

I premi al rischio dei produttori di chip mostrano nervosismo

SEGNALI DI MERCATO

Marzia Redaelli

Mentre il mercato azionario continua a premiare le azioni del settore dell'intelligenza artificiale, quello del credito le punisce.

Nelle ultime settimane, infatti, sono aumentati moltissimo i volumi degli strumenti per assicurarsi contro il fallimento, i Credit default Swap, delle aziende del comparto. Fino a fine 2025, invece, gli scambi su questi Cds erano irrilevanti.

Ciò non significa che gli investitori ritengano probabili dei fallimenti. In realtà, utilizzano i Cds con varie finalità. Per esempio, per strategie che compensano i cali dei titoli azionari con l'andamento in direzione contraria dei Cds; oppure per coprire i rischi di portafoglio a cui si espongono con le aziende dell'AI, che investono miliardi di dollari per costruire datacenter e per farlo si finanziano con le obbligazioni. Una forte preoccupazione che muove i volumi dei Cds, come spiega Alessio Garzone, portfolio manager di Gamma Capital Partners, è proprio il circular financing, il finanziamento circolare all'interno dell'industria dell'intelligenza artificiale: spesso, sono i produttori di semiconduttori a dare soldi, garanzie o varie forme di supporto ai clienti per l'acquisto di infrastrutture AI. Il meccanismo può sostenere la domanda di azioni e obbligazioni del settore AI, ma rende l'ecosistema fi-

nanziariamente molto interconnesso. Non a caso, secondo Goldman Sachs, i volumi di Cds su Nvidia, Amd e Broadcom sono aumentati di dieci volte nell'ultimo mese.

Garzone spiega che «i volumi settimanali sui nomi legati all'AI hanno superato i sette miliardi di dollari, mentre sui produttori di chip come Nvidia, Amd e Broadcom i volumi a un mese sono aumentati di circa dieci volte. Gli spread, cioè le differenze di rendimento tra titoli obbligazionari, invece, hanno avuto movimenti molto più contenuti e differenziati tra società e le obbligazioni investment grade (le più affidabili) trattano con un premio di circa 25 punti base rispetto alle controparti non AI.

Nell'ultimo mese, tra i Cds che si sono mossi di più ci sono quelli di Meta, con valori che vanno da circa 43 a 47,5 punti base (+4,5 punti base, pari a poco più del 10%). Seguono Amazon, con circa +1,6 punti base, e Apple, Microsoft e Nvidia con aumenti nell'ordine di 0,8 punti base. I rischi maggiori si concentrano dove all'aumento degli investimenti non corrisponde la visibilità sugli utili futuri: per chi ha obbligazioni il rischio sale perché con l'aumento delle emissioni il mercato può chiedere un premio di rendimento più alto, che significa un calo di prezzo dei bond.

«Il primo segmento da osservare – precisa Garzone – è quello dei data center e delle infrastrutture AI, perché sono investimenti enormi, con tempi di ritorno lunghi e con un valore futuro ancora difficile da stima-

re. Inoltre, aumentano strutture di finanziamento e garanzie che rendono il sistema più interconnesso. Guardiamo, poi, con estrema attenzione al circular financing nel settore dei semiconduttori, ai produttori che finanziano o supportano i clienti affinché possano acquistare infrastrutture (l'ultimo esempio, arriva da Nvidia). Nel breve è un segnale positivo e può addirittura sostenere la domanda, ma aumenta l'interdipendenza finanziaria dell'intero ecosistema. Sugli hyperscaler il rischio è in parte differente. I bilanci restano generalmente molto solidi e non vediamo un problema imminente di solvibilità».

La divergenza tra azioni e obbligazioni dell'AI potrà continuare per un po', secondo Garzone, perché gli azionisti beneficiano delle enormi potenzialità di crescita dell'AI, potenzialmente infinita, mentre gli obbligazionisti di un rendimento massimo prefissato. Il rischio segnalato dai Cds potrebbe diminuire se l'aumento dei flussi di cassa generato dall'AI superasse quello degli investimenti. «Viceversa – conclude Garzone – sarebbe più probabile una revisione delle valutazioni azionarie e, quindi, una ricomposizione del divario attraverso una maggiore volatilità dell'equity. Ritengo più probabile questa seconda strada, soprattutto nel breve periodo. L'offerta obbligazionaria è elevata e i programmi di investimento pluriennali, quindi è difficile immaginare un rapido ritorno degli spread AI sui livelli del credito non AI».

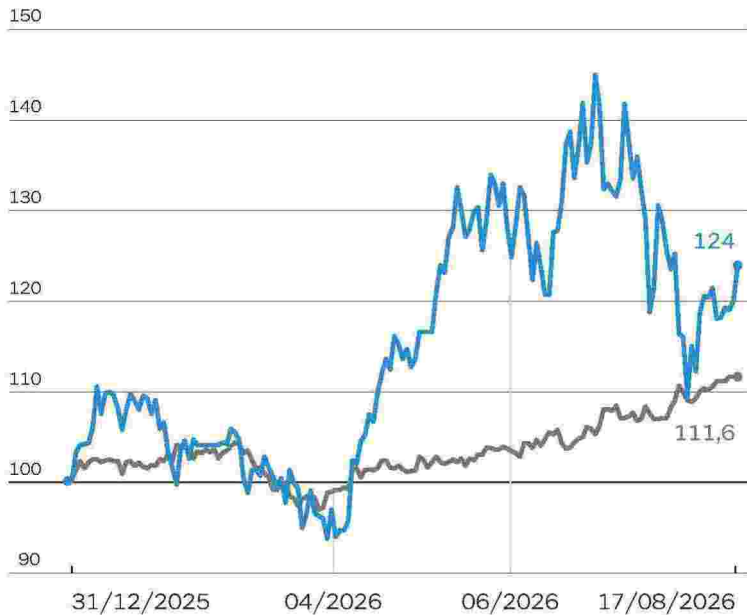
© RIPRODUZIONE RISERVATA

**CRITICITÀ MAGGIORI
DOVE AUMENTANO
GLI INVESTIMENTI,
MA NON LA VISIBILITÀ
DEGLI UTILI FUTURI**

Il confronto

Indici total return (prezzo e cedole) delle obbligazioni Usa ex Ai e del settore Ai

— INDICE CSI AI — INDICE USA 500 EX AI



Fonte: Lseg

