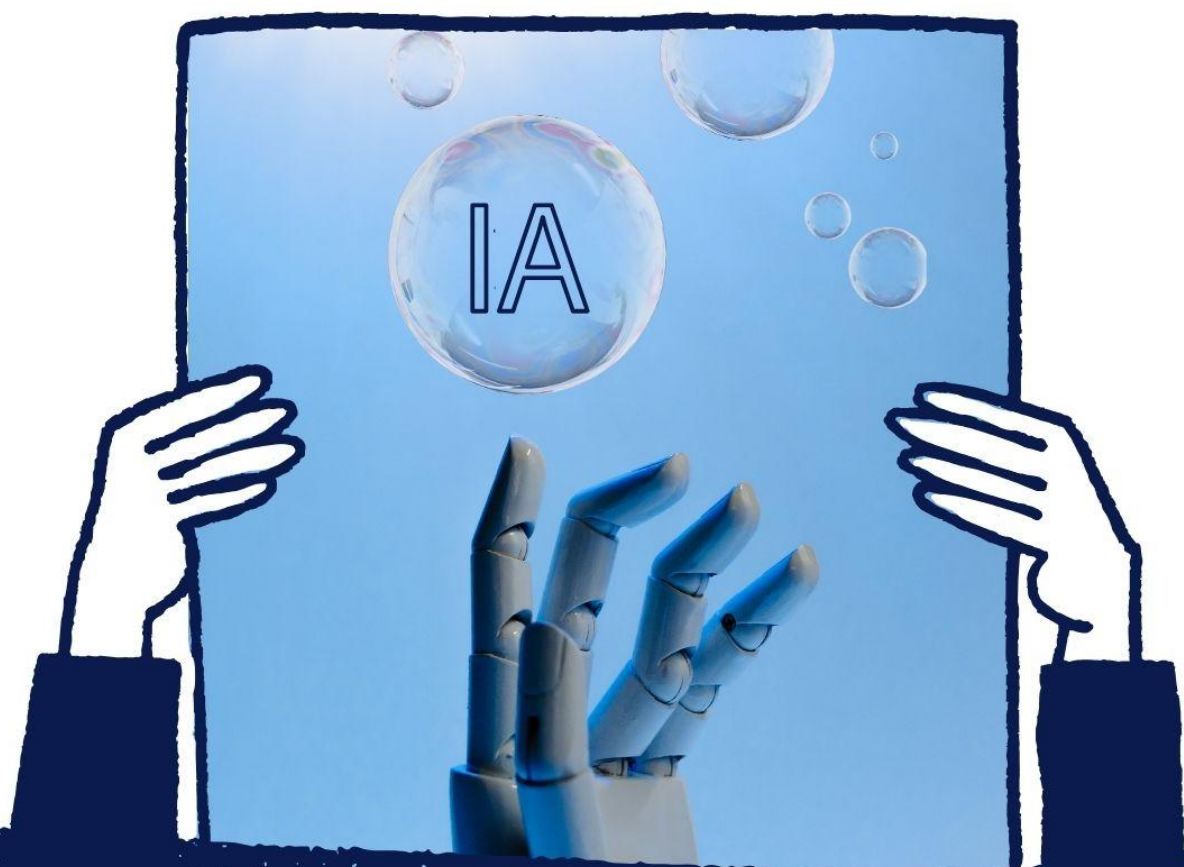


DICEMBRE 2025

FUCINO FLASH

IA: BOLLA O NON BOLLA?



Banca del Fucino

1923 | 2023

FUCINO FLASH

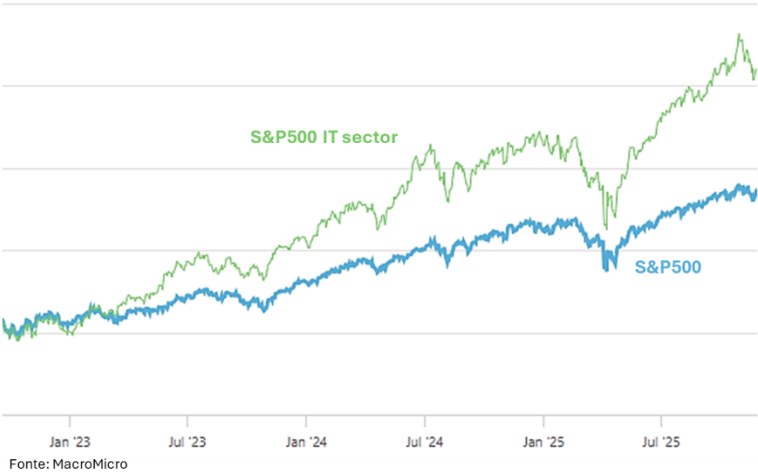
IA: BOLLA O NON BOLLA?

Il 30 novembre 2022 il lancio di ChatGPT ad opera dell'azienda statunitense Open AI ha dato inizio a un grande rally di mercato che, al netto di alcune brevi fasi di correzione al ribasso, perdura sino a oggi. **Le grandi promesse dell'IA** sono così state responsabili di oltre il 75% della crescita dell'S&P500 tra la fine del 2022 e il 2025.¹

Le ragioni del rally sono chiare: l'IA – in quanto tecnologia *general purpose* – promette di rivoluzionare l'intero

mondo del lavoro e della produzione, ed è certo che in qualche misura ciò avverrà. Quel che è meno chiaro è quanto gli elevatissimi livelli di capitalizzazione di mercato dei maggiori titoli tecnologici Usa siano giustificati dalle reali potenzialità trasformative dell'IA e, soprattutto, dalle tempistiche con cui queste si potranno realizzare. Ciò sollecita una domanda: **siamo di fronte a una bolla speculativa, oppure le attuali valutazioni sono avvalorate dai fondamentali economici?**

