PURE CAPITAL
INDEPENDENT ASSET MANAGEMENT

Scritto il 1° novembre 2026

PANORAMICA DEL MERCATO, NOVEMBRE 2026

A cura di Dominique Marchese, Responsabile Azioni e Gestore Fondi

PREOCCUPAZIONE PER I FINANZIAMENTI ALL'IA

Ottobre non ha dissipato tutte le incertezze sui mercati finanziari. Mentre gli investitori analizzano nel dettaglio i risultati del terzo trimestre, la volatilità sui mercati obbligazionari è persistita. Le preoccupazioni per l'accumulo di debito nel settore tecnologico (il ciclo degli investimenti nell'IA), e più specificamente tra i player *del neocloud* specializzati nella gestione dei data center, hanno infine innescato una fuga verso beni rifugio , portando i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine a scendere di qualche decina di punti base (1 punto base = 0,01%) rispetto ai recenti massimi storici. Questa calma contrasta nettamente con le tensioni che circondano i prezzi del petrolio, con il prezzo del Brent che si avvicina nuovamente alla soglia dei 120 dollari, picco raggiunto in primavera.

LE PREOCCUPAZIONI RELATIVE AI FINANZIAMENTI PER L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE SONO GIUSTIFICATE?

La sostenibilità del ciclo di investimenti nell'IA e le questioni di finanziamento rimangono centrali per le preoccupazioni degli investitori. La solidità della crescita economica globale (superiore al 3% in volume), nonostante il conflitto in Medio Oriente, e una parte significativa della crescita degli utili aziendali derivano da questa rivoluzione tecnologica e dalle immense aspettative di aumento della produttività. Circa la metà della crescita del commercio globale è trainata dalla domanda di infrastrutture dedicate all'IA; negli Stati Uniti, l'IA contribuisce per circa l'1% alla crescita del PIL reale. L'IA è il tema dominante che guida i flussi di risparmio e orienta i mercati globali; altri fattori (energia, geopolitica, politica monetaria, ecc.) sembrano essere solo rumore di fondo. Di conseguenza, il minimo intoppo nel ciclo di investimenti o nel ritmo di diffusione di queste tecnologie disruptive nel tessuto economico viene visto con timore dai mercati finanziari. **Abbiamo già sottolineato la questione della monetizzazione e i rischi di delusione per laboratori di IA come Anthropic, OpenAI e xAI, data l'intensificarsi della concorrenza e la rapida diffusione di modelli *open-weight* .** Queste aziende leader non hanno il tempo di monetizzare le loro superintelligenze, mentre nuovi modelli di frontiera vengono costantemente lanciati in una frenetica corsa alle prestazioni. L'attuale ritmo di lancio di nuovi modelli linguistici su larga scala (LLM *)* da parte dei principali laboratori è di 15-20 all'anno: il risultato è un eccessivo consumo di liquidità (per l'addestramento), mentre le valutazioni annunciate prima delle IPO raggiungono la soglia dei duemila miliardi di dollari, un livello fantasioso se accettiamo l'idea che il valore aggiunto si stia rapidamente spostando verso l'IA agentiva, la sicurezza informatica e la robotica, e che gli LLM stiano contemporaneamente diventando delle commodity. Per completezza, va sottolineato che le cifre pubblicate da Anthropic prima della sua IPO erano decisamente migliori del previsto (nonostante la mancanza di dettagli sulle future spese di calcolo) e rassicuranti per quanto riguarda le risorse finanziarie disponibili per coprire gli impegni fermi per la capacità di calcolo (430 miliardi di dollari, a cui vanno aggiunti circa 350-400 miliardi di dollari in potenziali impegni). Al momento, tuttavia, la principale preoccupazione riguarda **le aziende *neocloud* specializzate nella fornitura di capacità di calcolo dedicate all'intelligenza artificiale,** come Coreweave, Nebius e Mara (originariamente un'azienda di mining di Bitcoin). **Gli hyperscaler (Microsoft, Amazon.com ,** Alphabet, Meta, Oracle), che rappresentano circa due terzi degli investimenti in IA, per un totale di oltre 800 miliardi di dollari nel 2026, **non destano particolari preoccupazioni per quanto riguarda la loro capacità di finanziamento** : la liquidità disponibile nei loro bilanci si aggira intorno ai 400 miliardi di dollari e la loro solida generazione di flussi di cassa operativi consente loro di assorbire il ciclo di investimenti attraverso un'offerta pubblica controllata (emissione di nuove azioni e/o obbligazioni) (circa 300 miliardi di dollari nel periodo 2026-2028, una cifra modesta considerando le dimensioni delle aziende coinvolte). Lo stesso non si può dire per le aziende neocloud, *che stanno subendo un'ondata di sfiducia nei* mercati dei *credit default swap (CDS) (* contratti di assicurazione finanziaria per coprire il rischio di insolvenza). Nel caso di Coreweave, il CDS a cinque anni indica una probabilità implicita di default di circa il 60%!

