

Vladimiro Giacché - Michele Tonoletti: IA: la bolla e lo spillo

LINK: <https://sinistrainrete.info/geopolitica/33518-vladimiro-giacche-michele-tonoletti-ia-la-bolla-e-lo-spillo.html>



IA: la bolla e lo spillo di Vladimiro Giacché - Michele Tonoletti* E' passato quasi un anno da quando avevamo proposto - condividendola con Guerre di Rete - una lettura attenta delle negli Stati Uniti (il resto dell'Occidente, ancora oggi, sta a guardare). I recenti sviluppi sembrano confermare, con l'autorevolezza di due studiosi di primo piano, il sospetto che la 'bolla' dell'IA sia in un condizione molto più che critica. Se ne è accorto ormai anche , organo di Confindustria. Non siamo al 'si salvi chi può', ma i cigni neri svolazzano da tutte le parti... * * * * Lo scorso dicembre abbiamo realizzato uno studio dedicato all'ecosistema IA statunitense e alle elevate quotazioni raggiunte dai relativi titoli azionari (1). Queste le nostre conclusioni di allora: A poco più di un semestre di distanza torniamo a valutare i trend sintetizzati nei quattro punti, al fine di verificare se essi siano stati confermati o smentiti dagli sviluppi successivi, e di individuare

l'eventuale emergere di nuove macro tendenze..

Punti 1-2: quotazioni e utili Come si evince dalla tabella, i titoli azionari delle big tech statunitensi hanno registrato correzioni al ribasso anche molto marcate rispetto ai loro picchi di valutazione. Anche i P/E Ratio - pur restando mediamente elevati - hanno registrato significativi ritracciamenti verso il basso. La positiva dinamica dei profitti ha a lungo evitato che il settore andasse incontro a una correzione, ma crescono le perplessità degli investitori in termini prospettici. Si assiste in effetti a un sostanziale consolidamento delle criticità a suo tempo da noi individuate: - Circolarità profitti-finanziamenti A luglio il WSJ ha fatto trapelare la notizia di un accordo in fase di elaborazione tra OpenAI e Nvidia, in base al quale l'azienda di Jensen Huang si impegnerebbe a fornire fino a 250 miliardi di garanzia per l'investimento di Open AI in un datacenter da 10 GW in Ohio (2). È questo un pattern ormai ben noto al

settore: aziende impegnate nello sviluppo di modelli IA come OpenAI comprano cloud e capacità computazionale da imprese quali Oracle e CoreWeave; Oracle e CoreWeave comprano GPU Nvidia; Nvidia investe o garantisce clienti e partner; OpenAI riceve o concede esposizioni azionarie a fornitori come Nvidia e AMD - Insufficienza dei fondi propri Il consensus degli analisti attorno alla sostenibilità dei capex degli hyperscaler appare in fase di ricalibrazione: se in un primo momento equity e free cash flow sembravano sufficienti a garantire la realizzazione dei progetti di investimento, diverse analisi oggi sottolineano una significativa sottostima dei costi, con pesanti conseguenze sul lato dei profitti. Secondo un numero crescente di analisti, infatti, i free cash flow dovrebbero scendere in territorio negativo - a livello aggregato degli hyperscaler - già nel 2026, tornando sopra lo zero solo nel 2028. Coerentemente con questa dinamica, cresce il ricorso al debito: nel 2025 - riporta

Reuters - le emissioni di bond corporate dei cinque maggiori hyperscaler hanno raggiunto i 121 miliardi, contro una media annua di 28 tra 2020 e 2024 (3). Non solo: secondo gli analisti di Goldman Sachs, queste cifre lieviteranno ulteriormente fino a 250 miliardi (+107%) nell'anno corrente e a 400 (+60%) nel 2027 (4). Il rischio che alcune delle aziende coinvolte non riescano ad onorare i propri impegni appare così sempre più concreto, come evidente dall'aumento dei costi di assicurazione contro il loro default. Punto 3: le aziende driver del cambiamento tecnologico I ritracciamenti dei titoli azionari dell'ecosistema IA Usa negli ultimi mesi hanno interessato anche quelle società che, a prima vista, non potranno che beneficiare dei programmi di spesa degli hyperscaler. Tra queste in primis Nvidia, le cui azioni hanno raggiunto un picco il 14 maggio a 236,54 \$, per poi scendere fino a quota 200 al 31 luglio (-15%). La stessa dinamica ribassista ha coinvolto anche l'indice Kospi coreano, centrale per il mercato globale di chip e semiconduttori. Nonostante l'irrinunciabilità di questi prodotti, di cui Samsung Electronics e SK Hynix sono tra i maggiori produttori mondiali, dopo alcuni mesi

