Considerazioni Inattuali
Pubblicato sabato 24 ottobre 2026

Che fare se il debito delle big tech minaccia pure i titoli di Stato

Milano Finanza - Numero 209 pag. 25 del 24/10/2026

Tra euforie praticate e apocalissi annunciate, l'AI proietta ampi coni d'ombra. Il fenomeno è destinato a crescere, ma ignoriamo quanto, quando e come. Sviluppo e impiego divorano enormi quantità di energia ma non ne conosciamo la misura. L'AI è costosissima ma non sappiamo quale sia il costo reale. Eppure su quest'ultima incognita si palesano dati e proiezioni realistiche e inquietanti che sottendono un rischio di interferenza non solo con i mercati azionari ma soprattutto con il livello dei tassi di interesse che coinvolgerebbe l'intero mercato del debito, pubblico e privato: il crowding out (spiazzamento del mercato obbligazionario). Un recente studio Bce rammenta che in caso di scoppio della bolla anche l'Europa ne risentirebbe: le famiglie detengono 440 miliardi di euro nelle big tech (in larghissima misura tramite fondi comuni e Etf). Ma non è solo un problema di bolla. Il rischio maggiore lo si è intravisto tra giugno e metà agosto, quando il tasso dei Treasury bond statunitensi è schizzato dal 4,5 al 5,23% in non casuale concomitanza con l'emissione di AI corporate bond per 300 miliardi. La nuova carta finanziaria ha durata normalmente lunga (fino a 30 anni), coerente con l'ampiezza del ciclo vitale delle infrastrutture dell'AI. Per attrarre investitori su archi temporali così estesi, lungo i quali le variabili di tasso potrebbero sensibilmente incidere sul valore reale del titolo e del rendimento, gli emittenti pagano un premio innalzando i tassi di ingresso ed entrando in diretta competizione con i maggiori emittenti, Stati sovrani per primi. Su scala globale 300 miliardi non sono un granché ma la vera incognita è la misura delle future emissioni, che dovranno fare i conti con 1.650 miliardi di passività fuori bilancio, comunicate alla Sec ma non incluse nello stato patrimoniale (per lo più accordi vincolanti ma non ancora operativi, impegni futuri di acquisto di energia e infrastrutture, non di rado assistiti da clausole take-or-pay che obbligano a pagare anche consumi non effettuati). Il calcolo riguarda il primo trimestre 2026 ma le successive analisi di banche d'affari e agenzie di rating elevano la cifra a 3.000 miliardi. Qui si innesta un ulteriore tassello. Uno studio della Banca dei Regolamenti Internazionali stima che gli investimenti infrastrutturali in AI potrebbero aumentare di almeno la metà rispetto a quanto effettivamente necessario: il rischio è che gli investimenti eccedano la reale domanda del mercato e che i bond nel frattempo emessi per finanziarli si svalutino pesantemente (e qui la bolla si farebbe bomba). Le sbornie finanziarie sono sempre esistite, ma il caso degli AI bond è molto diverso. In disparte per un istante il rischio futuro, quello certo e attuale è l'incidenza sistemica che le emissioni potranno esplicare sui tassi mondiali. Debiti



24 Ottobre 2026 MILANO FINANZA 25

di Andrea Cabrini

INTELLIGENZA ARTIFICIALE Le valutazioni dell'AI restano molto distanti dagli eccessi dot-com. I modelli migliorano e il costo per servire i clienti si riduce
La volatilità? Grande occasione d'acquisto, segnala Downing (Ark Invest)

«L'AI non è una bolla. Vale 10 mila miliardi, e siamo solo all'inizio. Le valutazioni sono lontane dagli eccessi delle dot-com. E Tesla e SpaceX insieme potrebbero valere più della somma delle parti». Frank Downing, direttore della ricerca di Ark Invest, la società di gestione fondata da Cathie Wood e specializzata nelle tecnologie disruptive, non si spaventa davanti alla bufera di queste settimane sull'AI. E in questa intervista a ClassCNBC spiega perché la correzione della tecnologia può essere un'occasione per comprare.

La bugia della bolla

Domanda. Bond e azioni dell'AI soffrono. È la fine del boom o c'è ancora spazio di crescita?
Risposta. Per capirlo bisogna guardare alle dimensioni dell'opportunità. Oggi la spesa mondiale per il software è di circa 1.500 miliardi di dollari all'anno. Ma il costo globale del lavoro intellettuale, quello che chiamiamo knowledge work, raggiunge i 40 mila miliardi. OpenAI, Anthropic e le altre società dell'AI non stanno solo occupando lo spazio del software: puntano a un mercato potenziale 25 volte più grande. Come internet, l'intelligenza artificiale trasformerà ogni settore e ogni professione. E siamo soltanto all'inizio. Per questo considero la volatilità attuale un'opportunità per gli investitori.

D. Che oggi, però, hanno paura. I trilioni di dollari investiti sui data center saranno sostenibili?
R. Gli investimenti nell'infrastruttura AI, in rapporto al valore di mercato delle aziende che li stanno facendo, sono ancora molto inferiori a quelli della costruzione di internet. Ma c'è una differenza fondamentale: le valutazioni. Nel 2000 i cinque maggiori titoli arrivarono fino a multipli di 100 volte gli utili. Oggi le cinque principali società quotate dell'AI trattano intorno a 30 volte, multipli che perdirò si stanno comprimendo. Il mercato continua a essere scettico mentre la domanda cresce. E quello che chiamiamo «climbing the wall of worry»: i prezzi salgono nonostante un muro di preoccupazioni.