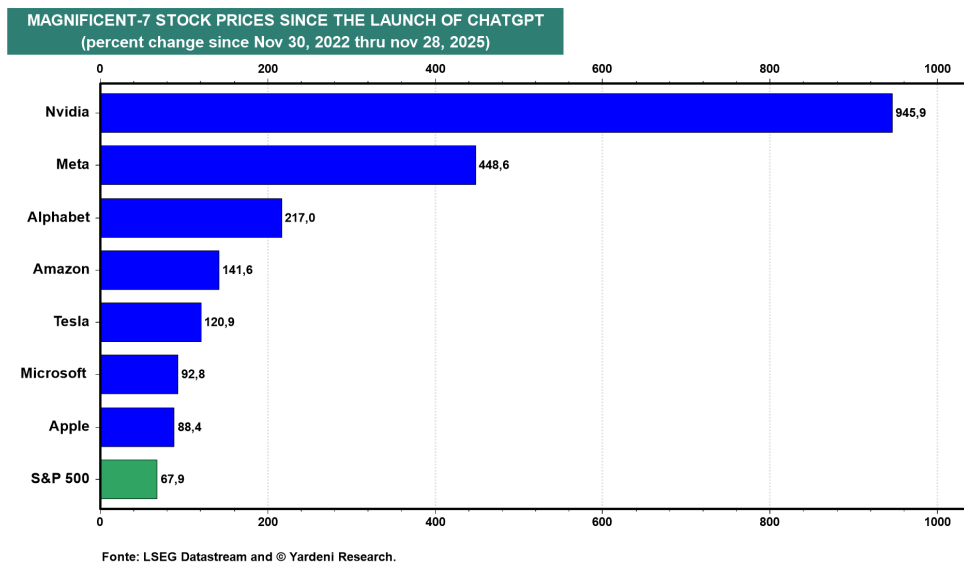
Nella tabella che segue sono riportate, suddivise per ambiti, le principali tesi di chi argomenta a favore o contro la presenza di una bolla. Nelle pagine successive svilupperemo per esteso i singoli punti della tabella, per arrivare infine a concludere proponendo il nostro punto di vista sulla questione.



	Categoria	Bolla sì	Bolla no
1	Valutazioni di mercato	P/E Ratios elevati Valutazioni sproporzionate rispetto agli utili attuali	PEG Ratios in linea con la media storica La crescita futura giustifica gli attuali multipli
2	Investimenti	Circolarità Finanziamenti incrociati tra aziende del settore	Integrazione della catena del valore Gli attuali investimenti sono strategici, non speculativi
			Necessità di parcheggiare liquidità Reinvestimento razionale di flussi di cassa
3	Costi di produzione	Sostenibilità economica in dubbio Esplosione dei costi, specie dell'energia	Scarsa offerta, alta domanda globale Domanda inesauribile di capacità computazionale
		Rapido deprezzamento stock Rapida obsolescenza degli asset hardware	Cashflow positivo, bilanci solidi I conti delle big tech sono solidi nei fondamentali
		Rischio indebitamento Espansione talvolta finanziata a debito	
4	Produttività del lavoro	Guadagni di produttività non verificati Ancora nessun impatto chiaro sul Pil e sulla produttività	Progressi sono già visibili In alcuni settori (logistica, customer care ecc.) già cambiamenti reali
			Potenziale trasformativo nel breve-medio termine Possibili importanti passi avanti nello sviluppo dell'IA nel breve termine
5	Profittabilità	Domanda da parte delle imprese ancora incerta Adozione lenta e ROI non dimostrato	Crescono i profitti Marginalità già in aumento grazie a cloud e servizi IA
		Trade-off con l'economia reale Tagli ai posti di lavoro, calo della domanda interna	Aziende semi-monopolistiche Potere di mercato e legami statali garantiscono la stabilità dei ricavi

¹ N. Lichtenberg, *75% of gains, 80% of profits, 90% of capex—AI's grip on the S&P is total and Morgan Stanley's top analyst is 'very concerned'*, Fortune, October 7, 2025.

1. Valutazioni di mercato

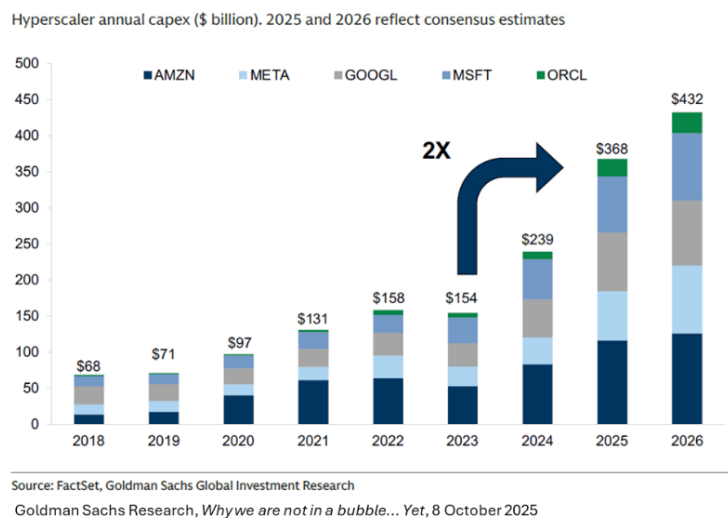


Bolla sì Considerando le Mag-7 – cioè i titoli tecnologici che maggiormente hanno cavalcato il rally dell'IA – il valore medio del **P/E ratio** a fine ottobre era pari a 70, quello mediano a 36. Sono multipli ben più elevati rispetto alla media storica dei principali indici americani, persino del Nasdaq-100, che esibisce tradizionalmente multipli più elevati dell'S&P500. Se poi si passa a considerare i P/E ratio di altre società statunitensi legate al mondo IA, i valori salgono ulteriormente: a fine novembre il multiplo per Palantir Technologies era pari a oltre 352, quello per AMD a 105.

Bolla no Per contro, altri analisti fanno notare che misure come il PEG ratio – che divide il P/E ratio per il tasso di **crescita degli utili** – restituiscono un'immagine diversa del mercato tecnologico statunitense.² Le attuali valutazioni sono cioè ben più basse di quanto appaiano a prima vista se corrette per la crescita degli utili, che è stata molto sostenuta, specialmente in seguito al rilascio di ChatGPT a fine 2022. Lo stesso vale per il rapporto tra capitalizzazione di mercato e **free cash flow**: l'aumento del denominatore è stato tanto sostenuto da mantenere il rapporto su livelli analoghi a quelli registrati negli ultimi 20 anni sui listini tecnologici statunitensi.

