SA. È fornito a solo scopo informativo e ha lo scopo di presentare le attività di gestione di Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital") e di fornire informazioni sulle sue strategie di investimento. Le informazioni e i dati (inclusi testi e fotografie) contenuti in questo documento sono protetti da copyright e qualsiasi riproduzione o distribuzione degli stessi a terzi, in tutto o in parte, senza il previo consenso di Pure Capital, è vietata.

Pure Capital si riserva il diritto, in qualsiasi momento, di modificare o cambiare i dati contenuti nel presente documento senza preavviso.

Il presente documento non deve in alcun modo essere interpretato come un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari, né come una forma di sollecitazione o incentivo all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari o di investimento. Tutte le informazioni qui pubblicate sono fornite a solo scopo informativo e non costituiscono consulenza in materia di investimenti. Ciononostante, non si può garantire la loro accuratezza o completezza. Le presenti informazioni non sono state redatte in conformità con i requisiti legali che promuovono la ricerca indipendente in materia di investimenti e devono pertanto essere considerate materiale di marketing. Sebbene il presente contenuto non sia soggetto ad alcuna restrizione d'uso prima della sua diffusione (ad esempio, per l'esecuzione di ordini), Pure Capital non intende trarne profitto.

Per ulteriori dettagli sui prodotti di investimento, i documenti ufficiali di vendita (il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, il prospetto informativo, la relazione semestrale e la relazione annuale) sono disponibili gratuitamente su richiesta presso Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital") (tel.: +352 26 39 86) o consultando il sito web www.purecapital.eu.

Le informazioni contenute in questo documento sono fornite in buona fede e non costituiscono un impegno da parte di Pure Capital.

Non vi è alcuna garanzia che gli obiettivi di investimento vengano raggiunti. Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance possono variare nel tempo. Il valore patrimoniale netto del portafoglio dipende dall'andamento del mercato. Pertanto, tutti i fondi di investimento sono soggetti alle fluttuazioni di mercato e gli investitori potrebbero ricevere un importo inferiore al capitale inizialmente investito.

Il gestore del tuo conto potrebbe addebitarti commissioni annuali di custodia o spese di deposito. Queste variano da un istituto all'altro. Ti preghiamo di contattare direttamente il gestore del conto per maggiori dettagli.

Il presente documento vi viene fornito a condizione che non costituisca la base principale per alcuna decisione di investimento. Qualsiasi investimento deve essere il risultato di una decisione pienamente informata e ponderata.