

SETTEMBRE 2026

L'ondata di debito AI: In ultima analisi, chi si assume il rischio?

L'intelligenza artificiale (AI) è solitamente presentata come una storia di crescita azionaria. Ma ora, il boom delle infrastrutture AI è diventato anche una storia del mercato obbligazionario. Per gran parte dell'ultimo decennio, le maggiori società tecnologiche hanno occupato una posizione insolita nel credito corporate. Le loro esigenze di investimento sono state notevoli, ma i flussi di cassa operativi sono stati spesso sufficienti a soddisfarle e il debito ha svolto un ruolo relativamente limitato.

L'AI ha cambiato quell'equazione. Goldman Sachs stima che la spesa in conto capitale più elevata potrebbe raggiungere i 750 miliardi di dollari nel 2026.¹ Si prevede che il debito finanzi circa un terzo di tale spesa, rispetto al 27% del 2025.²

¹ Goldman Sachs, [Come il debito AI sta rimodellando i mercati del credito](#), 5 agosto 2026

² ibid

Elementi chiave

- Il boom degli investimenti AI sta diventando una storia del credito, poiché le spese infrastrutturali vanno sempre più oltre il flusso di cassa interno e si dirigono verso i mercati del debito
- A mano a mano che gli ipermercati emettono più debito, aumenta la loro influenza sui mercati delle obbligazioni societarie, incrementando potenzialmente l'esposizione passiva
- Per capire chi si assume in ultima analisi il rischio è necessario guardare oltre il mutuatario ai contratti di locazione, garanzie, requisiti di potere e altri obblighi che supportano ciascun progetto

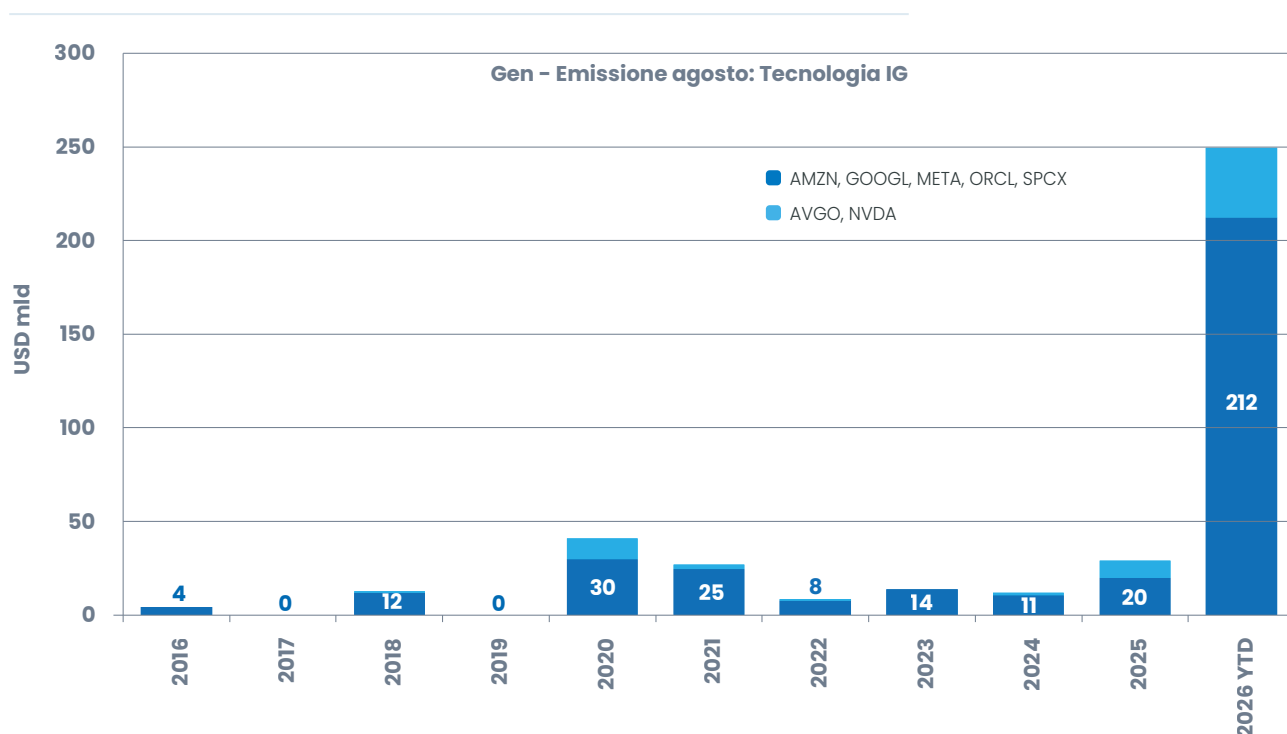
Debito a una velocità e su una scala mai viste prima

