

L'IA alla prova dei cash flow: la lezione della crisi finanziaria globale

Autore



Robert M. Almeida
Portfolio Manager e
Global Investment Strategist

In breve

- Come nel periodo che ha preceduto la crisi finanziaria globale, lo sviluppo dell'intelligenza artificiale (IA) dipende dalla possibilità di continuare ad accedere al capitale e dalla capacità dei mutuatari di onorare i futuri pagamenti.
- I fornitori di infrastrutture ottengono prestiti sulla base degli impegni dei clienti, che potrebbero però non essere mantenuti in caso di inasprimento delle condizioni di finanziamento o di mutamenti della domanda.
- I gestori attivi sono in grado di analizzare le condizioni necessarie per distinguere potenzialmente i vincitori dai perdenti.

Un sottile paragone con il 2008

Sono stati fatti molti paragoni tra l'attuale ciclo dell'IA e il boom della tecnologia, dei media e delle telecomunicazioni (TMT) di metà e fine anni '90. Nonostante le evidenti somiglianze, nello specifico una nuova e potente tecnologia in grado di smuovere enormi investimenti (con un grande punto interrogativo su chi ne trarrà rendimenti accettabili), le differenze non mancano.

Un parallelismo meno frequente, ma comunque appropriato, è quello con il boom del mercato immobiliare statunitense che ha preceduto la crisi finanziaria globale del 2008. Con ciò non intendiamo dire che l'IA assomigli al settore immobiliare o che ravvisiamo un problema nel comparto bancario. L'analogia è più sottile e, come sempre dal nostro punto di vista, riguarda i cash flow.

Nel 2006, il mercato immobiliare statunitense sembrava godere di buona salute. I prezzi continuavano a salire e i mutuatari accedevano facilmente al credito. L'aumento dei prezzi delle case, però, aveva evidenziato un rallentamento. Per molti mutuatari ad alto rischio di insolvenza, il prestito conveniva solo se l'apprezzamento del valore dell'abitazione consentiva loro di rifinanziare il mutuo prima che le rate dello stesso venissero ricalcolate. Quando la rivalutazione degli immobili ha iniziato a rallentare e, successivamente, la tendenza si è invertita, tale opzione è venuta meno. Le rate del mutuo sono salite, le insolvenze sono aumentate e ne sono seguite vendite forzate, il che ha portato in ultima analisi alla crisi bancaria.

Mutuatario e pagatore

Vi sono notevoli differenze tra l'IA e il 2008, ma un punto in comune è la dipendenza dai pagamenti futuri e l'accesso continuativo al capitale. Capire come funziona una parte del finanziamento dell'IA può aiutare a fare chiarezza.



Un'azienda di modelli di frontiera o un grande cliente di IA si impegna a investire miliardi di dollari in un hyperscaler o in un neocloud per ottenere capacità di calcolo. Gli investitori considerano questi investimenti come ricavi e utili futuri. Quindi, i fornitori di cloud utilizzano tali investimenti per acquistare chip, memoria, elettricità, sistemi di raffreddamento, terreni, manodopera e altro ancora. Sempre più spesso, a causa della crescente intensità di capitale e dell'aumento dei costi dovuto alle strozzature, i cloud provider accendono prestiti garantiti dalle attività e dai pagamenti contrattualizzati dei clienti.

È proprio questo aspetto a rappresentare la differenza determinante. Nel settore immobiliare, il proprietario dell'abitazione era sia il mutuatario che la fonte di rimborso. Nell'IA, questi ruoli sono separati. Il fornitore di infrastrutture è il mutuatario. Il laboratorio di IA, l'azienda di modelli o il cliente che acquista capacità di calcolo funge da "offtaker" (acquirente che si impegna ad acquistare beni o servizi prima ancora che questi vengano prodotti), i cui pagamenti aiutano a sostenere l'investimento.

Questo sistema funziona, ma presuppone che il capitale rimanga abbondante e accessibile, che la domanda dei clienti continui a crescere e che i pagamenti contrattualizzati vengano onorati. Ma i portafogli ordini non sono liquidità. Il loro valore dipende dall'affidabilità creditizia dei clienti, dai termini contrattuali e dalla possibilità di riallocare la capacità se il cliente non è in grado di pagare.

Se le condizioni di finanziamento si inaspriscono, se la disponibilità di capitali sul mercato privato diminuisce, se la monetizzazione delude le aspettative o se i clienti optano per modelli più economici, i cash flow promessi potrebbero rivelarsi meno consistenti di quanto ipotizzato inizialmente dagli investitori. Potrebbe venire a crearsi una situazione in cui il provider ha ancora debiti nei confronti dei creditori, locatori, venditori di attrezzature e fornitori di energia, anche se i ricavi a copertura di tali obbligazioni si stanno riducendo.

I principali hyperscaler dispongono di ingenti liquidità, quindi è improbabile che si presenti un problema di solvibilità, il che rappresenta una differenza significativa rispetto al 2008. Il rischio è diverso. Il problema è se la redditività del capitale marginale investito genererà un rendimento adeguato: ecco il KPI fondamentale di questo ciclo.

Conclusioni

Nulla di tutto ciò significa che l'IA non sia reale. La sua adozione è reale e i vantaggi per la produttività probabilmente lo sono. Tuttavia, come abbiamo spesso sottolineato, gli investitori non investono nella produttività, investono nei cash flow.

Gli indici di riferimento detengono l'intero ecosistema dell'IA, dagli sviluppatori di modelli ai provider di cloud, dai proprietari di data center ai rari fornitori di chip e memorie e ai beneficiari di beni strumentali, ma anche le sue potenziali vittime. Come nel 2008, i benchmark non distinguono tra i portafogli ordini di alta qualità e quelli di scarsa qualità, tra capacità riutilizzabile e capacità inutilizzabile, né tra le imprese che generano rendimenti superiori al costo del capitale e quelle che dipendono dai finanziamenti futuri.

I gestori attivi sono in grado di operare questa distinzione. Sono in grado di valutare il rischio di concentrazione della clientela, la qualità dei contratti, la leva finanziaria, i piani di scadenza del debito, il pricing power, la disciplina patrimoniale e altro ancora. Via via che i finanziamenti diventano più selettivi e il pool di profitti generati dall'IA si assottiglia, questi fattori inizieranno ad avere un peso maggiore sui risultati finanziari, e quindi sui prezzi degli asset.

L'IA potrebbe diventare la tecnologia più importante della nostra epoca, ma ciò non significa che tutte le società che la finanziano otterranno un rendimento accettabile sul capitale investito. Il mercato e gli indici di riferimento scontano la promessa, ma sono i gestori attivi a valutare la capacità di mantenerla dei pagatori.▲



Le informazioni di cui sopra nonché le singole società e/o i singoli titoli menzionati non devono essere interpretati come una consulenza d'investimento, una raccomandazione di acquisto o di vendita o un'indicazione delle intenzioni di trading in relazione ad alcun prodotto MFS.

Si ricorda che tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio, ivi compresa la possibile perdita del capitale investito.

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** - MFS Investment Management; **America latina** - MFS International Ltd.

Si noti che in Europa e nella regione Asia-Pacifico, il presente documento può essere distribuito solo a professionisti dell'investimento e clienti istituzionali. In Canada il presente documento può essere distribuito solo a clienti istituzionali. In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato.

Nota per i lettori del Canada: pubblicato in Canada da MFS Investment Management Canada Limited. **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.à r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravvenga alla normativa locale; **Singapore** - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** - MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento; **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM).** In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate: **Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali.** Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS International U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e neanche MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.