Questo stress legato al debito dell'IA dovrebbe metterci in guardia sulla sostenibilità del ciclo di investimento? Non lo crediamo: sebbene la finanza circolare e la proliferazione di entità fuori bilancio (*special purpose vehicles) aumentino certamente il nervosismo degli*

Pure Capital S.A., société de gestion régulée par la CSSF (Luxembourg)
www.purecapital.eu | info@purecapital.eu

Siège social Luxembourg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T : +352 26 39 86

Succursale Belgique
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65

operatori di mercato, **le aziende *neocloud* rappresentano solo una piccola frazione dell'investimento totale (circa il 15%).** Il vero problema è piuttosto la mancanza di finanziamenti globali disponibili per raggiungere la potenza di calcolo richiesta dall'accelerazione dell'implementazione dell'IA agentiva nei prossimi anni, soprattutto data la forte concorrenza per attrarre risparmi globali, come dimostra la pressione sui tassi di interesse reali (esclusa l'inflazione prevista). Gli analisti della società di intermediazione ODDO hanno recentemente sottolineato che un agente IA consuma, in media, quindici volte più *token* (la più piccola unità di dati elaborata dall'IA) per utente rispetto a un semplice *chatbot* . A nostro avviso, il principale vincolo per quanto riguarda il ritmo di adozione dell'IA agentiva sarà la necessità di rafforzare gli aspetti di sicurezza informatica, ma le statistiche disponibili mostrano chiaramente una significativa accelerazione nel **consumo *di token* dall'emergere dei primi agenti IA e una significativa diminuzione del costo unitario del *token* .**

In conclusione, l'attuale tensione nel segmento del debito legato all'IA dovrebbe rimanere un fenomeno temporaneo, anche se continua ad alimentare brevi periodi di elevata volatilità del mercato. La capacità degli *hyperscaler* di monetizzare i propri investimenti (si vedano le tiepide reazioni alle ultime trimestrali di Amazon.com e Alphabet), la capacità degli editori di software di creare valore integrando funzionalità di IA nelle proprie offerte, la capacità dei leader della sicurezza informatica di sviluppare strumenti per la gestione dei rischi collaterali associati all'implementazione di IA agentiva e la capacità dei produttori di semiconduttori di soddisfare la domanda dei clienti ci sembrano essere questioni ben più fondamentali. Per quanto riguarda i vincoli che potrebbero rallentare il ciclo degli investimenti (accesso alla rete elettrica, catene di approvvigionamento, regolamentazione, ecc.), riteniamo che non mettano in discussione in alcun modo l'enorme fabbisogno di potenza di calcolo (si veda la nota precedente).

IL RITORNO DEL RISCHIO SOVRANO IN EUROPA: IL CASO DELLA FRANCIA E DELLA POLITICA INADEGUATA DELLA BCE.

