KJX9U18QMK @ Gruppo Il Sole 24 ORE RIPRODUZIONE RISERVATA C3D93E28CCF0305D

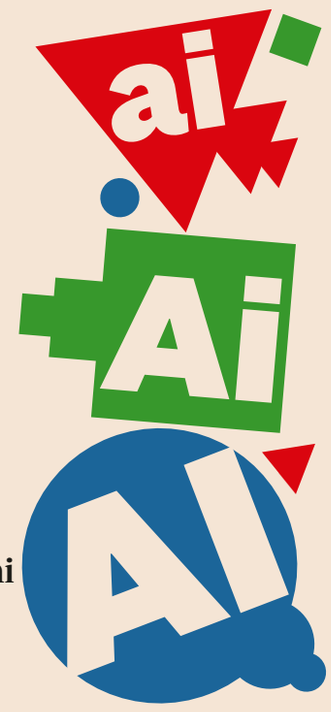
emento al numero odierno del Sole 24 Ore Poste Italiane Sped. in A.p. - D.l. 353/2003 conv. L. 46/2004, art. 1, c.1, Dcb Milano

Plus24

La settimana di finanza e risparmio

Il Sole 24 ORE

01/08
2026



Certificates
Che cosa c'è dietro i numeri record tra cedole e protezione
Pagina 6

Tech
Si allargano gli spread delle emissioni legate all'AI
Pagina 7

Immobiliare
Il mercato Usa fa la parte del leone nei portafogli Spagna in crescita
Pagina 8

PIMCO
pimco.it

Strumenti per investire
Titoli ad alto dividendo
Pagine 15-17

ARTWORK JACOPO ROSATI

C3D93E28CCF0305D2

PORTAFOGLIO

BTp o B&B?

Obbligazioni e affitti brevi sono gli investimenti preferiti di chi è alla ricerca di una rendita. Cedole e canoni offrono buone opportunità, a condizione di valutare pro e contro di due scelte molto diverse



Editoriale
Il nodo dei Poc e la lente della Procura di Milano

di **Stefano Elli**

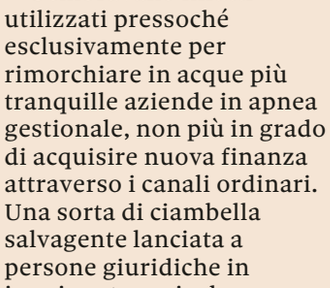
Che i Poc (prestiti obbligazionari convertibili non standard) fossero strumenti poco trasparenti sino all'opacità e, soprattutto, molto impattanti (in senso negativo) sull'andamento dei titoli a loro collegati era apparso chiaro da subito. Tanto che nell'agosto del 2022, dopo uno studio di Ambromobiliare sull'argomento, Plus24 decise di dedicare ai Poc una copertina e un editoriale. Vi si analizzavano vari aspetti dello strumento: a cominciare dalla loro specificità di contesto.

Sembravano infatti utilizzati pressoché esclusivamente per rimorchiare in acque più tranquille aziende in apnea gestionale, non più in grado di acquisire nuova finanza attraverso i canali ordinari. Una sorta di ciambella salvagente lanciata a persone giuridiche in imminente pericolo di dissesto.

— Continua a pagina 3

Lo sportello reclami
Widiba e il ritardo del rendiconto della polizza
Pagina 9

Arteconomy
L'arte dell'Est Europa diventa protagonista
Pagina 11



Pressioni in banca
Reti costrette a collocare più polizze
Pagina 12

Assicurazioni
La Solvency II rivista libera 70 miliardi
Pagina 13

La semplicità degli ETF. L'esperienza di PIMCO.

PIMCO

Accedi a 50 anni di leadership nella gestione obbligazionaria con gli ETF PIMCO.

PIMCO Europe GmbH – filiale italiana (società n. 192083) è regolamentata da CONSOB.
©2026 PIMCO. Tutti i diritti riservati. CMR2025-1120-4988492
A company of Allianz

KJX9U18QMK @ Gruppo Il Sole 24 ORE RIPRODUZIONE RISERVATA C3D93E28CCF0305D

Investimenti

MERCATI
Microsoft non delude

Microsoft mostra solidi risultati finanziari per il quarto trimestre fiscale. L'utile per azione e' stato di 4,74 dollari (rettificato), contro i 4,24 dollari per azione previsti dagli analisti, su ricavi di 90,01 miliardi di dollari, contro gli 87,62 miliardi del consensus. L'utile netto di 35,77 miliardi di dollari, pari a 4,81 dollari per azione, è aumentato rispetto ai 27,23 miliardi di dollari, ovvero 3,65 dollari per azione, registrati nello stesso trimestre dell'anno precedente. La crescita dei ricavi del cloud Azure ha accelerato al 43%, rispetto al 40% del trimestre precedente e delle stime.