2. Investimenti

Bolla sì Oltre alla **dimensione degli investimenti** richiesti per lo sviluppo dell'IA, a preoccupare gli investitori è in particolare la **dinamica circolare** che sembra caratterizzare i finanziamenti realizzati o annunciati dalle grandi aziende dell'alta tecnologia Usa. Diversi analisti hanno infatti rilevato come parte dei profitti registrati da imprese come Nvidia – ma non solo – siano spesso riconducibili ad investimenti passati effettuati dalla stessa casa madre in società



² Goldman Sachs Research, *Why we are not in a bubble... Yet*, 8 October 2025

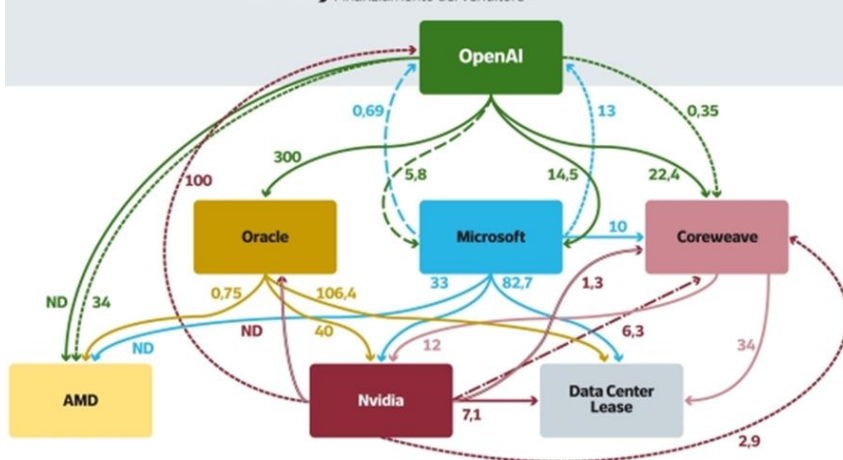
Intelligenza circolare

La rete di accordi e investimenti di OpenAI, dati in miliardi di dollari

— Fornitura
 - - - Accordo di condivisione dei ricavi
 - - - Investimento
 - - - Contratti di riacquisto
 — Finanziamento del venditore

ND: non definita

Nota: il tipo di freccia indica il genere di rapporto, ogni società è identificata con un colore



Francesco Bertolino, *OpenAI è già «troppo grande per fallire»? Costi per 1.400 miliardi e rosso di 74 miliardi: la ragnatela di Sam Altman*, Corriere della sera, 18 novembre 2025

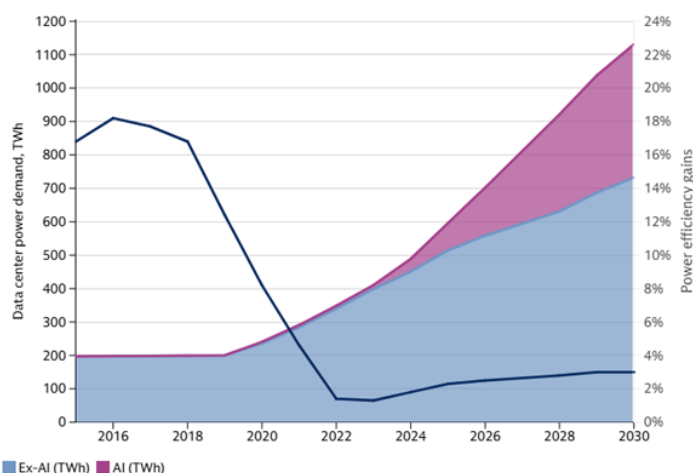
che si occupano di sviluppo di IA e che hanno bisogno di grandi numeri di microchip per i propri datacenter – microchip prodotti dalla stessa Nvidia.³ La domanda che emerge è chiaramente quale sia, allora, la reale domanda di mercato rivolta ai colossi dell'IA statunitensi: quanto, cioè, nella corsa dei profitti deriva da questi finanziamenti circolari, e quanto dall'effettiva domanda di servizi da parte delle imprese? Un quesito per il quale non sembrano esserci risposte univoche.

Bolla no Gli ingenti investimenti che le big tech statunitensi stanno effettuando sono orientati ad una sempre maggiore **integrazione dell'ecosistema** delle aziende nello sviluppo dell'IA. Si tratta di una mossa pienamente avveduta, specie alla luce della necessità di trovare utilizzi per **l'enorme mole di liquidità** che imprese come la già menzionata Nvidia si sono trovate ad avere a disposizione: quale utilizzo migliore – commentano alcuni analisti – che effettuare investimenti che, in ultima analisi, finiscono per rafforzare il flusso di profitti diretto ad aziende come appunto Nvidia? Si è inoltre osservato che tali “circular deals” sembrano avere un peso ridotto – tra il 5% e il 10% – sul totale di quanto si stima sarà speso nell'IA entro il 2030.⁴ Non qualcosa di cui essere preoccupati, dunque.

3. Costi di produzione

Bolla sì Tenendo conto degli ingenti investimenti previsti dai cosiddetti *hyperscaler* – le grandi aziende tecnologiche statunitensi – è lecito chiedersi se queste imprese non stiano andando incontro ad un massiccio e pericoloso aumento dei costi di produzione. A preoccupare sono in particolare i costi dell'energia, vista **l'enorme domanda di elettricità da parte dei datacenter** per lo sviluppo dell'IA. Barclays calcola che per far funzionare i datacenter la cui costruzione è stata finora annunciata servirebbero circa 55,2 GW di energia elettrica – grossomodo quanto

Data centers are driving strong power demand



Source: Masanet et al. (2020), IEA, Cisco, Goldman Sachs Research
Data from 2024 are estimates

Goldman Sachs

³ E. Forgash, A. Ghosh, *OpenAI's Nvidia, AMD deals boost \$1 trillion AI boom with circular deals*, Bloomberg, 8 October, 2025.

⁴ C. Laidley, *Why Wall Street Analysts Say We're Not in an AI Bubble... Yet*, Investopedia, October 9, 2025.

