

Investimenti/2

# Una maxi bolla pronta a

di Laura Magna

## Perché il paragone con le Dot-com non regge



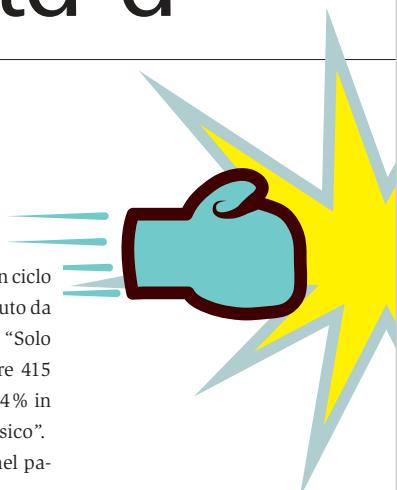
L'hype intorno all'intelligenza artificiale rimanda quasi in maniera automatica, almeno alla mente di chi ha vissuto quel momento, lo spettro della bolla dot-com. Ma il parallelo è più complesso di quanto sembri. «L'analogia è allettante ma profondamente sbagliata - dice Loris Centola, Chief Investment Officer di PBK - questa volta ci sono profitti veri, bilanci solidi e un mercato molto più selettivo rispetto agli anni '90».

Tecnologie dirompenti allora come oggi, sì. Ma la corsa attuale è molto meno estrema: il Nasdaq guadagnò il 570% all'epoca, mentre il rally Ai è nell'ordine del 130%. Anche le valutazioni raccontano un'altra storia: «I multipli delle dot-com erano vertiginosi — Yahoo! a 600 volte gli utili — mentre oggi i big dell'Ai viaggiano tra 25 × e 40 × - Apple è a 33 ×, Microsoft a 30 ×, Alphabet a 28 ×, Nvidia a 39 × - In dettaglio, le big tech di oggi generano flussi di cassa annuali che superano i 350 miliardi di dollari, contro aziende che nel 2000 spesso non avevano un modello di business funzionante. E neanche la concentrazione nei benchmark non è un segnale di bolla: è un riflesso della scala reale del settore. «Le prime 10 tech valgono il 38% dell'S&P 500, il doppio rispetto a 25 anni fa: questo non è eccesso speculativo, è leadership industriale», sottolinea Centola.

Sui fondamentali si basa anche l'idea di Paul Wick, gestore del fondo CT (Lux) Global Technology di Co-

lumbia Threadneedle, che vede decisamente un ciclo strutturale un nuovo ciclo pluriennale, sostenuto da investimenti infrastrutturali senza precedenti: "Solo i cloud provider americani spenderanno oltre 415 miliardi di dollari in data center nel 2025, + 64% in un anno. Questo non è hype: è capex reale, fisico". Wick sottolinea un altro elemento ignorato nel paragone con la bolla dot-com: le IPO sono rare e poco euforiche, mentre «all'epoca delle dot.com chiunque avesse un sito web si quotava in Borsa. Oggi il mercato punisce severamente chi non ha un vantaggio competitivo chiaro».

E se le nuove matricole si contano sulle dita di una mano annualmente, l'impennata degli investimenti in infrastruttura — data center, chip, reti, memoria — indica un ciclo di lungo periodo, simile agli investimenti nelle reti mobili o nel cloud. «La spina dorsale dell'Ai — semiconduttori e infrastruttura — è l'area più solida da cui beneficiare del trend», aggiunge Wick, spiegando che «Siamo solo all'inizio. Come nel passaggio dal 4G al cloud, l'infrastruttura Ai aprirà un ciclo di crescita di più anni. Le valutazioni degli asset core restano ragionevoli rispetto alla crescita». La conclusione è che una bolla si regge sull'aria. L'Ai si regge sull'acciaio dei data center, sulla fisica dei chip e sui profitti reali delle big tech. La speculazione esiste, ma la spina dorsale del ciclo appare molto più solida di qualsiasi paragone storico.



**425 MLD\$**

Spesa prevista nel 2025 per i data center Ai solo da parte dei big USA: è capex reale, non hype.