GETTY IMAGES



La novità. Per la prima volta Alphabet (Google) ha dichiarato un cashflow negativo

IMAGOECONOMICA



Nel mirino. Oracle ha gli spread più alti tra i big del mondo tech

Tech. Si allargano gli spread delle emissioni legate all'AI

Nel 2026 collocati oltre 200 miliardi Il differenziale quasi raddoppiato

Andrea Gennai

Il forte trend di emissioni corporate da parte delle big tech Usa non si placa, e negli ultimi 4 mesi sono arrivati sul mercato ancora 162 miliardi di dollari, che da inizio anno ammontano a 212, una cifra record considerando la media annuale negli ultimi 10 anni. Queste risorse devono andare a sostenere un piano di investimenti nel cloud e nei data center con un budget atteso a oltre 750 miliardi di dollari nel 2026.

«Alphabet e Amazon - spiega Mario Allegra, responsabile investimenti Alfa Planners Scf - hanno guidato le nuove emissioni sia sul mercato in dollari sia in euro per finanziare la massiccia espansione dell'infrastruttura di intelligenza artificiale e dei data center. Nvidia a giugno è tornata sul mercato obbligazionario con un maxi-collocamento da 25 miliardi di dollari articolato su 7 tranche con scadenze comprese tra il 2028 e il 2056».

La salita dei rendimenti dei bond da inizio anno dovuta alla ripresa dell'inflazione ha pesato anche sugli spread dei bond corporate: la curva dei rendimenti delle aziende tecnologiche Usa ad alto rating riporta un aumento su tutte le scadenze. La fase di risk off azionario sulle magnifiche sette si riflette anche sui titoli obbligazionari degli emittenti.

Il grande balzo

Come rileva un recente report di UniCredit i bond emessi dagli hyperscaler (le grandi società che investono in data center) hanno visto allargarsi lo spread, rispetto ai governativi, passando da 60 punti base di metà 2025 a 110 punti base di luglio. Un'impennata che non ha riguardato gli altri emittenti del mondo corporate Usa. In particolare l'ampliamento del differenziale di rendimento ha colpito soprattutto Oracle, società da tempo osservata speciale proprio per i massicci impegni negli investimenti legati all'Ai (il titolo a Wall Street lascia sul terreno il 40% circa da inizio anno e ha un differenziale superiore ai 200 punti base).

UniCredit comunque sottolinea che nonostante i massicci investimenti e il marcato impatto sui flussi di cassa, il merito di credito di questi grandi emittenti resta ancora elevato grazie a modelli di business ben radicati.

La causa principale di questo allargamento degli spread è frutto di una congiuntura di mercato e risente dello scetticismo crescente per il ritorno degli investimenti in intelligenza artificiale. Gli spread si sono ulteriormente allargati quando Alphabet (Google) ha annunciato che il livello di spesa in conto capitale (Capex) sta superando il flusso di cassa operativo generato. «Chi ha investito di più attraverso il debito - spiega Allegra - ha avuto il maggiore allargamento degli spread. Allargamenti dei differenziali di rendimento a lungo hanno interessato anche Amazon (+30 punti base da inizio anno), che è tornata a raccogliere a luglio sul mercato 25 miliardi di dollari con 8 emissioni. Meta ha avuto un allargamento dello spread da inizio anno maggiore rispetto ad Amazon (rating maggiore), il decennale è passato da 75 punti base a 120 punti base da inizio anno. Il bond quarantennale di Meta emesso a maggio rende a scadenza il 7 per cento».

Effetto high yield

Queste maxi emissioni, da parte di società con elevato merito creditizio, alterano l'ambiente del mercato obbligazionario drenando liquidità. Le aziende di dimensioni medio-piccole o con rating high yield si trovano quindi a doversi contendere la liquidità residua, dovendo spesso offrire rendimenti più alti (spread più ampi) per invogliare il mercato a comprare i loro titoli.

«Nel segmento corporate area euro - conclude Allegra - questo effetto è più evidente perché il mercato è meno ampio di quello Usa. In alcuni casi (Amazon) le aziende che non possono saturare la domanda con offerta troppo alta e troppo concentrata, ricorrono a finanziarsi in altra valuta (franco svizzero), a tassi inferiori rispetto a dollaro, accedendo anche ad un bacino di investitori alternativo (esempio fondi elvetici). Come per gli indici azionari la concentrazione è un problema anche negli indici obbligazionari: più debito emettono i colossi tech per finanziare i data center, più aumenta la loro quota all'interno degli indici. Di conseguenza, un investitore che acquista un semplice Etf su obbligazioni Investment Grade si ritrova involontariamente ad avere un'esposizione sproporzionata al settore tecnologico».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