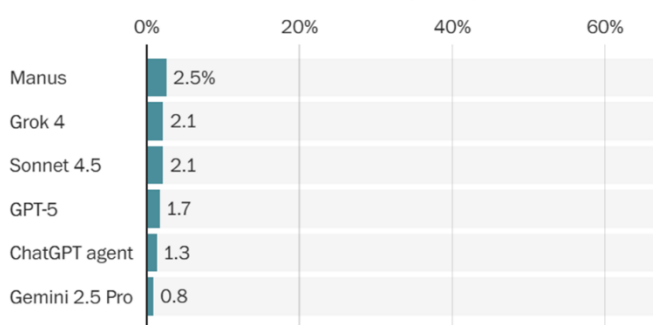
consuma l'intera Italia nei giorni di picco della domanda di elettricità durante l'anno.⁵ Difficile che non emergano problemi di fornitura con cifre del genere: l'Agenzia Internazionale dell'Energia (Aie) stima in effetti che ci possano essere ritardi e sforamenti di budget per almeno un quinto della nuova capacità di data center prevista entro 2030.⁶ Alla pressione rialzista sui costi data dalla questione energetica va poi aggiunto il **rapido deprezzamento dello stock di investimenti** passati, vista l'elevata velocità con cui nuovi modelli di GPU vengono rilasciati: secondo il celebre investitore Michael Burry – che pronosticò lo scoppio della crisi del 2008 – le big tech Usa starebbero sottostimando i costi associati a tale deprezzamento per circa 176 miliardi di dollari.⁷ Infine, è da segnalarsi un **crescente affidamento all'indebitamento** per far fronte agli enormi costi di produzione del business dell'IA: nel solo 2025 le emissioni obbligazionarie del settore sono state pari a 145 miliardi di dollari – una cifra modesta se confrontata con le capitalizzazioni di mercato delle big tech Usa, ma preoccupante se si considera il dato di crescita, +238% rispetto all'anno precedente.⁸

Bolla no I livelli di capitalizzazione raggiunti dagli *hyperscaler* statunitensi sono tali da permettere loro di reggere l'urto di costi in rapida e inevitabile crescita. Lo si evince in particolare dalla **buona salute dimostrata dai fondamentali di bilancio** di queste aziende, finora mantenutisi in larga parte solidi, tanto sul fronte dei debiti quanto su quello dei profitti. Ciò è stato reso possibile da una **domanda di nuova capacità computazionale che, finora, è rimasta robusta**. Secondo diversi analisti, in effetti, tale domanda è destinata a continuare ad accrescersi, vista e considerata la vasta gamma di utilizzi possibili – dall'IA alle cryptovalute – per la nuova capacità computazionale in via di costruzione. Insomma, se una pressione rialzista è indubbiamente presente sul fronte dei costi di produzione, un'analoga pressione è riscontrabile per quanto riguarda i profitti, spinti dalla crescita della domanda.

4. Produttività del lavoro

Bolla sì Nel caso dell'IA sembra ad oggi valere la celebre frase – pronunciata negli anni '80 – dell'economista premio Nobel Robert Solow sull'apporto dei computer alla produttività del lavoro: “You can see the computer age everywhere but in the productivity statistics”. In effetti, per quanto vi siano

Share of remote-work tasks successfully completed



Source: Remote Labor Index

K. Schaul, G. De Vynck, *Are we in an AI bubble? Eight charts will help you decide*, The Washington Post, November 22, 2025.

evidenze di un'ampia e rapida adozione di strumenti IA da parte delle aziende e dei lavoratori – specie se si fa il confronto con precedenti rivoluzioni tecnologiche – sembra che l'utilizzo che di essi viene fatto sia rimasto finora limitato, non tale da alterare radicalmente le modalità di organizzazione del lavoro e generare un rilevante aumento della produttività media. Per il momento, dunque, **l'IA sembra essere una rivoluzione più per i mercati finanziari che per l'economia reale**; ciò potrebbe rivelarsi un grave problema per le big

tech Usa, considerate le grandi promesse con cui gli investimenti di cui sopra sono stati annunciati. Del resto, tali promesse erano riferite allo sviluppo di un primo modello di AGI (Artificial General Intelligence,

⁵ S. Bellomo, *L'incertezza del mercato sul fabbisogno di energia per i maxi data center*, Il sole 24 ore, 21 novembre 2025, p. 8.

⁶ *Ibidem*

⁷ N. Nishant, N. Mackenzie and A. Sen, *Michael Burry of 'Big Short' fame is closing his hedge fund*, Reuters, November 13, 2025.

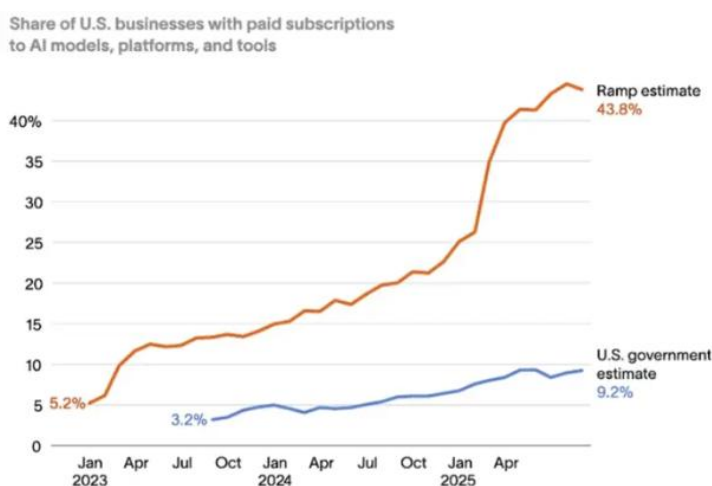
⁸ M. Longo, *In borsa arriva il sollievo di Nvidia: conti oltre le stime*, Il sole 24 ore, 20 novembre 2025, p. 5

o General AI), che dovrebbe essere capace di realizzare una vastissima gamma di compiti diversi in autonomia; questo traguardo tecnologico appare tuttavia ancora distante, a giudicare dalle attuali prestazioni dei più avanzati modelli di IA.