di straordinaria crescita l'indice ha perso circa il 40% del proprio valore, ed è tutt'oggi di oltre il 30% al di sotto del picco del 22 giugno. Punto 4: la concorrenza internazionale Con il rilascio di Deepseek-R1 a gennaio dello scorso anno la Cina aveva già dimostrato di poter competere con gli Usa nella corsa all'IA. Ciò che negli ultimi mesi ha lasciato stupiti analisti e investitori è la rapidità con cui le imprese cinesi stanno realizzando progressi significativi, tanto sul lato tecnologico quanto su quello commerciale. - Lato tecnologico Il 28 luglio 2026 Reuters ha riportato la notizia che la Cina sarebbe pronta a produrre in massa macchine litografiche DUV (Deep Ultraviolet) sviluppate in autonomo (5). Ciò avvicina notevolmente il Paese, in prospettiva, alla piena autonomia dalle forniture occidentali - in primis dell'olandese ASML - di macchine per la produzione di microchip. Sempre a luglio, poi, la cinese Moonshot AI ha rilasciato il proprio modello Kimi-K3. Le prestazioni di quest'ultimo - anche a giudizio di analisti indipendenti ed esterni alla Cina - sono vicine a quelle dei modelli di frontiera statunitensi e difficilmente possono essere state ottenute tramite

'distillazione' da modelli di matrice Usa (6). In quanto open-weight, inoltre, Kimi-K3 offre indubbi vantaggi in termini di contenimento dei costi e trasparenza nell'utilizzo. - Lato commerciale I progressi realizzati sul piano strettamente tecnico - uniti alla perdurante scelta strategica di mantenersi entro un paradigma di innovazione open-source o open weight - sembrano dando frutti sul piano commerciale. Si pensi, per esempio, all'utilizzo dei token (unità di testo elaborata dal modello) su una piattaforma ampiamente utilizzata da aziende e programmatori come OpenRouter: negli ultimi mesi oltre il 50% dei token utilizzati sulla piattaforma era da ricondursi a modelli cinesi, contro una percentuale trascurabile ancora a gennaio 2025. Ciò, non significa che la Cina sia giunta a detenere la fetta più grande del mercato IA globale, ma è un chiaro segno di come tali modelli siano ormai pienamente capaci di fare concorrenza a quelli statunitensi. Un'ulteriore conferma si ricava dal settore dei semiconduttori. Apple, per esempio, ha recentemente aperto trattative con la cinese CXMT, produttrice di microchip per la memoria nei dispositivi digitali (7).

Quest'ultima è stata recentemente protagonista di un'IPO da record sulla borsa di Shanghai, con un rialzo del 466% il primo giorno di quotazione e senza profonde correzioni nelle giornate successive. Risultati tanto positivi, in effetti, rendono manifesto un crescente interesse da parte degli investitori internazionali per l'ecosistema high tech cinese, anche solo in funzione di diversificazione rispetto agli affollati mercati statunitensi. Conclusioni: lo spillo cinese bucherà la bolla americana? La principale novità rispetto allo scenario che avevamo delineato nella nostra precedente ricerca è la rapidità con cui la Cina sta colmando il proprio gap nell'ecosistema IA rispetto agli Stati Uniti. La questione non si esaurisce in un tema di performance dei modelli, ma riguarda soprattutto il rapporto tra prestazioni e costi. A quasi quattro anni dal lancio di Chat GPT e a fronte di centinaia di miliardi già spesi in investimenti, all'IA sono oggi richiesti ritorni concreti in termini di efficienza dei processi aziendali, di produttività e, in ultima analisi, di profittabilità. Gli elevati costi di sviluppo e addestramento, tuttavia, fanno sì che questo esito sia tutt'altro che scontato, tanto per gli hyperscaler

