

## Quando scoppierà la bolla dell'AI?

Riccardo Bassetto

Bernard Ebbers era un ex insegnante di ginnastica che a metà degli anni '80, in Mississippi, fondò una piccola azienda di telecomunicazioni: la Long Distance Discount Services, Inc., poi ribattezzata WorldCom. Sotto la sua guida, la società crebbe a forza di acquisizioni (più di 60 in pochi anni) fino al colpo grosso del 1997: l'acquisto di MCI Communications per \$40 miliardi. In un attimo, WorldCom diventò la seconda compagnia telefonica americana.

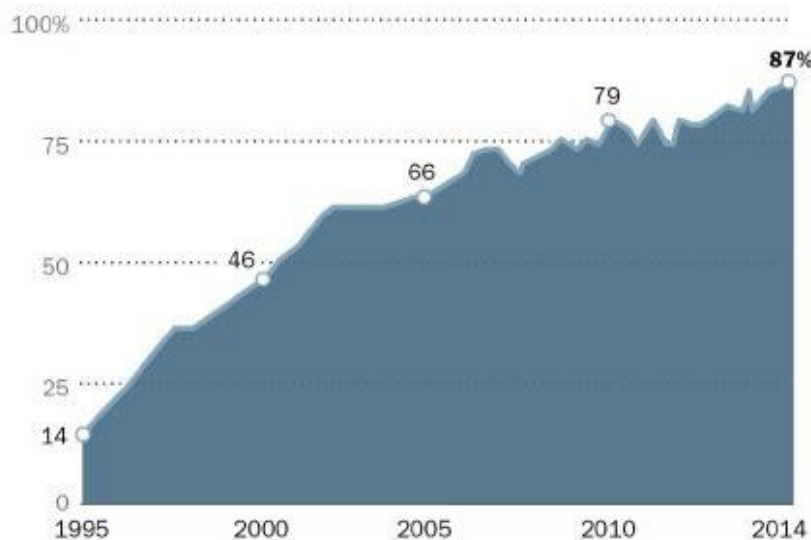
L'ambizione era chiara: Internet stava per cambiare tutto e le telecomunicazioni erano il cuore di quella rivoluzione. WorldCom voleva diventare la spina dorsale di Internet nel mondo.

Per riuscirci serviva però tecnologia, e il partner ideale si chiamava Cisco Systems, allora il principale produttore di router, switch e apparati di rete. Dal 1999, WorldCom iniziò a usare su larga scala l'infrastruttura Cisco per le proprie reti: i team delle due aziende lavoravano fianco a fianco per integrare nuove tecnologie e unificare voce, dati e video sulla stessa rete.

Per Cisco, WorldCom era il cliente perfetto: un gigante in grado di legittimare la sua tecnologia tra le grandi telco. Per WorldCom, Cisco rappresentava il ponte verso il futuro, il partner tecnico con cui passare da semplice carrier telefonico a fornitore di servizi IP gestiti.

### Internet use, 1995-2014

*% of American adults who use the internet, over time*



Source: Pew Research Center surveys, 1995-2014.

PEW RESEARCH CENTER

Tutto era legato alla crescita esplosiva che stava avendo Internet. Nel giro di 5 anni Internet passò dall'avere una penetrazione di mercato del 15% all'essere usato dalla metà degli americani. La crescita di Cisco e WorldCom sembrava perfettamente coerente con la crescita degli utenti di Internet.

