



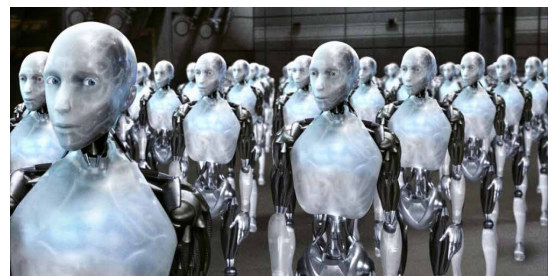
A cura di **Mario Cribari**
Head of Investment Strategy and Research, Partner



LA MADRE DI TUTTI I RISCHI

Fermo restando il nostro scenario ottimista lato macro (crescita, inflazione, tassi, impatto delle tariffe) **appare sempre più chiaro come l'industria e l'euforia sull'AI stia ormai rasentando le sembianze di una bolla. La madre di tutti i rischi.**

Abbiamo più volte illustrato il fatto che sia diventata un'industria a se stante, **una economia dentro l'economia, concentrata su pochissimi attori** che in un momentaneo circolo virtuoso si scambiano soldi tra di loro incrementando utili e attivi **contribuendo alla crescita del GDP**. Ma alla fine **se ad un certo punto gli investimenti miliardari non rendono e gli attivi delle società andranno svalutati il rischio che il circolo diventi vizioso è enorme**. Vista l'elevata concentrazione di questi pochi nomi sugli indici **si rischia un effetto completamente inverso rispetto al boom positivo cui abbiamo assistito negli ultimi 3 anni**. Intanto a causa degli investimenti **il free cash flow di queste società è in costante deterioramento**. La cassa viene usata per investire in data centers, cloud e semiconduttori ma ad un certo punto questi investimenti devono rendere, altrimenti si brucia cassa per niente.



L'esempio di Open AI, Oracle e Nvidia

OpenAI, ad esempio, dimostra una crescita enorme ma con un modello finanziario insostenibile. I suoi ricavi crescono a tripla cifra ma **ciò nonostante le perdite sono enormi**. Per il 2026 ad esempio si stima una perdita di 17 bn USD, ma nonostante questo **ha appena stipulato un contratto Cloud con Oracle impegnandosi per 300 bn USD in 5 anni**. Non potendosi indebitare tramite obbligazioni, essendo in perdita, continua a cercare finanziamenti lato equity, nell'ultimo round ha raccolto 8,3 bn USD per una market cap teorica di 500 bn USD. Fino a quando potrà continuare a rifinanziarsi a questo ritmo bruciando continuamente cassa?

Dall'altra parte **Oracle per poter onorare il contratto** di costruzione del Cloud ha emesso 100 bn USD di obbligazioni, **raddoppiando in un colpo solo il proprio indebitamento**. Il rischio è che **se Open AI non dovesse pagare o non onorare il proprio contratto, a sua volta per mancanza di liquidità, il castello crollerebbe in due minuti**. **Nvidia**, dal suo lato, pur aumentando le vendite a doppia cifra (tra i quali proprio ad Open AI) **presenta in bilancio una quota di crediti enorme**, i cosiddetti trade receivables, pari a 11 bn USD, in costante accelerazione. Va tutto bene finché il gioco dura ma nei fatti in caso di stop o se qualche cliente decidesse di cancellare gli ordini, perché a sua volta in difficoltà, **tali crediti diventerebbero inesigibili**.

Su tutto questo si aggiungono poi **i dubbi sull'effettiva monetizzazione degli investimenti in AI** che molto probabilmente nel lungo termine si materializzerà ma nel breve medio termine non può essere dato per certo. Un recente **studio del MIT indica come sia difficile per le aziende monetizzare tali investimenti** allo stato attuale, almeno fino a quando l'AI non diventerà a tutti gli effetti un Agentic AI o addirittura un AGI (Artificial General Intelligence).



In uno scenario ottimista gli investimenti si trasformano in utili e in cash flow (per nuovi investimenti!) ma **nello scenario pessimista se qualcosa si inceppa**, se uno degli attori va in crisi o se il mercato equity perde entusiasmo **il meccanismo rischia di incartarsi**. Considerando l'enorme leva finanziaria e la concentrazione di mercato è lecito catalogare **l'industria AI come il maggior rischio sistemico dei nostri tempi**. Per questo insistiamo nel dire che probabilmente **AI è sottovalutata nel lungo termine** (pur con tutte le sue implicazioni sociali ed economiche) **ma è sopravvalutata nel breve**.

Allo stato attuale dalla tecnologia nei portafogli non si può prescindere, la corsa potrebbe durare ancora per qualche trimestre e **non si può escludere uno scenario benigno**. Occorre tuttavia ammettere che **il rischio di un evento avverso non è indifferente** e che **il ghiaccio è molto sottile** e molto più rischioso dei droni in Polonia, dell'invasione di Taiwan, della Summit Flottilla, della guerra commerciale, del mercato del lavoro americano, dell'indipendenza della Fed, della Keller Sutter o dell'ennesimo shutdown di un paese allo sbando politico...