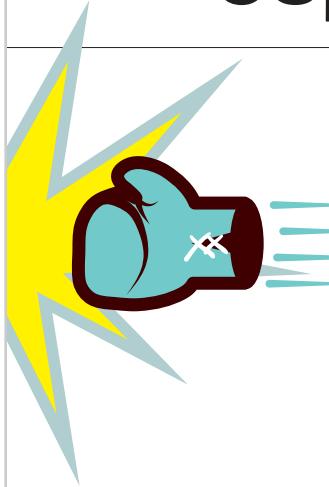
**130%**

La crescita del rally Ai dal 2023 a oggi: molto lontana dal +570% della bolla dot-com.

**39×**

Il multiplo di utili di Nvidia, ma anni luce sotto i 600× di Yahoo! nel 1999.

# esplodere in Borsa?



## Così la rivoluzione corre troppo e rischia di schiantarsi

**X** L'intelligenza artificiale è reale, potente, destinata a ridisegnare industrie e modelli di business. Ma questo non significa che i prezzi dei titoli che la cavalcano lo siano altrettanto. È il cuore della tesi presentata dall'Ufficio Studi della Banca del Fucino, la cui conclusione è netta: siamo già dentro una bolla, alimentata da aspettative troppo ottimistiche, multipli fuori scala e un'euforia che ha già portato l'S&P500 a crescere del 75% grazie (quasi) solo all'AI. Banca del Fucino evidenzia multipli "incomprimibili": Nvidia a 50 volte gli utili, Palantir quasi a 400. Valutazioni che presuppongono due condizioni molto forti: che l'Ai sia davvero una rivoluzione epocale e che i benefici economici, nel medio-lungo periodo, restino concentrati nelle big tech americane. Un doppio salto nel buio. E mentre i prezzi corrono, i primi scricchiolii arrivano già: Oracle è scesa del 25% in un mese, Palantir del 10%. «Un ridimensionamento più ampio è altamente probabile», avvertono gli analisti svizzeri, che richiamano precedenti storici eloquenti: le ferrovie del XIX secolo, la bolla dot-com. In entrambi i casi due tecnologie trasformative di economia e società che non sono state immuni dai crash. Sulla stessa falsariga si innesta l'analisi di Guido Giammattei, EM Equity Portfolio Manager di RBC BlueBay, che aggiunge la dimensione sistematica. «Gli investimenti in AI, rapportati al Pil, hanno già superato quelli della bolla dot-com», osserva il gestore. È un'accelerazione senza precedenti. Ma

dietro l'euforia convivono tre fragilità: leva crescente, monetizzazione debole, limiti energetici. La dipendenza dal private credit esplode: GPU usate come collaterale, operazioni fuori bilancio, vendor financing. Segnali classici di "momento Minsky", la fase in cui il credito smette di finanziare solo i progetti solidi e inizia a sostenere quelli marginali: il debito cresce più dei flussi di cassa e basta un rallentamento della fiducia per far implodere la struttura. Poi c'è il grande convitato di pietra: l'energia. La costruzione di data center è triplicata in tre anni, la domanda elettrica dell'Ai è raddoppiata nel solo 2025. «Continuando così, gli Stati Uniti potrebbero affrontare una carenza di 45 GW entro il 2028 — l'equivalente del fabbisogno dell'Italia», avverte Giammattei. È qui che la narrativa della crescita infinita sbatte contro i suoi limiti fisici. La monetizzazione, intanto, resta modesta: 37 miliardi di ricavi contro circa 250 miliardi di investimenti annuali in capex AI. In pratica, ogni dollaro incassato ne richiede quasi sette di spesa. La tecnologia è reale, la redditività molto meno. Il rischio finale? Che la rivoluzione sia autentica, ma i prezzi odierni no. Che la corsa continui, ma per pochi vincitori. Che l'euforia ceda all'inevitabile ridimensionamento. La bolla non negherebbe la potenza dell'Ai - la confermerebbe. Come ferrovia, elettricità, internet. Bolle che, una volta esplose, hanno lasciato un valore inestimabile a terra. La storia non si ripete mai identica, ma spesso fa rimba.

**75%**

La quota della crescita dell'S&P500 attribuita all'Ai: un peso sproporzionato che suggerisce euforia più che crescita reale.

**250 MLD**

Il valore degli investimenti annuali in data center e GPU, che superano di quasi sette volte i ricavi (a 37 mld \$).

**45 GW**

Il buco energetico previsto negli USA entro il 2028, pari all'intero fabbisogno dell'Italia: il limite fisico più evidente alla crescita dell'Ai.