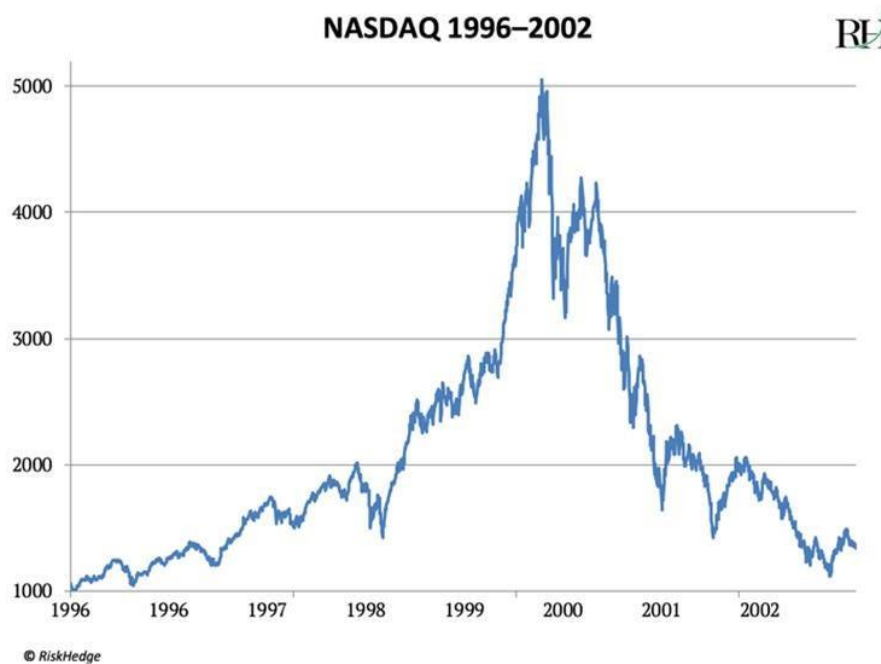
Ma dietro quella collaborazione c'era anche un'enorme macchina finanziaria. Nel tentativo di spingere la propria tecnologia, Cisco cominciò a concedere miliardi di dollari in prestiti a clienti come WorldCom. Solo nel 2000, si stima che Cisco avesse circa \$25 miliardi di prestiti in circolazione nel settore.

*Il meccanismo era semplice (e pericoloso):*

*Cisco prestava i soldi → WorldCom li usava per comprare apparati Cisco → Cisco mostrava crescita record nelle vendite → le azioni di entrambe le aziende salivano.*

Era una spirale di domanda artificiale. Tutti pensavano che la crescita fosse organica, ma in realtà era alimentata da una rete di transazioni incrociate.

Per un paio d'anni, la partnership funzionò: WorldCom espandeva la sua rete globale, Cisco registrava profitti record e il mercato applaudiva entrambe.

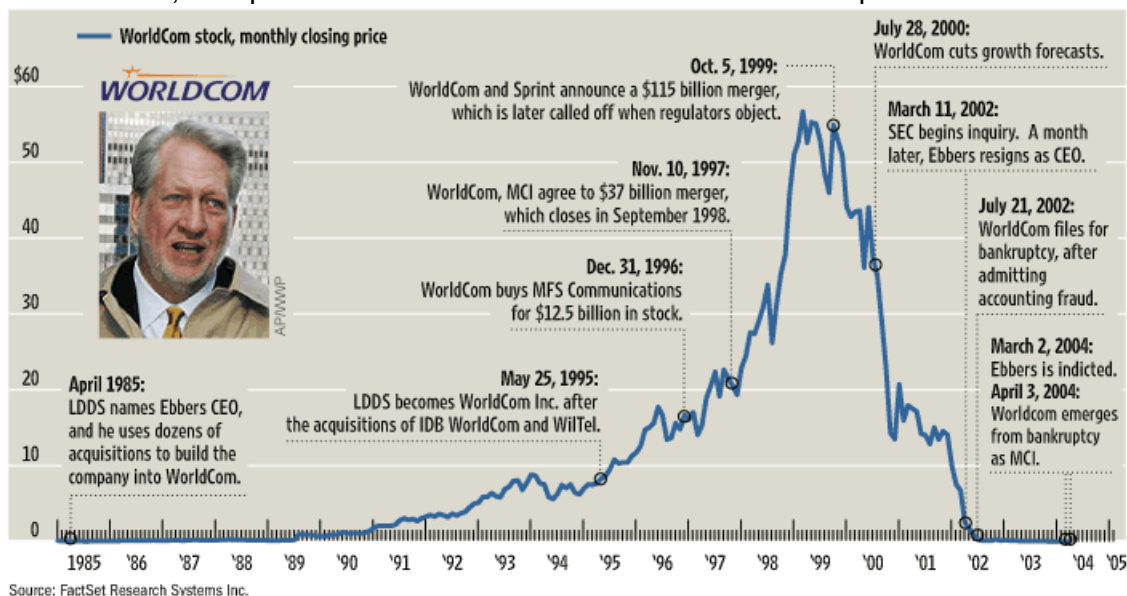


Con i tassi d'interesse ai minimi e una fiducia fuori scala, Wall Street spalancò le porte. Solo nel 1999 ci furono 457 IPO tech contro le appena 100 del 1995. Gli analisti finanziari, spesso spinti dalle stesse banche d'affari coinvolte nelle operazioni, continuavano a gonfiare i target price, alimentando ulteriormente l'euforia.