Entro il 7 luglio, Amazon, Alphabet, Meta e Oracle avevano emesso nel 2026 obbligazioni per un valore complessivo di 194 miliardi di dollari – il 79% in più rispetto all'intero 2025.³ Ciò fa parte di un'ondata di finanziamenti molto più ampia: Goldman Sachs stima che il più ampio ecosistema AI ha emesso circa 500 miliardi di dollari di debito entro la fine di luglio⁴, con iperscalers che rappresentano circa il 40%⁵.

L'entità di questa emissione di debito è importante, ma anche **la velocità con cui le aziende la stanno aumentando**. L'emissione di tecnologia esisteva prima dell'attuale ciclo di investimento sull'intelligenza artificiale, ma il cambiamento di fase è iniziato solo nel 2025. Entro la fine di agosto 2026, le emissioni degli iperscalatori principali si avvicinavano già al doppio di quelle registrate durante l'intero anno precedente⁶. Il grafico che segue utilizza un gruppo più ampio composto da cinque iperscalatori, Broadcom e Nvidia per dimostrare la forte accelerazione dell'emissione di tecnologia investment grade.

Figura 1:

Le emissioni di tecnologia investment grade sono aumentate nel 2026



Emissioni di obbligazioni investment grade da gennaio ad agosto da parte di Amazon, Alphabet, Meta, Oracle, SpaceX, Broadcom e Nvidia, miliardi di dollari USA. Fonte: Candriam, Bloomberg, al 31 agosto 2026.

L'aumento ha conseguenze che vanno al di là del volume delle obbligazioni che entrano nel mercato. La capacità di una società di far fronte ai propri obblighi dipende dal rapporto tra il debito assunto e la liquidità disponibile per il servizio. **Anche un mutuatario altamente redditizio può diventare più vulnerabile** se il debito aumenta più rapidamente del flusso di cassa libero o se i rendimenti attesi dal suo investimento richiedono più tempo per concretizzarsi.

³ Analisi Reuters dei dati LSEG, agosto 2026 ([Il debito di Hyperscaler fa salire i rendimenti a mano a mano che la domanda degli investitori si raffredda | Reuters](#))

⁴ Goldman Sachs al 31 luglio 2026

⁵ Goldman Sachs, [Come il debito AI sta rimodellando i mercati del credito](#), 5 agosto 2026

⁶ Candriam, Bloomberg, al 31 agosto 2026

Una costruzione, diversi bilanci

Le obbligazioni pubbliche sono solo la parte più visibile del finanziamento necessario.

Gli iperscalatori possono avere una notevole capacità di contrarre prestiti mantenendo al contempo i rating investment grade. **Il vincolo più immediato potrebbe essere la quantità di esposizione concentrata che i mercati obbligazionari convenzionali possono assorbire con spread accettabili per emittenti e investitori.** Ciò incoraggia i finanziamenti a passare a high yield, leveraged loan, credito privato, project finance, mercati strutturati e obbligazioni emesse in altre valute.

L'infrastruttura fisica crea la propria catena di obblighi. Un unico progetto data-center può coinvolgere una società tecnologica che si impegna ad utilizzare la capacità, un'altra società che possiede la proprietà, finanziatori che finanziano la sua costruzione e un'utilità che investe nell'infrastruttura elettrica. Anche le attrezzature possono essere finanziate separatamente. **Ogni partecipante comporta una parte diversa del rischio,** mentre ritardi o una domanda più debole possono incidere sull'intero progetto.