Bolla no Per quanto gli effetti più marcati dell'IA sulla produttività del lavoro debbano ancora manifestarsi, già oggi esistono **evidenze di miglioramenti di efficienza** nei processi produttivi. Secondo un paper pubblicato dalla Fed di St. Louis a inizio 2025, mediamente i lavoratori che utilizzano l'IA generativa risparmiano il 5,4% del tempo che sarebbe loro necessario per svolgere un compito senza l'ausilio di questa tecnologia, con benefici più accentuati tra coloro che se ne servono più spesso e da più tempo.⁹ Si tratta chiaramente di progressi ancora minimi rispetto alle attese, ma che testimoniano un potenziale trasformativo reale dell'IA. Del resto, non è possibile avere certezze su quali saranno le tempistiche con cui si avrà un *breakthrough* nello sviluppo di modelli più avanzati di IA: la storia delle grandi innovazioni tecnico-scientifiche non è mai stata una storia lineare, ma a periodi di rallentamento si sono sempre alternati periodi di grande accelerazione. Indubbiamente i grandi investimenti delle big tech Usa hanno posto le condizioni necessarie perché importanti svolte nello sviluppo e nel miglioramento dell'IA possano essere realizzate; **non si vede la ragione** – argomentano quindi i difensori di questo punto di vista – **per cui una svolta non potrebbe essere dietro l'angolo**.

5. Profittabilità

Bolla sì Alla luce delle preoccupazioni esposte nei punti precedenti, non è difficile capire come alcuni investitori possano temere per la profittabilità del business dell'IA. In effetti, agli investimenti che le big tech Usa si sono impegnate a realizzare **non corrisponde una chiara domanda di mercato di servizi IA**. Finora, infatti, la domanda alla quale le imprese del settore hanno risposto con i propri prodotti e servizi è stata principalmente quella di datacenter e di capacità di calcolo, cioè di quanto serve come preparazione per lo sviluppo dell'IA. La domanda di servizi IA, invece, potrebbe ragionevolmente essere stata sopravvalutata, in quanto viziata soprattutto dalle speranze di sviluppo a



A chart showing data on enterprise AI adoption RBC Capital Markets/Ramp

breve di una General AI (AGI). È quanto sottolineato, per esempio, da una recente nota agli investitori di RBC Capital Markets, dalla quale emerge come, in assenza di nuovi importanti *breakthrough* tecnologici, la domanda di prodotti IA per le imprese potrebbe addirittura aver raggiunto un punto di flessione.¹⁰ Un ulteriore indebolimento della domanda potrebbe inoltre essere ingenerato, paradossalmente, proprio dalla prosecuzione degli investimenti in infrastruttura IA ai ritmi attuali: diversi studi suggeriscono che, al netto di un impatto modesto sulla

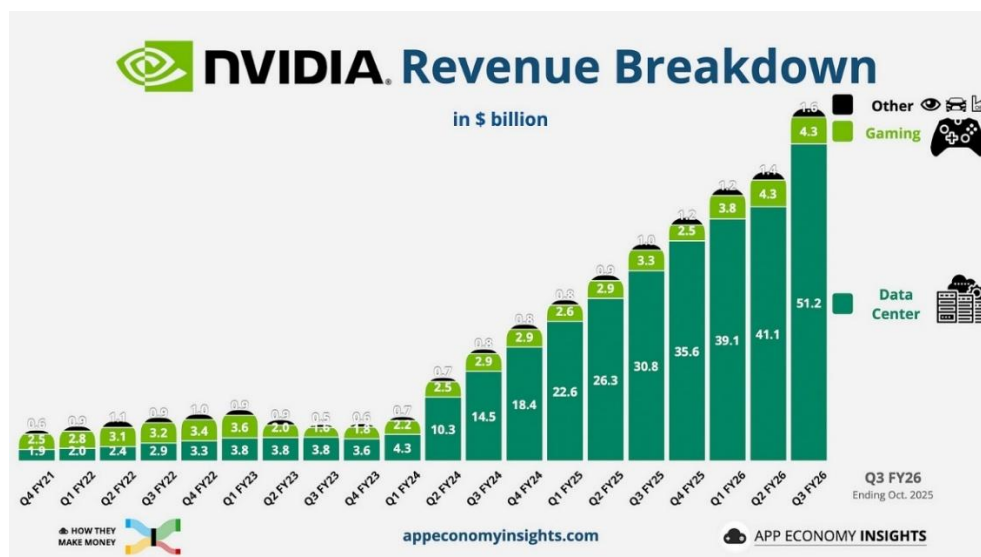
produttività, **l'IA starebbe già avendo effetti negativi sull'occupazione Usa**; per far largo agli investimenti in datacenter, infatti, diverse grandi aziende starebbero tagliando posti e offerte di lavoro,

⁹ A. Bick, A. Blandin, D. Deming, *The Impact of Generative AI on Work Productivity*, Federal Reserve Bank of St. Louis, February 27, 2025.

¹⁰ A. Barr, *Ruh Roh. Analysts sense a chill in enterprise AI demand*, Business Insider, November 3, 2025.

con possibili effetti sulla domanda aggregata del Paese.¹¹ Inoltre, il crescente fabbisogno di elettricità dell'IA potrebbe presto condurre ad un vero e proprio trade-off: tutelare i consumi dei cittadini comuni, o continuare a nutrire la domanda di energia dei datacenter?

Bolla no D'altra parte, è un fatto che una delle maggiori differenze che separano l'attuale situazione dei mercati azionari Usa da quella della bolla Dot-com di inizio 2000 è l'andamento dei profitti delle società interessate: come dimostrato dalle ultime trimestrali di Nvidia – con un aumento dei profitti per azione (EPS) del 67% anno su anno – **non si può dubitare che l'IA sia stata uno straordinario volano di utili** per le grandi imprese tecnologiche statunitensi.¹² Ciò per molti investitori costituisce già di per sé un motivo valido per rimanere investiti sui titoli di queste aziende. In più, bisogna tenere conto del potere di mercato che esse, negli anni, sono riuscite a ritagliarsi: **corporation come Google, Meta o Nvidia detengono de facto un semi-monopolio su specifiche linee di business**, come i motori di ricerca (Google), i social network (Meta) o i chip di ultima generazione (Nvidia). Pertanto, queste aziende sarebbero in grado di trasferire sui prezzi finali l'eventuale aumento dei costi di produzione, mantenendo inalterati i margini di profitto. Non solo: il potere di mercato detenuto da molte big tech statunitensi – che sono in realtà conglomerati attivi in diversi settori – potrebbe costituire un vero e proprio *backstop* contro eventuali correzioni al ribasso sulla borsa, visto che gli investitori potrebbero sempre contare su vaste linee di business sane e ampiamente in utile anche nel caso di importanti rallentamenti sul fronte dello sviluppo dell'IA.