Poi arrivò la bolla dot-com. E con lei, l'intero meccanismo crollò. Per farla molto semplice, la bolla scoppiò perché non c'era alcun allineamento tra ricavi reali e valutazioni di mercato. Gli investitori, travolti dall'entusiasmo per Internet, avevano spinto in alto i prezzi delle azioni di aziende che non generavano ancora profitti (e in molti casi nemmeno ricavi).

Certo, le vendite online crescevano. Ma non abbastanza da giustificare valutazioni folli o spese di marketing fuori di testa (come i \$100 milioni spesi in marketing nell'ultimo anno di attività da Pets.com, diventata poi il simbolo di quell'euforia irrazionale).

In quel clima le valutazioni cominciarono a sgonfiarsi e il mercato tornò bruscamente a guardare in faccia la realtà. La domanda reale era molto più bassa di quella immaginata: le reti erano sovradimensionate, la capacità installata restava inutilizzata e i debiti esplodevano.



WorldCom cercò di nascondere le perdite falsificando i bilanci (capitalizzando impropriamente \$3,8 miliardi di spese operative). Ma la verità emerse nel 2002, quando l'azienda dichiarò bancarotta, la più grande nella storia americana fino a quel momento. Cisco, invece, sopravvisse. Ma pagò caro la fine dell'euforia: in pochi mesi vide svanire oltre il 70% della sua capitalizzazione di mercato.

### Cosa c'entra la dot com con l'AI?

La partnership tra WorldCom e Cisco nasceva da una visione condivisa: Internet avrebbe cambiato tutto. E avevano ragione. Solo che il futuro che avevano immaginato non era ancora "pronto". E quel ciclo di domanda gonfiata e debito facile non fece altro che mandare tutto all'aria.

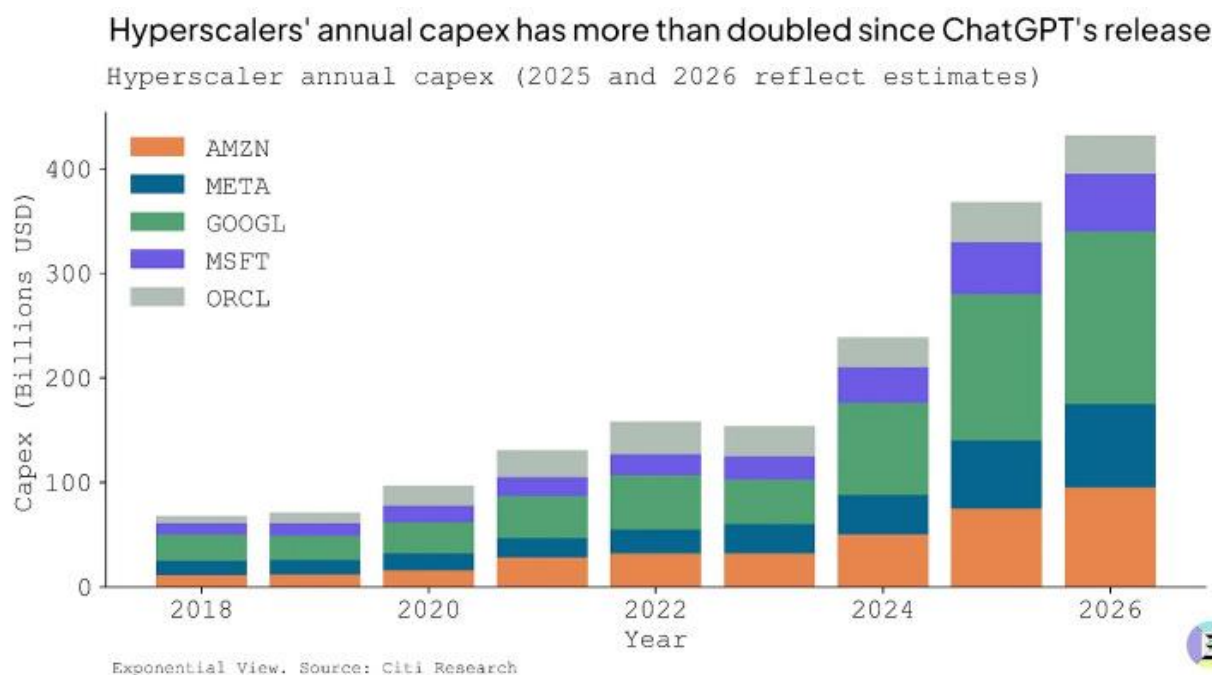
La storia della partnership tra Cisco e WorldCom è facilmente assimilabile a quella che stiamo vivendo in queste settimane: una tecnologia rivoluzionaria, tanta finanza creativa e un futuro reale che però, forse, ha bisogno ancora di qualche anno prima di realizzarsi.