Le tensioni relative al debito sovrano dei paesi periferici dell'eurozona rappresentano un chiaro monito sull'intensa agenda politica dei prossimi mesi (Francia, Spagna, Italia). *Lo spread* tra il rendimento del titolo di Stato francese a dieci anni (OAT) e quello del titolo tedesco supera i 160 punti base (1,6%), un aumento di 100 punti base dall'inizio dell'estate, innescando un effetto contagio sull'indebitamento dei paesi europei più indebitati (Italia, Spagna, Belgio, ecc.). Sebbene **l'aumento dei rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi abbia certamente un impatto globale sui tassi di interesse, non è l'unico fattore in gioco in Europa.** Sono previste numerose elezioni nazionali, che potrebbero alimentare la volatilità dei mercati finanziari europei. La Francia è al centro di un'attenzione particolare. Il suo peso nell'economia europea (vicina al 20% del PIL dell'eurozona) è troppo significativo per ignorare gli effetti della paralisi politica di fronte alla sfida di bilancio e ai disordini sociali. Mentre altrove la socialdemocrazia è riuscita a superare il conflitto ideologico tra capitale e lavoro, il modello socio-economico francese, di stampo statalista a prescindere dall'orientamento politico del partito al potere negli ultimi trent'anni, si sta dimostrando insostenibile (il 56% del PIL è destinato alla spesa pubblica, un livello superiore a quello dell'Unione Sovietica alla fine degli anni '80, trasferimenti sociali inclusi!). Senza una maggioranza parlamentare in grado di attuare riforme serie (politiche di offerta, riforma delle pensioni, aumento del tasso di occupazione, miglioramento del sistema scolastico nazionale, ecc.), il collasso sembra inevitabile, con il rischio di innescare una grave crisi finanziaria europea. Da tempo membro clandestino dell'Eurozona, la Francia non sembra più in grado di beneficiare delle agevolazioni dei mercati finanziari. La negazione della realtà, che caratterizza la dottrina di Macron, ha reso probabile l'ascesa al potere di un partito populista lontano dalle politiche liberali che potrebbero rimettere la Francia sulla giusta strada. Le possibilità di stabilizzare il rapporto debito pubblico/PIL sono praticamente nulle. Ciò richiederebbe uno sforzo di bilancio di circa 150 miliardi di euro (il 5% del PIL), mentre il Paese deve investire massicciamente in difesa, ricerca e sviluppo, intelligenza artificiale e transizione energetica. Eliminare il solo disavanzo primario (escluso il servizio del debito) richiederebbe già quasi 100 miliardi di euro di tagli al bilancio! Un simile sforzo, che si protrarrebbe su diversi anni, richiede una maggioranza parlamentare attualmente impossibile da ottenere. Le assurde discussioni in corso sul bilancio 2027, volte a ridurre il disavanzo al 5%, dimostrano la negligenza dei funzionari pubblici.

Le prossime elezioni nazionali saranno quindi decisive. Alcuni auspicano un intervento della Banca Centrale Europea (BCE) ancor prima delle elezioni. Francoforte dispone di strumenti per prevenire la disgregazione dell'eurozona (in particolare l'OMT per *le transazioni monetarie dirette* e il TPI per *gli strumenti di protezione della trasmissione*), strumenti che finora non sono mai stati utilizzati. **Tuttavia, è improbabile che la BCE intervenga prima delle elezioni.** In ogni caso, un eventuale intervento comporterebbe riforme dolorose imposte a un Paese che da tempo non rispetta gli impegni europei in materia di deficit pubblico. In uno scenario del genere, è difficile immaginare cosa accadrebbe a un clima sociale già molto teso.

Al massimo, vorremmo che la BCE sospendesse il suo processo di quantitative tightening (riduzione del bilancio), che sta aumentando la pressione sui rendimenti obbligazionari, e che rinviasse gli aumenti previsti dei tassi di interesse chiave (decisi nella riunione del 29 ottobre, che accogliamo con favore). L'istituzione con sede a Francoforte sembra oggi priva di visione politica. Mario Draghi, che salvò l'eurozona nel 2012 – ricordiamo il suo famoso "a qualunque costo" – non è più al timone. **L'attuale Consiglio direttivo è rimasto intrappolato in una visione ristretta del proprio ruolo. Solo la lotta all'inflazione e l'ancoraggio delle aspettative fungono da bussola.** Eppure, un aumento del prezzo dell'argento non ha mai causato un calo dei prezzi del petrolio nel contesto di uno shock energetico esterno. Inoltre, l'Europa ha perso il controllo sui prezzi di interi settori industriali la cui produzione non controlla più, essendo stata in gran parte delocalizzata nell'ambito della transizione energetica (prodotti petroliferi, carburanti, fertilizzanti, metalli, ecc.). Per non parlare delle politiche di Bruxelles come il Meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere, che sono di natura inflazionistica. Sebbene l'inflazione di base (esclusi i prezzi dell'energia) rimanga moderata, la BCE si attiene

