2025

GAMMA Capital Markets

ABOUT MARKETS

INSIDE OUT

04 ottobre 2025

"Il conto dell'AI"

Prepared by

Alessio Garzone

Portfolio Manager

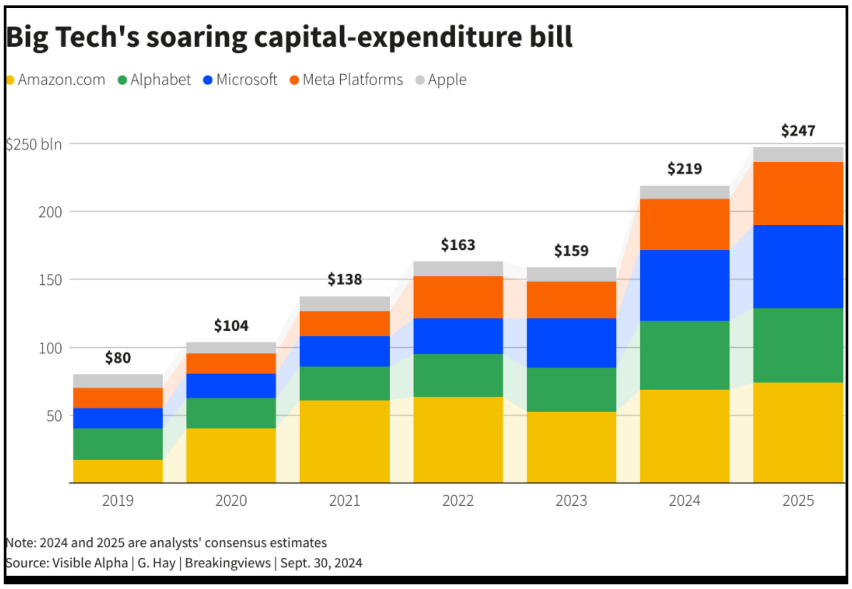
www.gammamarkets.it

alessio.garzone@gammamarkets.it

IL PARADOSSO DEI NUMERI

Immagina di aprire un ristorante. Non uno, ma cento nello stesso mese. Assumi gli chef, firmi contratti coi fornitori, riempi le cucine di attrezzature… eppure i tavoli sono ancora vuoti.
È la metafora più semplice per descrivere cosa sta accadendo con l'AI: investimenti giganteschi subito, ricavi che arriveranno (forse) domani.

I grandi del cloud — **Amazon, Microsoft, Google, Meta e Apple** — stanno pianificando circa 400 miliardi di dollari di investimenti già dal prossimo anno. Ad oggi siamo a circa 250 miliardi di dollari. Una cifra enorme, destinata soprattutto a data center e chip, cioè le fondamenta dell'intelligenza artificiale.
Eppure i ricavi diretti legati all'AI oggi valgono solo circa 45 miliardi (Morgan Stanley). Per ogni dollaro che entra ne vengono spesi quasi dieci. Da qui nasce l'etichetta più abusata: "bolla".



I numeri impressionano davvero.
Secondo Bain, per rendere sostenibile questa corsa serviranno 2.000 miliardi di dollari l'anno entro il 2030. In pratica, il mercato dell'AI dovrebbe crescere di oltre quaranta volte in meno di dieci anni. Detto più chiaramente: per reggere questi investimenti, **l'AI dovrebbe arrivare a valere quanto due volte l'economia italiana.**

Bolla? Chiamarla bolla è comodo, ma non corretto. Le bolle sono processi complessi, difficili da inquadrare nei tempi: possono durare anni, anche cinque, con i mercati che continuano a salire. Nel 2000, molti avevano visto giusto, ma i titoli avevano corso ancora a lungo prima del crollo.

Non a caso anche Jeff Bezos, parlando a Torino, ha usato l'espressione "*bolla industriale*". Non lo ha detto per liquidare l'AI come *fuffa*, anzi: ha spiegato che in una bolla si finanziano sia le buone che le cattive idee, e probabilmente questo è ciò che sta accadendo oggi. Ma ha aggiunto che l'AI è reale e cambierà ogni settore, e che persino le bolle industriali spesso lasciano in eredità innovazioni utili. È un messaggio semplice: il rumore dell'euforia non cancella la sostanza di lungo periodo.