### Perché le aziende investono così tanto in AI?

C'è chi pensa che l'intelligenza artificiale sarà la tecnologia più importante del XXI secolo. E lo dice da anni, non solo da quando è arrivato ChatGPT.

Se per "AI" intendiamo un sistema capace di automatizzare delle task, i primi esempi esistono da decenni (più sotto parliamo di Amazon).

Però, in effetti, il lancio di ChatGPT è stato un evento clamoroso: per la prima volta, l'intelligenza artificiale parlava, rispondeva, interagiva. Era una tecnologia tangibile, con cui chiunque poteva avere una conversazione. Sembrava davvero... intelligente. Da lì, l'AI è diventata "pop". Tutti hanno capito che non era una moda passeggera ma qualcosa capace di cambiare il modo in cui lavoriamo, comunichiamo e pensiamo.



Per dare un'idea delle proporzioni: il programma Apollo, che portò l'uomo sulla Luna tra gli anni '60 e '70, costò circa \$300 miliardi. L'espansione dell'AI richiede alle aziende di finanziare un nuovo "programma Apollo" non ogni 10 *anni*, ma ogni 10 *mesi*.

Le Big Tech, che già da tempo ci lavoravano, visto il successo di ChatGPT hanno messo il turbo. E in quel momento, la corsa si è trasformata in una vera e propria bolla di investimenti: si stima che nel 2025 le aziende tech spenderanno circa \$400 miliardi solo per costruire e mantenere le infrastrutture necessarie ad addestrare i modelli di AI.

Non è affatto chiaro se le aziende abbiano calcolato un ritorno sull'investimento. Eppure, stando alle loro stesse dichiarazioni, continueranno comunque a spendere...

Da quel momento è partito anche l'entusiasmo degli investitori, che hanno gonfiato le valutazioni in Borsa delle aziende tech, che oggi non hanno più alcuna aderenza alla realtà: i prezzi azionari non

rispecchiano più gli utili delle aziende e tutti i normali indicatori sono saltati. L'entusiasmo è diventato irrazionale.

Gli investitori, soprattutto quelli retail, investono in società di intelligenza artificiale non perché ne comprendano il valore reale, ma perché percepiscono che sta succedendo qualcosa di grosso e credono che tutti gli altri stiano facendo lo stesso.

Come scriveva Luca su LinkedIn questa settimana: c'è una percezione di adozione che è completamente esagerata. Si parla di come tutti oggi usino l'AI nel loro lavoro ma le persone, i team e le aziende che effettivamente usano l'AI sono ancora molto pochi.



ChatGPT ha superato gli 800 milioni di utenti settimanali e quest'anno genererà quasi \$13 miliardi di ricavi. Praticamente tutti ne hanno sentito parlare (o lo usano su base quasi quotidiana). È naturale pensare che questo sia il futuro

### Perché si parla di bolla se gli utenti usano davvero l'AI?

Ed è qui che la cosa comincia a farsi interessante. Perché sì, OpenAI conta oltre 800 milioni di utenti settimanali, ma solo il 5% di questi paga per usare ChatGPT.

