

IA, il valore è nella filiera

CERESIO INVESTORS / La rivoluzione della digitalizzazione non sta nel software, ma nell'infrastruttura fisica - Semiconduttori, microprocessori e data center sono la materia prima di un cambiamento di paradigma - Il caso della Cina che anticipa il futuro

Generoso Chiaradonna

Le regolari visite che i dirigenti di Ceresio Investors fanno in Asia per confrontarsi con *asset manager* di talento e che condividono anche la filosofia imprenditoriale sottostante (allineamento degli interessi tra gestori e investitori) confermano una tesi ormai sempre più condivisa tra i gestori asiatici: il vero epicentro della rivoluzione dell'intelligenza artificiale (IA) non è il software, ma l'hardware che la rende possibile. Memoria, semiconduttori, componenti ottici e infrastrutture di supporto restano i colli di bottiglia principali e proprio lì si concentra oggi la parte più interessante del valore. In altre parole, la fase attuale del ciclo dell'IA è meno narrativa e più industriale: a fare la differenza non è chi promette la prossima applicazione, ma chi riesce a produrre i componenti necessari a sostenerla.

Di questo e di molto altro si è parlato all'inizio di questa settimana a Milano, all'Hotel Principe di Savoia, in occasione del 25.mo *Investors' Forum* organizzato da Ceresio Inve-

stors. Tra i relatori, alcuni dei migliori gestori, in termini di *performance*, che lavorano con Ceresio Investors: Andrew Law (Caxton); Federico Riggio (Helikon Investments), intervistati da Federico Foglia; David Craver (Lone Pine Capital) e Huimin Wu (Trivest Advisors), sollecitati da Mattia Nocera. La giornata è stata aperta da Giacomo Foglia e Luigi Nardella. Le conclusioni sono state invece affidate ad Antonio Foglia. Il *keynote speech* («Noi e l'IA») l'ha tenuto il professor Vittorio Gallese, neuroscienziato dell'Università di Parma.

Tornando all'approccio più industriale dell'IA, questa lettura spiega perché molti investitori stiano privilegiando i segmenti più ciclici della filiera, in particolare DRAM e NAND (due tecnologie di memoria complementari nei dispositivi informatici); la prima è una memoria di lavoro temporanea, mentre la seconda è un archivio permanente, ndr), nonostante il forte rialzo già accumulato. La domanda sta cambiando qualità: dall'addestramento dei modelli all'inferenza, con un fabbisogno molto più intenso di memoria e capacità di calcolo di-



Un momento del 25.mo *Investors' Forum* a Milano.

tribuita. Il risultato è che l'elasticità dell'offerta resta limitata, mentre la domanda continua a crescere più rapidamente della capacità produttiva. In un mercato del genere, il potere di imporre il prezzo si sposta verso chi controlla l'offerta fisica, non verso chi costruisce la parte più visibile della catena.

Il messaggio più interessante, però, riguarda il modo in cui l'AI sta ridisegnando anche la percezione del rischio. Fino a poco tempo fa il tema dominante era il timore di un eccesso di spesa in *training* (addestramento dei modelli), cioè investimenti enormi con ritorni incerti. Oggi il baricentro si è

spostato sull'inferenza, dove la monetizzazione appare più concreta e il legame tra investimenti in conto capitale e ricavi è più leggibile. Questo non elimina il dubbio sulla redditività finale dell'intero ciclo, ma rende più difendibile la tesi che il ciclo IA sia ancora nelle sue fasi iniziali.

Sul fronte cinese, il tono è più costruttivo rispetto a quello dominante negli ultimi anni. Diversi gestori vedono un contesto domestico in miglioramento. La deflazione si attenua, il mercato immobiliare mostra segnali di stabilizzazione, i bilanci aziendali si sono rafforzati e i consumi stanno recuperando. A ciò si aggiunge una minore dipendenza dal petrolio importato, fattore che rende la Cina relativamente più resiliente di altri Paesi asiatici in caso di shock energetici. La selezione, però, resta essenziale. I gestori distinguono con più attenzione tra software generico e piattaforme con un vero vantaggio competitivo. Il mercato, dunque, non sta premiando la storia cinese in blocco, ma una serie di comparti che oggi appaiono più solidi di quanto i listini abbiano scontato per molto tempo.

Energia e rischio geopolitico

Il fattore che più di tutti può cambiare il quadro resta l'energia. Le tensioni in Medio Oriente continuano a rappresentare un rischio di seconda derivazione per l'Asia: gas, petrolio, fertilizzanti, cherosene e perfino la logistica industriale potrebbero subire effetti importanti se la situazione non dovesse stabilizzarsi. Questo è il punto che il mercato tende a sottovalutare. C'è ancora uno scarto tra finanza ed economia reale. Le quotazioni possono prezzare rapidamente uno scenario di *escalation* o di ritorno alla normalità, ma l'economia reale reagisce con ritardo e spesso in modo più doloroso.