La vera differenza, secondo me, è nella **struttura finanziaria**. Non conta solo quanto spendi, ma quanto durano i tuoi impegni rispetto ai ricavi che li devono coprire.
Un esempio è **CoreWeave**: oltre 42 miliardi di contratti futuri, circa 15 miliardi di debito, 56 miliardi di lease decennali. I clienti, invece, firmano contratti di due o cinque anni. In pratica il mutuo resta anche quando l'inquilino se ne va.
Ecco perché la sostenibilità del modello dipende dalla capacità di firmare continuamente nuovi accordi pluriennali, espandere la base clienti e trasformare rapporti brevi in partnership di lungo

periodo. Chi ci riesce non solo copre il debito, ma costruisce un vantaggio competitivo perché diventa “fornitore stabile” in un settore che ha fame di capacità di calcolo.
E poi c’è il contesto dei tassi: oggi questi progetti non vengono più finanziati **a costo zero, ma con debito al 6–7%**. Significa che la stessa corsa che dieci anni fa sarebbe stata quasi indolore, oggi pesa molto di più.

Takeway: tutti guardano ai ristoranti nuovi, pochi al conto da pagare. Non siamo davanti a una bolla pronta a scoppiare, ma a una fase inevitabile di selezione. La sfida non è capire se l’AI sopravviverà, ma chi riuscirà ad arrivare vivo al momento in cui la sala sarà finalmente piena.

DOVE GUARDARE?

Non conta tanto la direzione del mercato nei prossimi mesi, ma quali aziende avranno ancora le luci accese quando la sala sarà finalmente piena.

Due fattori sono decisivi.

1. Il primo è la capacità di assicurarsi **contratti solidi e rinnovabili**. Non basta firmare oggi: serve continuità, partnership durature, clienti che tornano. Chi ha solo rapporti brevi si espone al rischio di costi fissi senza copertura.
2. Il secondo è il **caso d’uso immediato**. Le società che già oggi monetizzano — nel cloud, nella pubblicità, nei servizi concreti — hanno un vantaggio evidente, perché i ricavi attuali diventano il cuscinetto che sostiene la transizione verso il futuro.

Il resto, le startup minuscole che raccolgono miliardi senza ancora un modello sostenibile, è il lato più fragile della storia. È la “**bolla industriale**” evocata da Bezos: molte idee non reggeranno, ma dall’eccesso nasceranno anche innovazioni che resteranno. "*Le [bolle] industriali non sono poi così negative, anzi possono essere addirittura positive, perché quando la situazione si calma e si vedono i vincitori, le società traggono beneficio da queste invenzioni*"

In questa fase conviene fidarsi delle **big tech**, che hanno abbastanza cash da sopportare errori e fallimenti parziali. Le micro possono anche diventare unicorni, ma indovinare quella giusta è quasi impossibile. E alla fine saranno spesso comprate dai grandi con operazioni di M&A, un copione già visto con le **ferrovie, la fibra ottica e internet**: molte società sparite, altre inglobate, poche sopravvissute con le proprie forze.

Un confronto interessante è quello tra i **Magnificent 7** di oggi e i **leader della bolla internet del 2000**. La tabella mostra due mondi diversi:

- ***Valutazioni***: nel 2000 i multipli erano insostenibili (P/E forward medio oltre 60x, EV/Sales ~11x). Oggi siamo più bassi (P/E ~42x, EV/Sales ~9x), pur restando elevati.
- ***Fondamentali***: i Magnificent 7 hanno ROE medio superiore al 58% e margini netti quasi al 30%. Nel 2000 la media era molto più debole: ROE al 28%, margini al 16%.
- ***Debito***: sorprendentemente oggi le big tech hanno bilanci più solidi (debito netto negativo o gestibile), mentre nel 2000 molte aziende erano iper-indebitate.

Per cui nel 2000 si pagavano sogni, oggi si pagano aziende che macinano utili e generano cash flow. Non elimina il rischio di correzioni, ma spiega perché parlare di "bolla" allo stesso modo del 2000 è fuorviante.

	Size		Valuation			Fundamentals	
Name	Market weight	Market Cap ($Bn)	P/E fwd 2FY	EV/Sales fwd 2FY	Net Debt to Equity	ROE (%)	Net Income Margin (%)
NVIDIA	8,00%	$ 4.435,2	30,03	16,79	-41,52%	115,46%	55,74%
Microsoft	6,90%	$ 3.731,7	27,53	10,17	5,13%	33,28%	36,25%
Apple	6,20%	$ 3.403,0	29,16	7,79	-66,01%	149,81%	26,59%
Amazon	4,00%	$ 2.439,2	25,16	3,20	16,31%	24,77%	9,45%
Meta Platforms	3,00%	$ 1.894,4	21,38	8,34	-15,36%	40,65%	38,10%
Alphabet	4,00%	$ 2.509,9	18,22	6,47	-21,52%	34,83%	28,16%
Tesla	1,80%	$ 1.134,3	142,78	10,21	-31,13%	8,44%	7,81%
Magnificent 7 Aggregate (toda	***33,90%***	***$ 19.547,75***	***42,04***	***9,00***	***-22,02%***	***58,18%***	***28,87%***