**Figure 1: The monthly growth rate of consumer spending for ChatGPT is slowing down in major European markets**

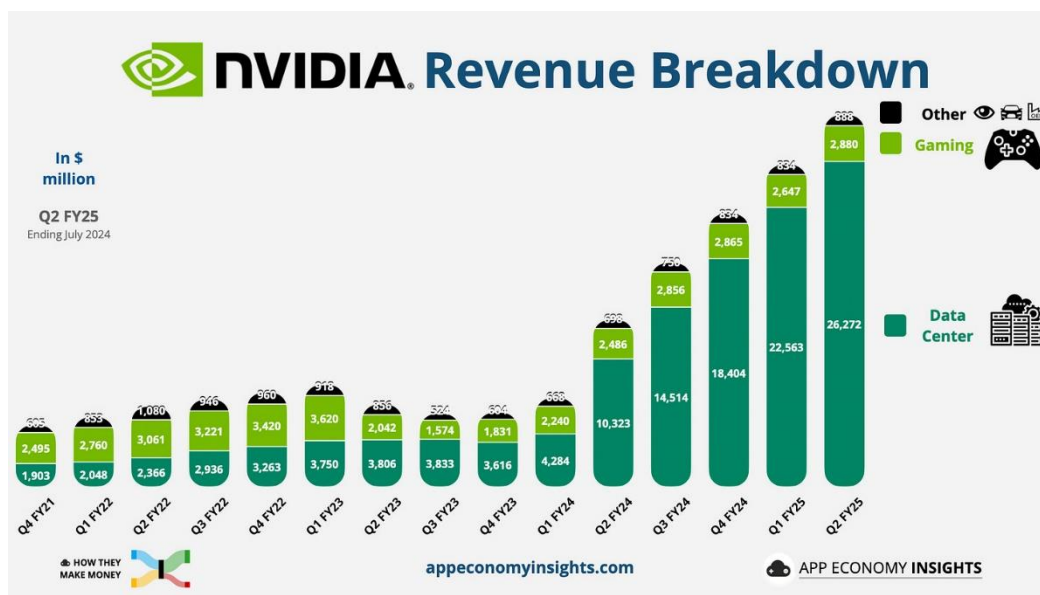


Source: dbDataInsights, Deutsche Bank Research

Addirittura Deutsche Bank ha rilasciato un report in cui mette in dubbio la propensione alla spesa degli utenti

Certo, dei circa \$13 miliardi di ricavi previsti, la maggior parte arriva dai prodotti enterprise. Ma anche qui qualcosa non torna. Alcuni report indicano che l'utilizzo dell'AI nelle grandi aziende sta

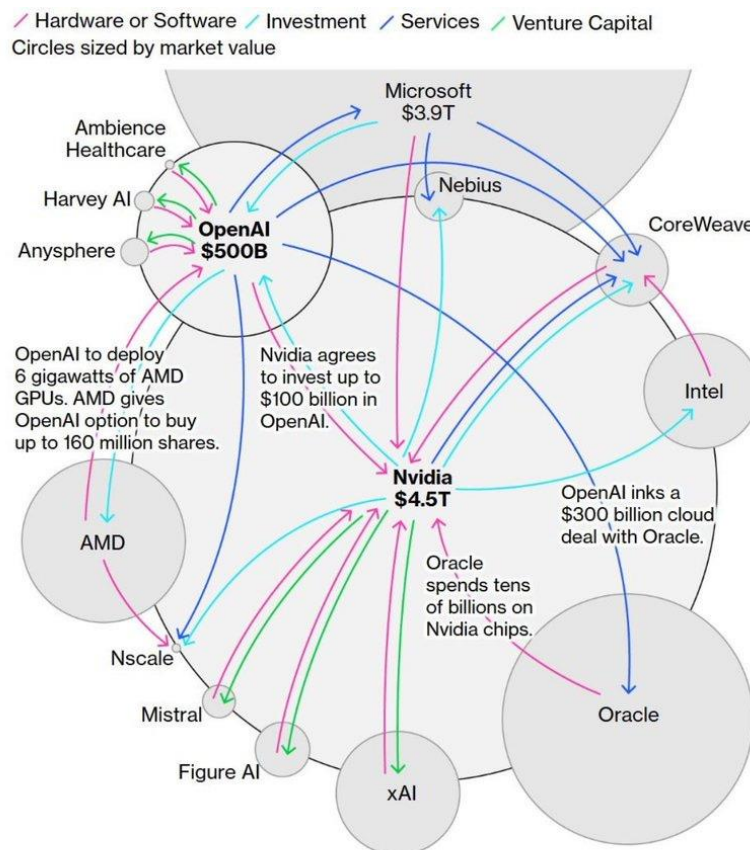
calando: molte stanno ancora cercando di capire come questi modelli possano davvero trasformarsi in un risparmio e non nell'ennesima voce di costo.



Le revenues di NVIDIA, soprattutto legate al business dei data center, continuano a crescere a ritmi mai visti prima

La maggior parte delle aziende che sviluppa modelli di AI, semplicemente è in perdita. La stessa OpenAI quest'anno brucerà poco meno di \$20 miliardi.