Le restrizioni fisiche aggiungono un altro livello. L'accesso alla rete, i costi energetici e idrici, le approvazioni di pianificazione e il sostegno della comunità locale sono rischi di esecuzione sempre più importanti. Negli Stati Uniti, le autorità statali e municipali hanno sospeso gli sviluppi, ritardato le approvazioni o imposto condizioni più rigorose in materia di edilizia e incentivi fiscali. L'opposizione taglia le linee di partito e sta diventando sempre più importante prima delle elezioni di metà mandato. Anche un data center ben finanziato non può generare liquidità finché non diventa operativo.

Quando un'onda passiva richiede scelte attive

L'esposizione al credito passivo funziona in modo diverso dall'esposizione azionaria passiva. Questo è importante perché **il peso di una società in un benchmark di obbligazioni societarie è influenzato dall'importo del debito ammissibile in essere, piuttosto che dai profitti o dal valore di mercato.** Poiché gli ipermercati emettono più obbligazioni, i portafogli passivi possono pertanto acquisire posizioni più consistenti in tali società semplicemente perché si sono indebitati di più, non perché i loro fondamentali creditizi o le loro valutazioni sono diventati più interessanti.

La nuova offerta può anche modificare il tipo di rischio all'interno del benchmark. Finora, nel 2026⁷, i mutuatari legati all'intelligenza artificiale hanno rappresentato circa il 40% delle emissioni investment grade statunitensi con scadenze pari o superiori a 15 anni. Gli investitori passivi potrebbero pertanto ricevere una maggiore concentrazione degli emittenti e una maggiore sensibilità ai tassi d'interesse a lungo termine, alla futura politica finanziaria e all'economia degli attivi che potrebbero cambiare notevolmente prima della scadenza delle obbligazioni.

In confronto, un **approccio attivo consente agli investitori di decidere dove – e se – assumere tali rischi.** Possono confrontare la compensazione offerta tra emittenti, strutture e scadenze, favorire un'obbligazione a più breve scadenza supportata dall'attuale generazione di liquidità o richiedere uno spread più elevato per compensare decenni di ulteriore incertezza. La gestione attiva non rimuove i rischi dell'build-out di AI, ma **consente agli investitori di scegliere quali rischi sono disposti a possedere piuttosto che accettarli in proporzione all'importo preso in prestito.**