D. Anthropic sfida questo muro e si prepara alla sbarco in Borsa. Poi dovrebbe toccare a OpenAI. A che prezzo avranno senso?
R. Anthropic potrebbe arrivare a 70 miliardi di dollari di ricavi annualizzati, con una valutazione per l'ipo intorno ai 2 mila miliardi. OpenAI potrebbe raccogliere capitali a una valutazione di 1.400 miliardi, su ricavi indicati in 50 miliardi. In entrambi i casi parliamo di circa 28 volte le vendite. Società quotate come Palantir, Cloudflare e CrowdStrike trattano a multipli superiori a 30 volte. Ma c'è una differenza: mentre queste ultime crescono a ritmi annui di alcune decine di punti percentuali, OpenAI e Anthropic registrano crescite a tre cifre. È straordinario, considerando le dimensioni già ragguarde.

D. La crescita dei ricavi, però, non basta. Anthropic continua a registrare perdite operative pesanti.
R. La domanda finale è naturalmente decisiva. Noi stimiamo che la spesa annuale per l'AI possa raggiungere potenzialmente oltre 10 mila miliardi, nei prossimi cinque anni. Ma nell'attuale stiamo osservando un miglioramento continuo dell'economia dei modelli. Il costo computazionale necessario per servire un cliente diminuisce. Con la stessa infrastruttura si possono servire più utenti e generare maggiori ricavi. Credo che il mercato sottovaluti significativamente il potenziale di redditività di queste aziende.

D. Alcune sembrano vacillare. È il caso dei neocloud di CoreWeave. Ha perso il 56% in borsa, e i bond sono crollati per l'enorme leva. Voi continuate a comprare. Perché?
R. Stiamo approfittando della debolezza del titolo per ridurre il prezzo medio di carico. Il mercato si concentra sul debito, in particolare sulle obbligazioni non garantite con scadenze intorno al 2030. Ma trascura alcuni elementi. CoreWeave ha un portafoglio ordini di circa 100 miliardi di dollari, oltre il 70% dei quali riconducibile a clienti con rating investment grade, come Microsoft e Meta. Inoltre, gran parte del debito a breve è associata a contratti con i clienti: i pagamenti finanziano direttamente il rimborso dei prestiti. E la società dispone di circa 15 miliardi di liquidità. Per noi, la narrativa negativa è andata molto oltre i fondamentali.

D. Cathie Wood ha indicato un obiettivo stellare per Tesla: 4.000 dollari nel 2030 (oggi è a 380). Ma Musk lavora già alla fusione con SpaceX. Vi convince?
R. Siamo estremamente ottimisti su entrambe le società. Per SpaceX la maggiore opportunità potrebbe essere portare capacità di calcolo per l'intelligenza artificiale nello spazio, sfruttando i razzi riutilizzabili. Il principale vincolo è il capitale necessario per aumentare la frequenza dei lanci. Tesla, invece, potrebbe generare enormi flussi di cassa dai robotaxi, un business con margini molto più simili al software che alla vendita di automobili. La fusione consentirebbe di utilizzare questi flussi per accelerare lo sviluppo di SpaceX.

D. Con tutto questo debito, il rialzo dei tassi sarà la scintilla che innescherà l'incendio?
R. Tassi più alti significano certamente maggiori oneri finanziari. Ma bisogna confrontarli con i rendimenti del capitale investito. Noi riteniamo che i ritorni delle infrastrutture AI saranno molto elevati. Anche un anno fa, dopo i grandi accordi annunciati da OpenAI con Nvidia, Broadcom e Amd, si parlava di sovrainvestimenti e di bolla. Poi i ricavi sono cresciuti più delle attese e il mercato ha assorbito quelle preoccupazioni. Credo che tra un anno potremmo ritrovarci a fare esattamente la stessa discussione. (riproduzione riservata)

Emilio Girino

Thomson Reuters© Stand-out Lawyer 2026

STUDIO GHIDINI, GIRINO & ASSOCIATI CONSIDERAZIONI INATTUALI
Che fare se il debito delle big tech minaccia pure i titoli di Stato

Considerazioni Inattuali
Pubblicato sabato 24 ottobre 2026

pubblici ovunque in crescita (Usa per primi) non possono finanziarsi che con emissioni sovrane, ma se queste dovranno competere con un'alluvione di migliaia di miliardi di AI cartolarizzata e iper-remunerata fatalmente il costo del debito pubblico s'innalzerà e con esso anche quello del debito privato, con persone e imprese strette in una morsa debitoria, creditizia e inflattiva senza precedenti. Tutto ciò implica il serio rischio che la politica monetaria reale passi dagli Stati e dalle banche centrali a un ristretto gruppo di colossi tecnologici, un sovvertimento delle regole che, nel bene e nel male, hanno sempre governato la liquidità in una prospettiva di tenuta dell'intero sistema. A parte domandarsi dove stiano gli Antitrust, urge una rapida reazione. Non potendo frenare le emissioni americane Ue, Bce e autorità bancarie e finanziarie dovrebbero attivare contromisure di prevenzione: ad esempio l'articolo 66 Tfue, che consente di restringere la circolazione di capitali con Paesi terzi se essa rischia di causare gravi difficoltà per il funzionamento dell'Unione Economica e Monetaria; programmi di acquisto straordinario di debito sovrano o altri asset strutturati (come asset backed securities o analoghe soluzioni cartolarizzate) per placare la volatilità e stabilizzare i rendimenti; restrizioni azionate con meccanismi di product intervention ammesse da Mifid2 o aumenti dei requisiti di capitale per disincentivare gli acquisti. E se queste misure non bastassero, crearne di nuove agendo anche sul versante fiscale o con altri incentivi a protezione del debito sovrano e privato. C'è poi un'altra misura, la peggiore: si chiama inerzia. (riproduzione riservata)

Emilio Girino