Ed è a questo punto che entra in scena la finanza creativa. Esattamente come Cisco, ai tempi della bolla dot-com, prestava soldi alle aziende che poi li spendevano in apparati Cisco, oggi le aziende AI siglano partnership tutte le settimane con Nvidia (e con Oracle e con le altre Big Tech).



Source: Bloomberg News reporting

Uno degli schemi più completi sui rapporti che oggi le aziende tech hanno allacciato. [E quando pure l'Economist comincia a farti le pulci...](#)

Questa settimana Nvidia sta discutendo la possibilità di [garantire parte dei prestiti che OpenAI](#) intende contrarre per costruire i propri data center. L'obiettivo è trovare nuovi modelli di business con i principali sviluppatori di AI che, a differenza dei grandi provider cloud, faticano a finanziare autonomamente l'hardware necessario. Una mossa del genere, però, comporta rischi enormi: se OpenAI non riuscisse a restituire i prestiti, Nvidia potrebbe ritrovarsi con obblighi di debito miliardari. Le due aziende, del resto, sono già molto legate: lo scorso mese hanno annunciato che Nvidia metterà a [disposizione fino a \\$100 miliardi](#) per sostenere la costruzione dei data center di OpenAI. Nel frattempo però [ci sono anche i \\$300 miliardi di Oracle...](#)

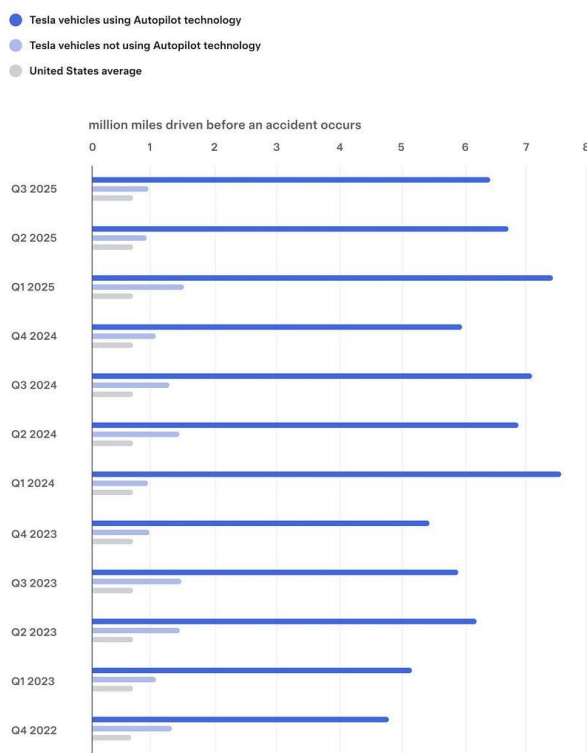
E non sono le uniche. In questo momento, tutto il settore sta replicando lo stesso schema: partnership, prestiti incrociati, promesse di lungo periodo. Un meccanismo intricato che fa girare un sacco di soldi che, però, ancora non sono stati creati.

Certo, non c'è nessun dubbio che l'intelligenza artificiale è la tecnologia del futuro. Ma, come accadde con le ferrovie nel XIX secolo e con la banda larga nel XX, anche l'AI prima salirà alle stelle, poi crollerà. E solo alla fine cambierà davvero il mondo.

Che azienda incredibile

Nonostante questo, i ricavi sono saliti del 12% (a \$28,1 miliardi) grazie al boom di vendite (spinto dalla fine del credito d'imposta da 7.500 dollari per i veicoli elettrici a fine settembre).

#### Miles Driven Per One Accident

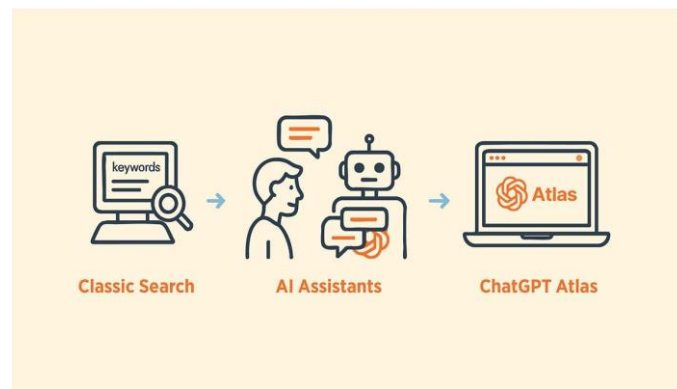


Questo è un altro dato incredibile, che dimostra la sicurezza delle auto a guida autonoma: Tesla ha registrato 1 solo incidente per 6,36 milioni di miglia guidate negli ultimi 3 mesi. Non so bene perché ma questo dato non l'ho visto circolare da nessuna parte!!