⁷ Goldman Sachs, dal 5 agosto 2026

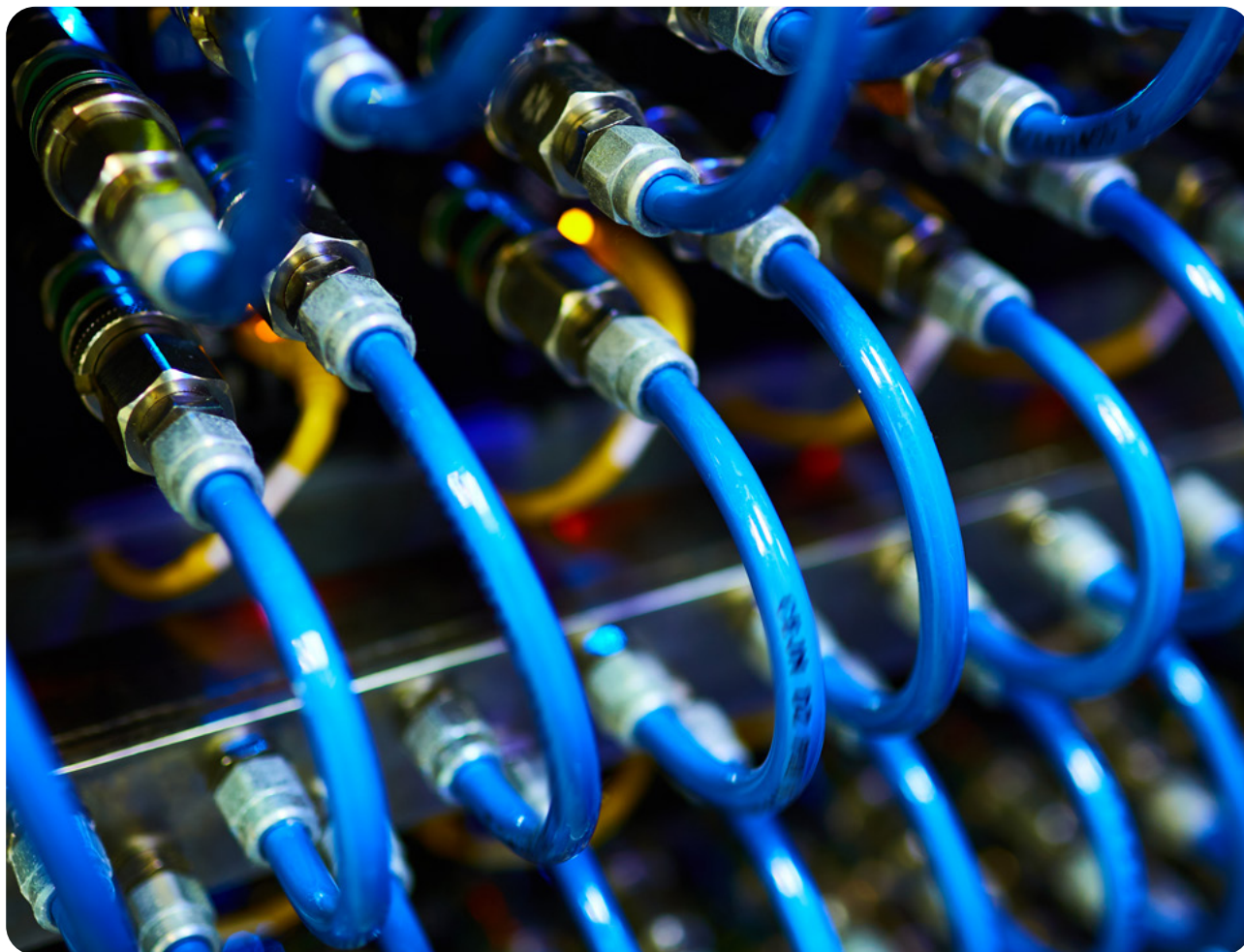
Motivi di ottimismo

L'aumento dell'indebitamento non dovrebbe oscurare la forza della tecnologia o delle società che ne guidano lo sviluppo.

L'AI rappresenta un importante progresso tecnologico con il potenziale di migliorare la produttività e creare nuove fonti di valore economico. Anche i maggiori iperscalatori entrano in questo ciclo di investimento con attività core redditizie, una notevole liquidità e alcuni dei rating di credito più solidi sul mercato corporate.

Le società tecnologiche continuano a offrire un rating medio più elevato rispetto al più ampio universo investment grade statunitense. Dati recenti collocano il rating tecnologico medio a circa A-, rispetto a circa BBB+ per il mercato complessivo⁸. Ciò offre a molti dei maggiori emittenti maggiore capacità di investire e assorbire le battute d'arresto rispetto a un tipico mutuatario societario.

Il debito legato all'intelligenza artificiale rappresenta ancora una minoranza del mercato investment grade. Tuttavia, Goldman Sachs stima di aver rappresentato circa il 18% delle emissioni investment grade statunitensi all'inizio di agosto 2026⁹. Ciò non è sufficiente per dominare il mercato, ma è già **sufficiente per influenzare l'offerta, la composizione del benchmark e la concentrazione del portafoglio**. I dati attuali suggeriscono pertanto una crescente pressione sui parametri di credito piuttosto che un immediato problema di solvibilità a livello settoriale.