¹¹ M. Zahn, *Amazon layoffs highlight impact of AI, some experts say: 'Wake-up call'*, ABC News, October 28, 2025.

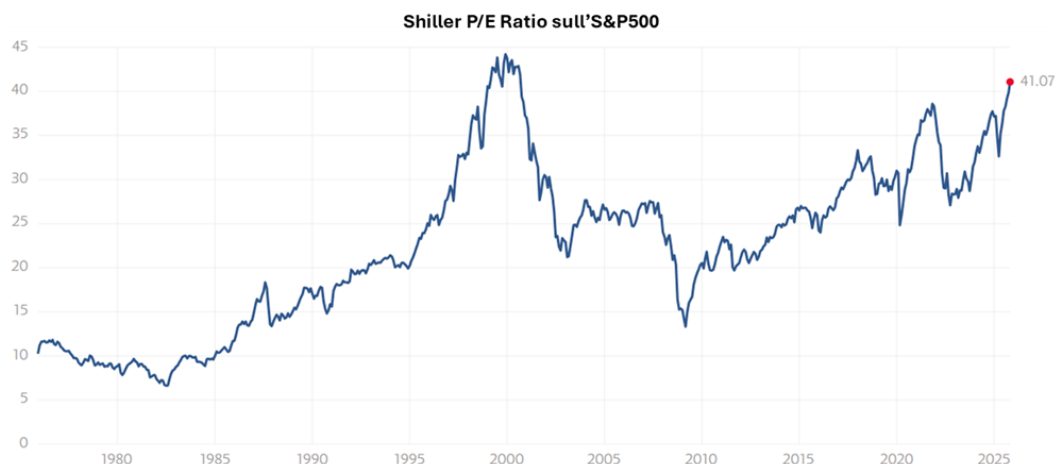
¹² M. Longo, *In borsa arriva il sollievo di Nvidia: conti oltre le stime*, Il sole 24 ore, 20 novembre 2025, p. 5.

Conclusioni

Quale sarà il futuro delle aziende legate allo sviluppo dell'IA? Siamo effettivamente in presenza di una bolla speculativa? Alla luce degli argomenti che si sono passati in rassegna, **la nostra prospettiva** sulla questione può essere riassunta in **quattro punti fondamentali**.

1) Le attuali quotazioni di borsa delle big tech Usa non sono del tutto giustificate dai fondamentali economici

Nonostante la forte crescita degli utili, riteniamo che **gli attuali prezzi di borsa delle big tech statunitensi non siano sorretti da prospettive di crescita realistiche** per queste imprese. I multipli attuali, in effetti, scontano utili in crescita a ritmi del 20-25% annuo per i prossimi 10 anni – uno scenario possibile solo a una duplice condizione: da un lato, che l'IA si riveli effettivamente una rivoluzione tecnologica epocale e, dall'altro, che a trarre profitto da questa rivoluzione siano precisamente le Mag-7. Nessuna delle due condizioni, però, può dirsi oggi avvalorata al di là di ogni ragionevole dubbio: in altri termini, oggi l'investimento su questi titoli presuppone una duplice scommessa.



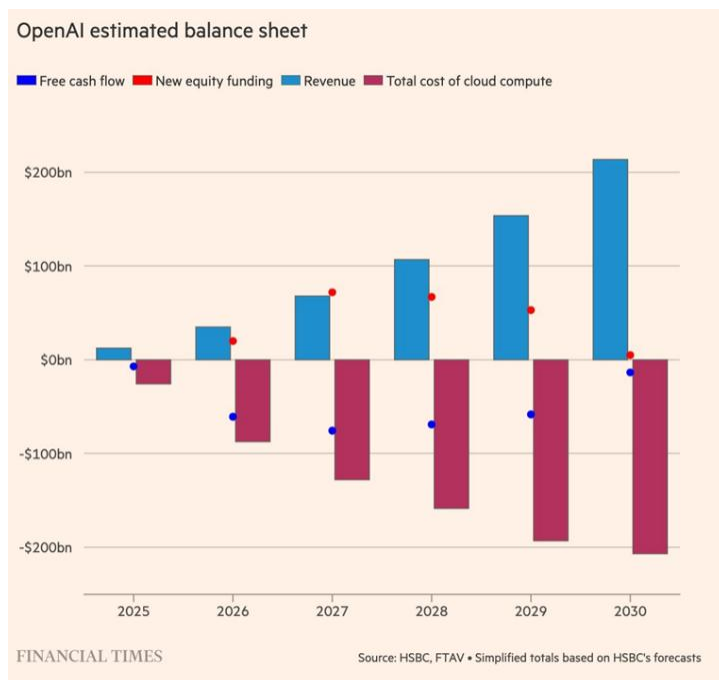
2) Un ridimensionamento delle quotazioni è lo scenario più probabile

Se un ridimensionamento delle quotazioni appare verosimile, **non è però scontato che tale processo assuma la forma di un crollo generalizzato** del mercato. Piuttosto, il ridimensionamento potrebbe avere un impatto asimmetrico sui vari titoli coinvolti nell'ecosistema IA. Già da tempo in effetti le quotazioni dei titoli delle Mag-7 hanno iniziato a divergere tra loro, e diverse aziende coinvolte nella corsa all'IA hanno già sperimentato gli effetti di dubbi crescenti da parte degli investitori: nell'ultimo mese Palantir ha perso oltre il 10% del proprio valore, Oracle più del 25%, mentre altri titoli, come per esempio Google, hanno saputo conservare un'elevata fiducia da parte degli investitori.

Un primo scenario possibile, dunque, vede un ridimensionamento parziale delle quotazioni, con alcuni titoli pesantemente colpiti e altri toccati solo marginalmente, senza alcun downturn generalizzato.