A Wall Street torna la volatilità sul settore

CONTRACCOLPI

Lucilla Incorvati

Per le Big Tech si chiude la settimana degli utili più importante degli ultimi anni. Non è andata bene a Meta (risultati inferiori alle aspettative in termini di utili per azione 6,18 dollari contro i 7,22 dollari e dei ricavi pari a 60,80 miliardi di dollari contro i 60,17 miliardi di dollari del consensus), al contrario Microsoft ha mostrato solidi risultati. Il mercato (lo si era già visto la settimana scorsa con Alphabet scesa del 6% e Tesla del 15%) sta mettendo in dubbio che gli ingenti investimenti nell'AI possano generare rendimenti adeguati e gli investitori non premiano più la spesa per l'intelligenza artificiale basandosi solo sulle promesse. «Cresce il disagio degli investitori riguardo alle spese sostenute dagli hyperscaler per l'intelligenza artificiale - spiega Ipek Ozkaderskaya senior analyst Swissquote - in quanto il loro flusso di cassa disponibile (free cash flow) si sta prosciugando, costringendoli a finanziamenti aggiuntivi tramite l'emissione di azioni e obbligazioni in un contesto caratterizzato da aspettative di rialzo dei tassi di interesse. L'aspetto più significativo dell'annuncio di Alphabet della scorsa settimana non è stato la crescita dell'82% del segmento cloud, bensì il fatto che il flusso di cassa disponibile sia diventato negativo nel secondo trimestre. Di conseguenza, i veri fattori in grado di influenzare il mercato saranno: l'entità della spesa prevista da queste aziende per i prossimi trimestri; la liquidità residua dopo i massicci investimenti nell'IA e la reazione degli investitori».

Come spiega l'esperto, un aumento della spesa potrebbe dare un ulteriore impulso alle aziende della filiera dell'IA nel breve termine, ma eserciterà anche una maggiore pressione sulle valutazioni dei colossi tecnologici, che stanno attraversando un importante cambiamento strutturale: un tempo erano imprese a basso assorbimento di capitale e con un abbondante flusso di cassa disponibile, mentre oggi si stanno trasformando in giganti ad alta intensità di capitale e con un crescente indebitamento. Ciò le rende molto più vulnerabili alle variazioni dei tassi di interesse»

Ma non è per tutti la stessa cosa. Lo spiega Simon Wiersma, chief investment srategist di Ing. «L'ondata di investimenti nell'AI sta creando una netta divisione. Le aziende che spendono di più – come Alphabet, Meta, Amazon e Oracle – stanno vedendo il flusso di cassa libero diventare negativo o avvicinarsi allo zero, mentre i mercati obbligazionari iniziano a ricalibrare il rischio. Il problema è più evidente per quelle che non dispongono di un meccanismo diretto di monetizzazione: Meta non ha un business cloud in grado di compensare i costi dell'infrastruttura; il rating creditizio di Oracle è stato abbassato fino a sfiorare il livello speculativo ("junk"), poiché sta bruciando cassa più velocemente di quanto riesca a generare ricavi. Per Microsoft la crescita di Azure è rimasta robusta, intorno al 40%, ma con investimenti in conto capitale (capex) previsti per l'anno fiscale 2026 pari a circa 190 miliardi di dollari, in aumento del 61% su base annua, gli investitori cercheranno prove chiare che questa spesa si stia traducendo in una crescita redditizia. Per Meta i margini operativi scendono di circa il 35%, dal 43% di un anno fa, mentre i costi legati all'AI accelerano, e i capex per l'anno fiscale 2026 sono previsti tra 125 e 145 miliardi di dollari. Apple rappresenta un caso a parte. La sua strategia sull'AI, relativamente poco intensiva in termini di capitale, la protegge da gran parte del dibattito sui capex, ma con il titolo scambiato a circa 11 volte il fatturato, c'è poco spazio per deludere, in particolare sui margini lordi. Amazon potrebbe essere nella posizione più favorevole. La crescita di Aws è attesa intorno al 33% su base annua, il portafoglio ordini del cloud ammonta a 364 miliardi di dollari e il titolo è già sceso di circa il 12% dall'ultima pubblicazione dei risultati». Una cosa sembra chiara: la volatilità sui titoli tecnologici a grande capitalizzazione continuerà e una correzione delle valutazioni è ormai dietro l'angolo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Titoli di Stato europei Sui bond governativi l'appetito non manca

I gestori: prossime emissioni assorbite dal mercato senza particolari problemi

Marcello Frisone

L'appetito nei confronti dei titoli di Stato dell'area euro non si placa. Anzi. Per i money manager le emissioni dei Paesi verranno assorbite dal mercato senza particolari ansie, pur con una doverosa diversificazione tra paesi "core" e "non core". In base al proprio profilo di rischio, poi, le scadenze sono più o meno differenziate (meno rischiosa la fascia 2-7 anni).