quanto per le aziende che dell'IA intendono servirsi nel proprio business. Il crescente utilizzo di modelli cinesi è la conseguenza di tale dinamica: salvo che per i compiti più complessi, imprese occidentali come Airbnb, Uber Eats, Siemens e Coinbase - per citare alcuni nomi celebri - sembrano preferire le più economiche IA cinesi per gran parte delle attività, potendo contare su un livello qualitativo comunque relativamente elevato (8). È uno scenario preoccupante per le grandi compagnie tecnologiche Usa, che rischiano non solo di perdere quote di mercato ma soprattutto di vedere il rendimento prospettico dei propri investimenti ridursi drasticamente. È questa, del resto, una dinamica tipica di ogni ciclo di innovazione tecnologica, come avevamo sottolineato nel nostro precedente studio: con il tempo, la concorrenza conduce ad un abbassamento dei costi della nuova tecnologia, che diviene a tutti gli effetti una nuova 'condizione di partenza' per tutte le imprese del sistema produttivo considerato. La Cina, come evidente dal programma 'AI+' all'interno dell'ultimo Piano Quinquennale 2026-2030, mira esplicitamente a tale esito di diffusione dell'IA su vasta scala e a prezzi

contenuti (9). Se il successo di questa strategia dovesse consolidarsi e l'utilizzo dei modelli cinesi diffondersi anche in Paesi terzi e negli stessi Stati Uniti, le Big Tech statunitensi si troverebbero in difficoltà nel giustificare in termini di profittabilità futura gli investimenti da centinaia di miliardi finora sostenuti. A ben vedere, le preoccupazioni che negli Stati Uniti diversi tra funzionari pubblici e stakeholder del settore stanno manifestando in relazione al tema della sicurezza dei modelli cinesi possono essere lette anche in questa chiave: è evidente, infatti, che misure protezionistiche giustificate in base a considerazioni di sicurezza nazionale potrebbero consentire ai giganti Usa del settore di conservare più a lungo il potere di mercato attualmente detenuto. Esiste però la fondata possibilità che la rendita oligopolistica così garantita finisca d'altra parte per danneggiare nel più lungo periodo il mantenimento dell'hedge tecnologico da parte delle stesse imprese statunitensi, disincentivando l'innovazione. In ogni caso, la presenza di uno scenario competitivo più affollato di quello ipotizzabile anche solo un anno fa rende verosimili nuovi ribassi sui

listini azionari tecnologici a stelle e strisce. È del pari probabile che gli investitori che intendono continuare a puntare sullo sviluppo dell'IA e delle nuove tecnologie riservino maggiore attenzione alle borse cinesi (Cina continentale e Hong Kong), le quali vedranno in effetti una crescita delle IPO di imprese tecnologiche e l'affermarsi di attori high tech di standing internazionale. * U.O. Studi e Marketing Strategico Direzione Comunicazione, Studi e Innovazione Digitale Banca del Fucino Note: 1 Banca del Fucino, IA: bolla o non bolla?, Dicembre 2025, 12/20251203_Flash_IA-Bolla-o-non-Bolla_DEF.pdf 2 A. Gardizy, A. Ramkumar, C. Driebusch, Nvidia in Talks With OpenAI to Guarantee \$250 Billion Financing for Data Center, Wall Street Journal, July 26, 2026. 3 M. Tracy, Analysts revise AI hyperscaler debt forecasts after Amazon bond sale, Reuters, March 17, 2026. 4 P. Murugaboopathy, Hyperscaler debt binge pushes yields up as investor demand cools, Reuters, July 29, 2026 5 F. Potkin, EXCLUSIVE: China starts production of home-grown immersion DUV chipmaking tools, source says, Reuters, July 28, 2026. 6 S. Ghaffary, OpenAI president

says Kimi K3 'pretty good', unsure if distilled, Bloomberg, July 22, 2026. 7 Apple in pressing su Trump per via libera all'acquisto di chip dalla cinese Cxmt. Revocato il blocco su Mythos, Il sole 24 ore, 27 giugno 2026. 8 D. Levi, Western companies are quietly switching to Chinese AI models as US frontier AI prices rise, TechStartUps, June 29, 2026. 9 W. Chang, China's 'AI+' drive aims for integration across sectors: a wake-up call for Europe, Mercator Institute for China Studies, October 2, 2026.