Nel frattempo OpenAI ha presentato ChatGPT Atlas, un nuovo AI browser con ChatGPT integrato. Con Atlas, gli utenti possono navigare e chattare con ChatGPT nella stessa finestra, chiedendo di riassumere pagine web, cercare informazioni o modificare testi in tempo reale. Ma le novità più interessanti sono:

- la memoria: che permette al browser di ricordare le pagine che abbiamo visitato e creare un contesto "interrogabile" a partire dalla cronologia di navigazione (che passa dall'essere un elenco statico di link ad un archivio vivo, ricercabile e utile, capace di generare insight reali e farci risparmiare tempo)

- la modalità Agent Mode, che può agire al posto dell'utente, ad esempio ordinando la spesa o compilando moduli

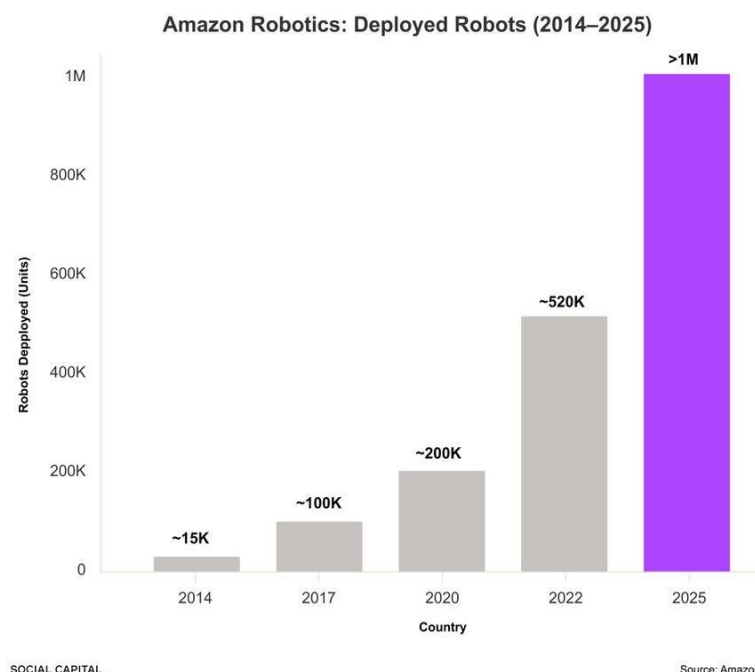


Il browser si sta trasformare da semplice punto di accesso al web a interfaccia operativa per l'intero ecosistema digitale: se ChatGPT è **un prodotto che visiti** (lo apri, fai una domanda, ottieni una risposta e te ne vai), il browser è un prodotto che “vivi”

Ora sarà interessante vedere come Google (che con il suo Chrome controlla quasi 2/3 dell'intero mercato dei browser) reagirà alla notizia, magari integrando Gemini (?)... In ogni caso sono sicuro che questa è una di quelle innovazioni incrementali destinate a rimanere.

È il passo più deciso finora per **sfidare direttamente Google** sul suo stesso terreno: la ricerca online. Non a caso, **le azioni di Alphabet sono scese del 2%** subito dopo l'annuncio.

In casa Amazon, invece, si punta a raddoppiare il numero di prodotti venduti entro il 2033. E, sorprendentemente, l'azienda vuole farlo senza assumere nuovo personale, ma robotizzando i magazzini (e probabilmente sfruttando le auto autonome Zoox, entrate in attività il mese scorso). Questa strategia permetterebbe di evitare l'assunzione di circa 600 mila persone, portando un aumento dei margini e consentendo ad Amazon di abbassare ulteriormente i prezzi (già incredibilmente bassi) alimentando così ancora di più i consumi.



Questo è l'ultimo capitolo di una corsa cominciata più di 10 anni fa con l'acquisizione di Kiva Systems, società di robotica che ha segnato l'inizio di un lungo processo di trasformazione delle operations dell'azienda. Non si parlava ancora di “AI”, ma quelle macchine incorporavano già forme di intelligenza operativa: negli anni Amazon ha ampliato il numero e la complessità delle

attività automatizzate, dallo smistamento all'imballaggio, fino al trasporto interno. E oggi non è difficile immaginare magazzini completamente automatizzati, capaci magari di funzionare addirittura al buio (riducendo ulteriormente i costi),  
Una lezione per tutte le aziende che oggi sono prese dalla "foga dell'AI". Il cambiamento, come diciamo sempre in *Actually*, parte piano, ma poi arriva all'improvviso.