Pure Capital S.A., société de gestion régulée par la CSSF (Luxembourg)
www.purecapital.eu | info@purecapital.eu

Siège social Luxembourg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T : +352 26 39 86

Succursale Belgique
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65

a una visione ristretta della propria missione. Tuttavia, nel 2025 ha deciso di introdurre il fattore climatico nelle sue regole di garanzia e rifinanziamento per favorire gli emittenti impegnati nella transizione energetica, a scapito degli asset che contribuiscono al riscaldamento globale. Si tratta chiaramente di una decisione politica, poiché i trattati europei non menzionano esplicitamente un mandato su questa questione altrimenti legittima. **In realtà, anche se l'inflazione è il suo mandato principale, nulla impedisce legalmente alla BCE di sostenere le politiche economiche e ambientali dell'Unione (mandati secondari).**

La BCE sta quindi svolgendo un ruolo deleterio nell'inasprimento delle condizioni finanziarie nell'eurozona, esacerbando l'effetto contagio dei tassi di interesse statunitensi. Mentre i tassi di interesse a lungo termine sul dollaro non rappresentano un problema per gli Stati Uniti (5% rispetto a una crescita nominale del PIL di circa il 7%), i tassi di interesse a lungo termine europei stanno diventando un problema per molti paesi. In Francia, i tassi a lungo termine superiori al 5% vengono confrontati con una crescita nominale inferiore al 3%! **L'eurozona prevede una crescita nominale a lungo termine intorno al 3,5% (nella migliore delle ipotesi), mentre la media dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine raggiunge il 4%, un valore chiaramente troppo elevato per un'entità il cui potenziale di crescita è troppo basso** (insufficienti aumenti di produttività) e le cui esigenze di investimento in intelligenza artificiale, transizione energetica, difesa, nuove tecnologie, ecc., sono enormi (si vedano le raccomandazioni del rapporto di Mario Draghi del settembre 2024, che finora hanno avuto scarsi effetti concreti, a parte la solita retorica politica e un parziale smantellamento del Green Deal europeo). Da che parte sta la BCE?

CONCLUSIONE

Pur ribadendo il nostro consiglio di prudenza e di sana diversificazione, già espresso durante l'estate, i mercati odierni offrono numerose e interessanti opportunità di investimento. È vero che gli indici azionari, finora sostenuti dall'intelligenza artificiale e dalla solida salute finanziaria delle imprese (previsioni di utili per il 2026 pari rispettivamente al +34% e al +17% per Stati Uniti ed Eurozona), sono vulnerabili a una potenziale prosecuzione della correzione del mercato obbligazionario e a un aumento del costo del capitale. **Ricordiamo che 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 alimentare le pressioni sul costo del credito, esacerbate dalle crisi internazionali.** La fuga verso beni rifugio osservata negli ultimi giorni ha attenuato le pressioni sui rendimenti dei titoli di Stato, ma potrebbe trattarsi solo di una tregua di breve durata. **Ciononostante, i mercati obbligazionari offrono ora rendimenti reali che rendono attraenti le strategie di carry trade.**

Sul fronte azionario, sebbene la valutazione del settore tecnologico esposto all'IA sia generosa (il che aumenta il rischio di delusione), senza tuttavia essere eccessiva, il resto del mercato è ben lungi dal riflettere aspettative irrealistiche riguardo allo shock di produttività che questa rivoluzione tecnologica e industriale innescherà inevitabilmente nei prossimi anni . Inoltre, il consenso sugli utili per il 2027 è ragionevole, in linea con un tasso di crescita globale nominale di circa il 6,5%-7% annuo. L'esito delle elezioni di medio termine negli Stati Uniti potrebbe segnalare un'estensione del mercato rialzista a settori con prospettive interessanti, ma che sono valutati in modo meno elevato.

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.

Pure Capital S.A., société de gestion régulée par la CSSF (Luxembourg)
www.purecapital.eu | info@purecapital.eu

Siège social Luxembourg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T : +352 26 39 86

Succursale Belgique
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65