Non va però esclusa la possibilità di un secondo scenario, che vede i mercati reagire violentemente a notizie particolarmente negative da parte dei big del settore – dando inizio a un sell-off generalizzato.

A costituire un innesco potrebbe essere in particolare **Open AI**, l'azienda di Sam Altman che, a



fine 2022, ha dato avvio al rally di borsa attorno all'IA. Secondo diverse stime, OpenAI rimarrà **in perdita per tutti i prossimi 5 anni**, con il primo bilancio in attivo previsto per oltre il 2030.¹³ A ciò vanno aggiunti i crescenti dubbi da parte di diversi esperti del settore sulle reali possibilità di sviluppo nel breve-medio termine di un primo modello di **AGI (Artificial General Intelligence)**, obiettivo principe degli *hyperscaler*.¹⁴ Ad oggi Open AI non è quotata in borsa – l'IPO è prevista nel 2026 – ma se gli investitori dovessero convincersi ad abbandonare il progetto alla base

dell'impresa, allora è senz'altro possibile che le quotazioni dei titoli dell'ecosistema IA Usa si troverebbero a dover affrontare forti turbolenze.

3) Anche le imprese driver del cambiamento tecnologico sono a rischio

In uno scenario ribassista, è lecito considerare complessivamente al riparo dalle turbolenze titoli come **Nvidia**, che hanno cavalcato il rally di mercato in virtù della propria posizione dominante su segmenti nodali della catena produttiva dell'IA?

Il caso dell'azienda di Santa Clara – la cui crescita in borsa da novembre 2022 è stata di circa il 945% – si presta in effetti ad almeno due rilevanti paragoni storici. Il primo riguarda la **bolla delle ferrovie negli Usa di fine Ottocento**: la costruzione dell'infrastruttura ferroviaria rispondeva senz'altro a reali esigenze di sviluppo per l'economia del Paese, e diede in effetti un forte impulso alla crescita. Nondimeno, questo non fu sufficiente ad evitare lo scoppio della bolla, nel 1873.

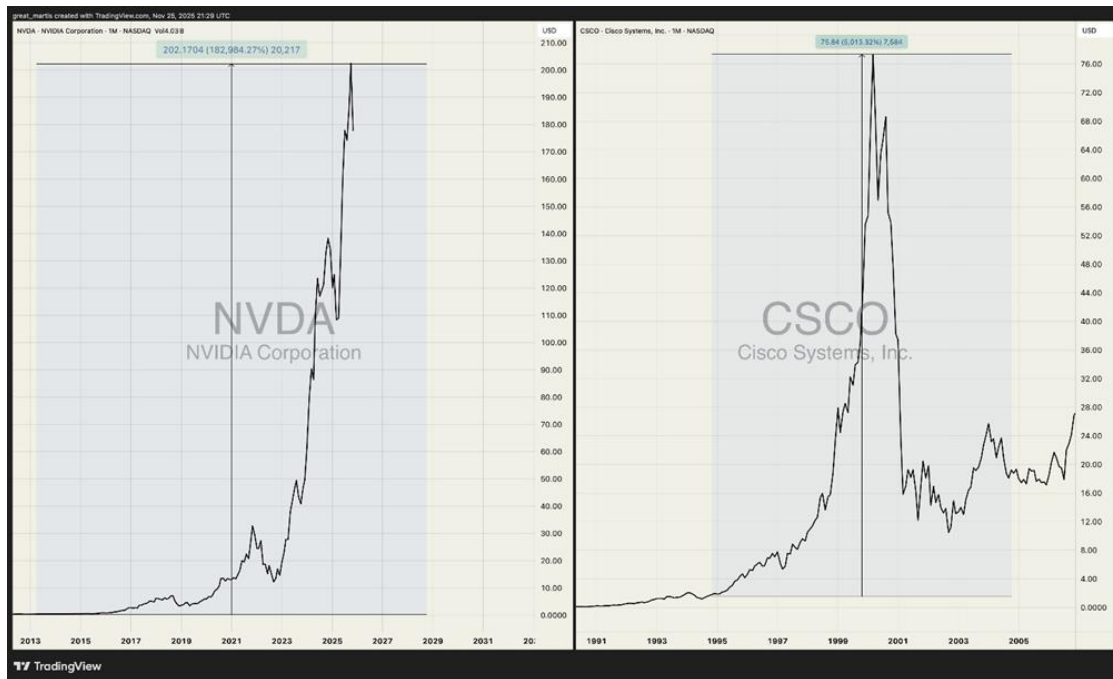
Un secondo caso al quale si può fare riferimento – molto più prossimo a noi – è quello di **Cisco System, tra le società a più alta capitalizzazione dell'S&P500 degli anni '90** e al centro della bolla Dot-com del 2000. Cisco si occupava della realizzazione dei cavi per la trasmissione dei segnali del nascente Internet, e appariva così come la società che, con i propri prodotti, avrebbe permesso il pieno dispiegarsi della rivoluzione di Internet. Sono premesse, come ha recentemente sottolineato Michael Burry, che accomunano il caso Cisco a quello di un'azienda come Nvidia, anch'essa generalmente vista come depositaria della tecnologia "abilitante" – le GPU – dell'attuale (prevista) rivoluzione tecnologica dell'IA.¹⁵ Cisco, nondimeno, fu tra le più illustri vittime dello scoppio della bolla delle Dot-com. È significativo, peraltro, che la società non sia mai fallita, né abbia mai dovuto optare per il proprio delisting; al contrario, specie a partire dal secondo decennio del 2000, Cisco è tornata a crescere in borsa, senza però mai

¹³ N. Lichtenberg, *OpenAI won't make money by 2030 and still needs to come up with another \$207 billion to power its growth plans*, HSBC estimates, November 26, 2025.

¹⁴ G. Marcus, *A knockout blow for LLMs?*, Substack, June 7, 2025.

¹⁵ S. Rogelberg, *'Big Short' investor Michael Burry warns Nvidia is the Cisco equivalent in today's AI boom: 'Sometimes the new company is the same company on a pivot'*, Fortune, November 24, 2025.

raggiungere nuovamente i picchi di valutazione toccati nel periodo della bolla Dot-com. È uno scenario che non si fa fatica a immaginare anche per il futuro di alcuni titoli centrali nell'ecosistema IA statunitense: un ridimensionamento delle valutazioni di borsa, senza però che le società siano costrette a uscire dal mercato.