**Elon Musk**    @elonmusk · 22 ott

In risposta a @Jason

AI and robots will replace all jobs.

Working will be optional, like growing your own vegetables, instead of buying them from the store.

 2.180

 2.548

 9.539

 4 Mln



Anche Elon Musk, che sta costruendo i robot umanoidi *Optimus* con l'obiettivo di automatizzare qualsiasi lavoro manuale, è di questa idea...

Infine Warner Bros. Discovery, una delle cinque "major" di Hollywood (insieme a Disney, Universal, Sony e Paramount), [sta valutando una possibile vendita](#), totale o parziale.

## Warner Bros Discovery Inc

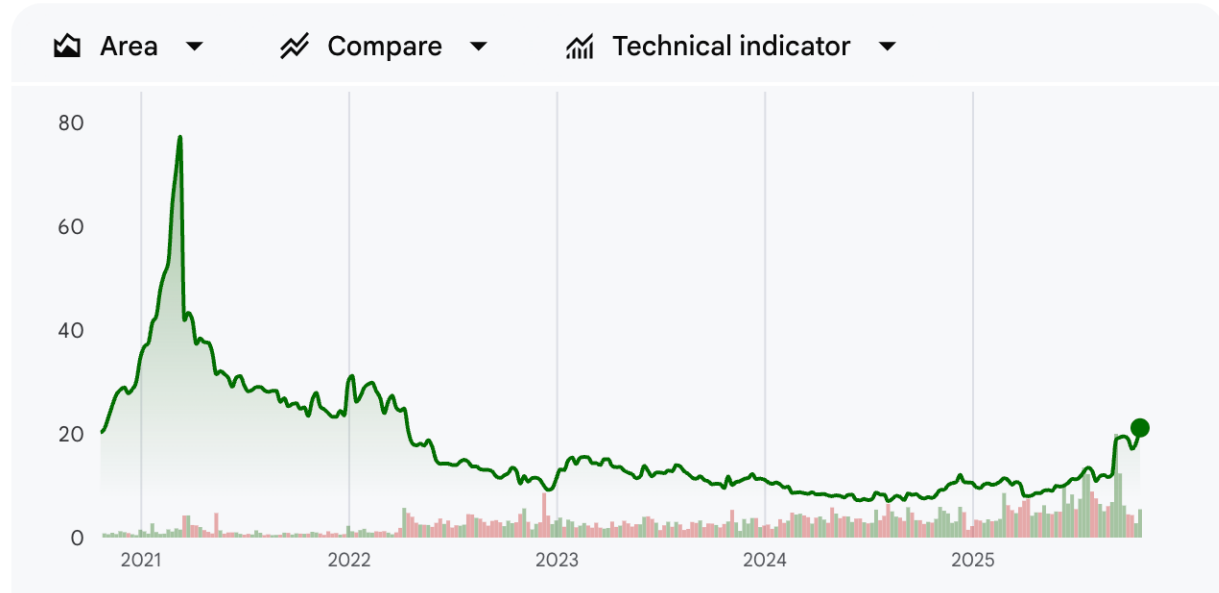
[+ Add to list](#)

**21.15**  **+4.50% (+0.91) 5Y**

21.15  **-0.00% (-0.000099)**

Closed: Oct 24 8:30:00 PM UTC-4 · USD

 After hours · 8:00 PM



La notizia arriva dopo anni complicati, soprattutto dopo la fusione con Discovery nel 2022 (che non ha mai davvero funzionato) e sotto la guida di David Zaslav, che non ha saputo interpretare il cambiamento del settore

In prima linea per l'acquisto ci sarebbe Paramount, la società di David Ellison, figlio di Larry Ellison, fondatore di Oracle (di cui avevamo parlato qualche newsletter fa). Paramount avrebbe già [presentato tre offerte in quattro settimane](#), tutte rifiutate. Ma non sarebbe l'unica: anche [Netflix](#), [Comcast](#), [Amazon](#) e persino [Apple](#) avrebbero mostrato interesse.

*technicismi*, 26 ottobre 2025,