Le emissioni nel 2026

Per l'intero 2026 l'emissione lorda di bond sovrani attesa è di 1.403 miliardi (nuovo massimo storico), ma nel primo semestre (fino al 25 giugno) ne sono già stati collocati 893,5 miliardi (63,7% del programma annuale). Rimangono quindi 509,5 miliardi da emettere tra luglio e dicembre. Sempre quest'anno, poi, l'emissione netta attesa è di 502 miliardi di euro, appena sotto il picco del 2023 (510 miliardi) e sopra i 487 del 2025. Nel primo semestre ne sono già stati collocati 395,1 miliardi (78,7% del programma annuale): rimangono quindi soltanto 107 miliardi netti da qui a fine anno (contro, appunto, i 509 lordi). «Nonostante le turbolenze geopolitiche abbiano generato maggiore volatilità – spiega Florian Späte Senior Bond Strategist di Generali Investments, i mercati primari sono rimasti resilienti nel primo semestre. Il restante fabbisogno di emissioni nella seconda metà dell'anno dovrebbe essere assorbito senza difficoltà, salvo significative perturbazioni dei mercati. Se la ripresa economica accelererà verso fine anno - continua Späte -, la Bce si asterrà come previsto da ulteriori rialzi dei tassi, e le condizioni di mercato resteranno favorevoli, continuiamo a vedere spazio per un moderato restringimento degli spread».

Il debito pubblico in più

Piccolo passo indietro per comprendere meglio la differenza tra emissioni lorde e nette. «L'emissione lorda – sottolinea Massimiliano Silla, consulente finanziario indipendente - è tutta la carta che un Tesoro colloca in un periodo, senza distinguere a cosa serve. L'emissione netta è invece quella stessa cifra al netto dei titoli che nel frattempo giungono a scadenza e vengono rimborsati: è quindi la variazione effettiva dello stock di debito in circolazione, cioè il denaro davvero nuovo che il mercato deve assorbire. Non solo. C'è poi un terzo livello, che è quello decisivo oggi: alle emissioni nette – specifica Silla - va aggiunta la carta che la Bce lascia scadere senza reinvestirla, circa 395 miliardi. Sommandola si arriva ai quasi 900 miliardi che gli investitori privati devono effettivamente comprare, cioè l'offerta "netta-netta" che è la sola grandezza che conta davvero per rendimenti e spread».

Cosa aspettarsi

«Le turbolenze geopolitiche – sottolinea Francesco Spadaccia, Portfolio Manager\Active multi asset di Ubs Am - hanno spinto al rialzo i rendimenti e ampliato gli spread, ma secondo la nostra view il mercato sta attribuendo un peso eccessivo a inflazione e inasprimento monetario. Ci aspettiamo un calo dei rendimenti governativi di Stati Uniti, Eurozona e Regno Unito nei prossimi 12 mesi; in area euro, qualora il contesto geopolitico si stabilizzi, il Bund decennale è atteso verso il 2,5%. Si profila così un punto d'ingresso interessante per costruire reddito e diversificazione, privilegiando qualità e liquidità. La Germania resta infatti il paese core: offre un rischio di credito più contenuto e una maggiore funzione difensiva, pur a fronte di un rendimento più basso».

Dove puntare

Per incrementare poi il carry (cioè quanto rende tenere il bond giorno per giorno, prima di contare le plus/minusvalenze), è possibile valutare in modo selettivo emittenti corporate investment grade e debito sovranazionale in euro, mantenendo un'ampia diversificazione. «Francia, Spagna, Portogallo e Italia – chiosa Spadaccia - offrono un extra-rendimento rispetto al Bund, pur richiedendo particolare attenzione a rischio fiscale, volatilità degli spread, sensibilità alle aste e incertezza politica. In particolare, il premio per l'Italia appare attraente purché gestito entro precisi limiti di concentrazione, mentre sulla Francia prevale la cautela legata al rischio politico e di spread. In questo contesto, le emissioni sovranazionali possono aiutare a ottimizzare qualità e liquidità del portafoglio senza incrementare la concentrazione del rischio paese».

m.frisone@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I rendimenti

Alcuni Bond sovrani Ue. *Dati in percentuale*

	2 ANNI	5 ANNI	10 ANNI	30 ANNI
PAESI CORE				
Germania	2,79	2,87	3,14	3,62
Francia	2,97	3,33	3,93	4,69
Paesi Bassi	2,79	2,93	3,24	3,65
PAESI PERIFERICI				
Italia	**3,02**	**3,38**	**3,98**	**4,73**
Spagna	2,86	3,08	3,60	4,27
Grecia	2,98	3,27	3,85	4,51

Nota: dati al 29 luglio. Fonte : Refinitiv