4) La rendita da monopolio tecnologico è minacciata dalla concorrenza globale

Quando una grande innovazione tecnologica fa la propria comparsa sul mercato, il primo produttore ha modo di godere per un certo tempo di una rendita da monopolio, la quale permette all'azienda di crescere anche in misura molto significativa. Tale situazione non dura però solitamente a lungo: con il tempo gli investimenti compiuti nel settore portano al calo dei margini sui singoli prodotti venduti; così, paradossalmente, il momento di maggiore diffusione di una nuova tecnologia – e dunque il momento di maggiore impatto sulla crescita della produttività – viene a coincidere con una fase negativa per l'azienda che per prima l'ha sviluppata. È il normale funzionamento della concorrenza di mercato, che inesorabilmente finisce per erodere la rendita da monopolio del *first mover*: come ricordava Joseph Schumpeter, “una posizione monopolistica non è [...] un guanciale su cui dormire sonni tranquilli”.¹⁶

Ad oggi diverse tra le big tech statunitensi impegnate nella corsa all'IA ricoprono posizioni dominanti entro i propri segmenti di business – il che contribuisce a spiegare gli elevatissimi livelli di capitalizzazione raggiunti. Tuttavia, è improbabile che tale posizione di vantaggio possa essere conservata indefinitamente, soprattutto in una realtà altamente globalizzata come quella attuale, che vede la concorrenza di diversi produttori e sistemi produttivi.

In questo contesto, un'attenzione particolare merita **la Cina**, che può vantare un proprio **ecosistema autonomo di aziende big tech** e che ha superato **gli stessi Usa su diversi indicatori chiave di innovazione tecnologica**. Tra questi, anche il numero di brevetti IA, superiore a quello degli Usa dal 2017. In effetti, le imprese cinesi, a fronte di livelli di

¹⁶ J. Schumpeter, *Capitalismo, socialismo e democrazia*, Edizioni di Comunità, Milano 1954, cap. VII.

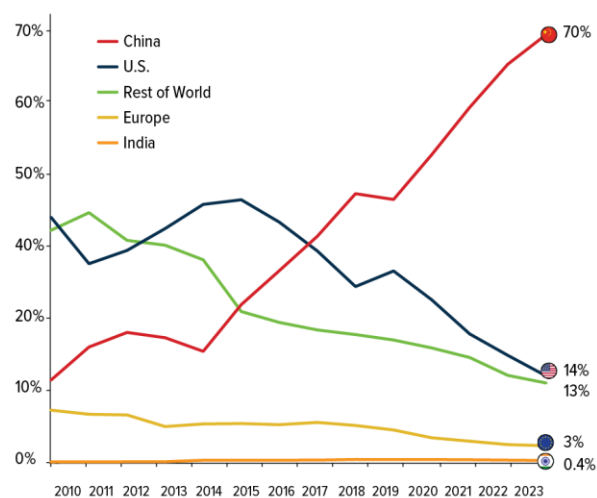
capitalizzazione molto inferiori a quelli statunitensi, godono già oggi di un ottimo posizionamento nella corsa internazionale per lo sviluppo dell'IA, e hanno buone chance di porre in questione il monopolio tecnologico delle big tech Usa.

L'innovazione delle aziende tech cinesi nell'ambito IA è peraltro spesso differente da quello delle loro controparti statunitensi. Per quanto il progetto di un primo modello di AGI non sia certo assente dagli obiettivi degli sviluppatori cinesi, **maggior attenzione viene rivolta ai modelli di IA ristretta (NAI, Narrow Artificial Intelligence)**, progettati per la realizzazione di compiti specifici – spesso

peraltro legati, nel caso cinese, all'attività manifatturiera. Proprio tale scelta potrebbe rivelarsi strategicamente vincente, consentendo alle imprese cinesi di ottenere un rilevante vantaggio comparato rispetto alle grandi aziende tecnologiche statunitensi.

China Leads the World in Granted AI Patents

Percent of World Total, 2010 – 2023



Source: Artificial Intelligence Index Report 2025, U.S. Global Investors

Ricapitolando:

- 1) **Le attuali quotazioni di borsa delle big tech Usa non sono del tutto giustificate dai fondamentali economici:** i P/E ratio delle principali aziende di alta tecnologia statunitensi, infatti, scontano attese molto ottimistiche sugli utili futuri su un orizzonte di medio termine.
- 2) **Un ridimensionamento delle quotazioni è altamente probabile.** Un primo scenario possibile vede una forte correzione dei prezzi di borsa limitata ad alcuni titoli, senza un ribasso generalizzato. Non è però da escludere un secondo scenario, caratterizzato da effetti di contagio sull'intero spettro delle aziende del settore high tech.
- 3) **Anche le imprese driver del cambiamento tecnologico sono a rischio.** Diversi precedenti storici dimostrano infatti come sia possibile andare incontro a pesanti correzioni al ribasso delle quotazioni di mercato anche nel caso di imprese protagoniste di una rivoluzione tecnologica.
- 4) **La rendita da monopolio tecnologico delle big tech Usa è minacciata dalla concorrenza globale.** La Cina, in particolare, è dotata di un sistema di imprese innovatrici abbastanza vasto ed avanzato da poter, in prospettiva, intaccare la rendita che oggi le grandi società tecnologiche statunitensi sono in grado di estrarre.

Autori: Vladimiro Giacché, Michele Tonoletti

U.O. Studi e Marketing Strategico

Direzione Comunicazione, Studi e Innovazione Digitale

Banca del Fucino

Dati aggiornati al 28 novembre 2025

Le informazioni e i dati contenuti nel presente Documento non costituiscono una ricerca in materia di investimenti o una raccomandazione, una sollecitazione né un'offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzata/o alla sottoscrizione, alla vendita, all'acquisto, allo scambio, alla detenzione o all'esercizio di diritti relativi a prodotti e/o strumenti finanziari e/o a qualsiasi investimento in emittenti in esso eventualmente menzionati.