Name	Market weight	Market Cap ($Bn)	P/E fwd 2FY	EV/Sales fwd 2FY	Net Debt to Equity	ROE (%)	Net Income Margin (%)
Microsoft	4,50%	$ 581,0	53,20	19,20	-63,00%	35,00%	39,00%
Cisco Systems	4,20%	$ 543,0	101,70	17,50	-17,00%	22,00%	17,00%
Intel	3,60%	$ 465,0	42,10	11,50	-33,00%	26,00%	25,00%
Oracle	1,90%	$ 245,0	84,60	19,00	-61,00%	39,00%	15,00%
IBM	1,70%	$ 218,0	23,50	2,30	111,00%	39,00%	9,00%
Lucent	1,60%	$ 206,0	37,90	4,10	38,00%	36,00%	9,00%
Nortel Networks	1,50%	$ 199,0	86,40	6,40	-3,00%	-1,00%	-1,00%
Tech Bubble Lead3ers (2000)	***19,00%***	***$ 2.457,00***	***61,34***	***11,43***	***-4,00%***	***28,00%***	***16,14%***

Un caso da manuale è **Intel**. Per anni data per spacciata, con fondamentali deboli e utili sotto pressione — e con una capitalizzazione di mercato che, dall'uscita di ChatGPT in poi, era entrata in declino. Eppure il titolo **ha guadagnato oltre l'85% da inizio anno**. Non per una svolta improvvisa nei conti, ma grazie al CHIPS Act, al reshoring voluto da Trump e a contratti strategici con partner come il governo USA, SoftBank, Nvidia e persino AMD (forse). Nel caso di Intel, l'interesse è esploso proprio dopo agosto, quando Trump ha acquisito una quota dando un segnale politico forte e spingendo altri investitori istituzionali a seguirlo. Nvidia ha poi investito circa 5 miliardi in partnership legate al manufacturing. Anche **AMD**, storico rivale, si sta avvicinando a Intel: non per affidarle la produzione dei chip più sofisticati, ma probabilmente per testare la nuova foundry in Arizona, proprio accanto a quella di TSMC, che resta il campione mondiale della manifattura avanzata.

Tutto questo si inserisce in un discorso **geopolitico** più ampio. È la fine del modello di globalizzazione totale: gli Stati Uniti puntano sul reshoring e usano incentivi e restrizioni come leve di potere, la Cina risponde accelerando sull'autosufficienza (**Alibaba** sta iniziando a produrre chip in casa). Prima ci si serviva a vicenda, oggi si alzano barriere. È il nuovo paradigma: nazionalizzare capacità critiche per rafforzare la posizione nei confronti del rivale.

Takeaway: i cicli di innovazione funzionano sempre allo stesso modo. Molti non ce la faranno, alcuni verranno acquisiti, pochi resteranno in piedi. E in questa fase è più logico puntare su chi ha fondamenta e liquidità per sopravvivere agli inevitabili errori lungo la strada.
Chiamarla bolla è troppo facile. L'AI è reale, ma la selezione sarà spietata. Non vincerà chi spende di più, ma chi saprà trasformare investimenti epici in flussi ricorrenti.

Per non perderti i prossimi numeri di "***Inside Out***" e restare aggiornato ogni settimana:

- **Telegram**: About Markets
- **LinkedIn**: Iscriviti alla Newsletter AboutMarkets

DISCLAIMER

Questo report è fornito a scopo puramente informativo e non rappresenta in alcun modo una sollecitazione all'investimento, una raccomandazione personalizzata o una consulenza finanziaria. Le informazioni contenute sono basate su fonti ritenute affidabili, ma non ne garantiamo l'accuratezza, la completezza o l'attualità. Le opinioni espresse riflettono l'analisi e i punti di vista degli autori al momento della pubblicazione e possono cambiare senza preavviso. Gli investimenti nei mercati finanziari comportano rischi, inclusa la perdita del capitale investito. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi di investimento, il profilo di rischio e la situazione finanziaria personale prima di intraprendere qualsiasi operazione. Non ci assumiamo alcuna responsabilità per decisioni di investimento prese sulla base delle informazioni contenute in questo documento. ***Tutti i diritti riservati.*** *Questo documento non può essere riprodotto, distribuito o utilizzato senza il consenso esplicito degli autori.*