⁸ Candriam, Bloomberg al 7 settembre 2026

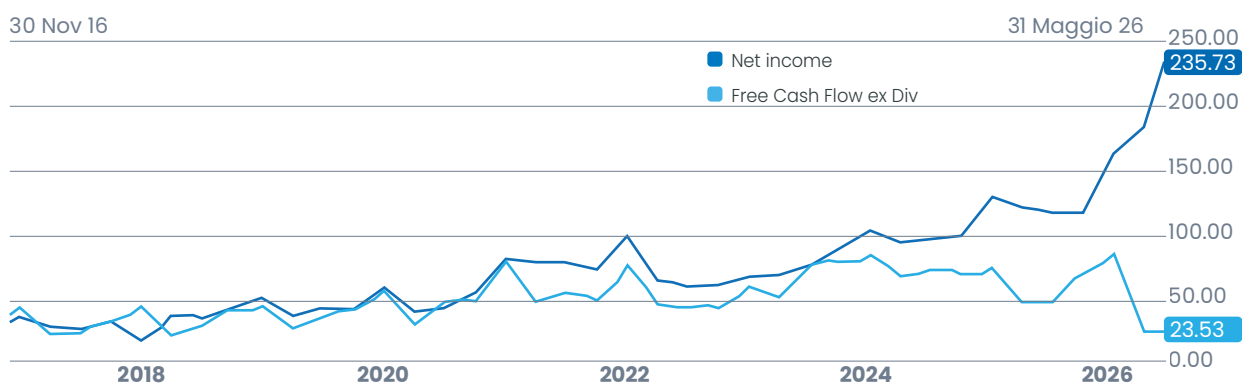
⁹ Goldman Sachs, 5 agosto 2026

Società forti, ma fondamentali in via di indebolimento

Questi punti di forza non eliminano il deterioramento sottostante. **Gli hyperscaler stanno assumendo più debito allo stesso tempo che una spesa in conto capitale senza precedenti assorbe una quota crescente della loro liquidità generata internamente.** L'utile netto aggregato ha continuato ad aumentare, ma la liquidità residua dopo il netto calo degli investimenti. Il grafico seguente mostra la netta divergenza tra il cash flow libero e il reddito netto di sei delle maggiori società tecnologiche.

Figura 2:

I profitti di Big Tech aumentano con il calo del cash flow libero



Reddito netto aggregato trimestrale e free cash flow prima del pagamento dei dividendi per Meta, Microsoft, Amazon, Apple, Alphabet e Oracle, miliardi di USD.

Fonte: Candriam, Bloomberg, al 31 maggio 2026

La concentrazione del ciclo di investimento dell'AI aumenta la posta in gioco. Queste società sostengono una quota sostanziale della performance del mercato azionario, mentre la loro spesa incide sempre più su utility, costruzioni, domanda di semiconduttori e credito privato. Ciò crea un **rischio di trasmissione**: se i rendimenti attesi sono deludenti, gli effetti potrebbero diffondersi dai bilanci iperscalatori a finanziatori, fornitori e il mercato in generale. Il timore non è che l'infrastruttura AI assomigli direttamente agli attivi al centro delle bolle precedenti, ma che **un sistema finanziario altamente interconnesso possa amplificare una delusione comune.**

Comprendere che l'esposizione richiede **il rispetto dell'obbligo attraverso la struttura**. Chi deve a chi? Dov'è la leva finanziaria? Quali impegni sono fissi e quali dipendono dal rinnovo? Cosa succede se la costruzione viene ritardata, l'utilizzo delude o il rifinanziamento diventa più costoso?

L'AI può in ultima analisi giustificare l'enorme investimento che viene effettuato ora, ma ciò non renderebbe ogni mutuatario, progetto o obbligazione ugualmente attraente. **In Candriam, l'analisi fondamentale del credito inizia con la capacità del mutuatario di adempiere ai propri obblighi, piuttosto che con la popolarità del tema d'investimento o il suo crescente ruolo in un benchmark.** Con l'espansione del mercato del credito AI, l'attenzione ai fondamentali diventerà sempre più importante nel determinare quali rischi gli investitori sono adeguatamente compensati per assumersi.

Per maggiori informazioni sulle nostre strategie:

Credito | Candriam >

Per scoprire come i nostri team di credito domano il rischio :

Addomestica il rischio – Competenze in materia di credito | Candriam >



Questa è una comunicazione di marketing. Questo documento è fornito esclusivamente a titolo informativo ed educativo e può contenere opinioni e informazioni di proprietà di Candriam. Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari né rappresenta una raccomandazione di investimento o conferma alcun tipo di transazione, eccetto laddove espressamente concordato. Le opinioni e i punti di vista espressi nel presente documento rappresentano esclusivamente il punto di vista di Candriam. Sebbene Candriam selezioni attentamente le fonti e i dati contenuti in questo documento, non si può escludere a priori la presenza di eventuali errori od omissioni. Candriam declina ogni responsabilità in relazione ad eventuali perdite dirette o indirette conseguenti sull'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere sempre rispettati e il contenuto del presente documento non può essere riprodotto senza una preventiva approvazione scritta.