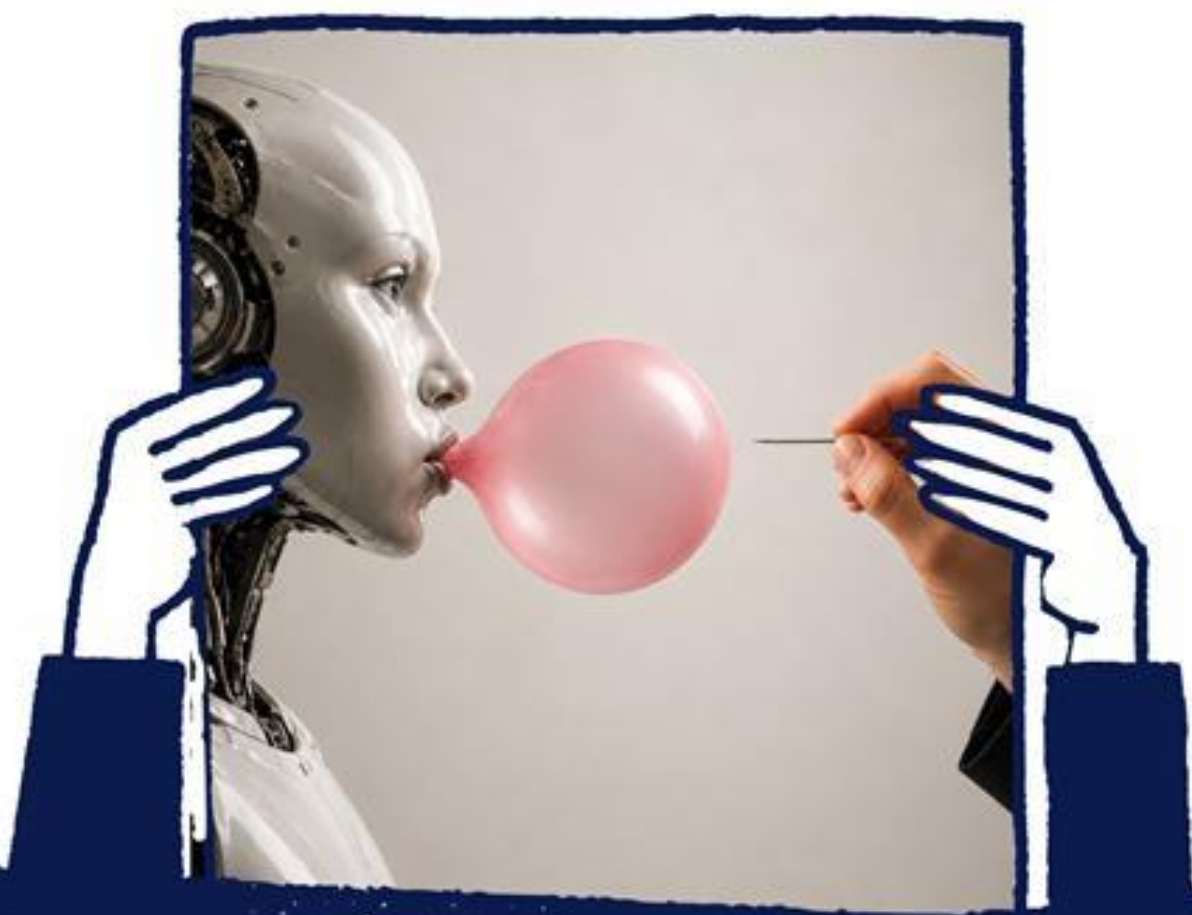


AGOSTO 2026

FUCINO FLASH

IA: LA BOLLA E LO SPILLO



Banca del Fucino

FUCINO FLASH

IA: LA BOLLA E LO SPILLO

Lo scorso dicembre abbiamo realizzato uno studio dedicato all'ecosistema IA statunitense e alle elevate quotazioni raggiunte dai relativi titoli azionari¹. Queste le nostre conclusioni di allora:

- 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.

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 macrotrendenze.

Punti 1-2: quotazioni e utili

	Delta sul picco	Data del picco	PE Ratio giugno 2026
Nvidia	-7%	14/05/2026	30,74
Meta	-25%	10/08/2025	22,23
Amazon	-4%	03/08/2026	21,9
Alphabet	-8%	13/05/2026	17,97
Microsoft	-5%	19/10/2025	27,85
Apple	-9%	29/07/2026	35,87
Tesla	-34%	14/12/2025	295,86
Oracle	-54%	14/09/2025	24,61
AMD	-16%	30/06/2026	125,78
Palantir	-22%	26/10/2025	138,27
Coreweave	-54%	15/06/2025	-

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.

¹ Banca del Fucino, *IA: bolla o non bolla?*, Dicembre 2025, https://bancafucino.it/sites/default/files/2025-12/20251203_Flash_IA-Bolla-o-non-Bolla_DEF.pdf

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**

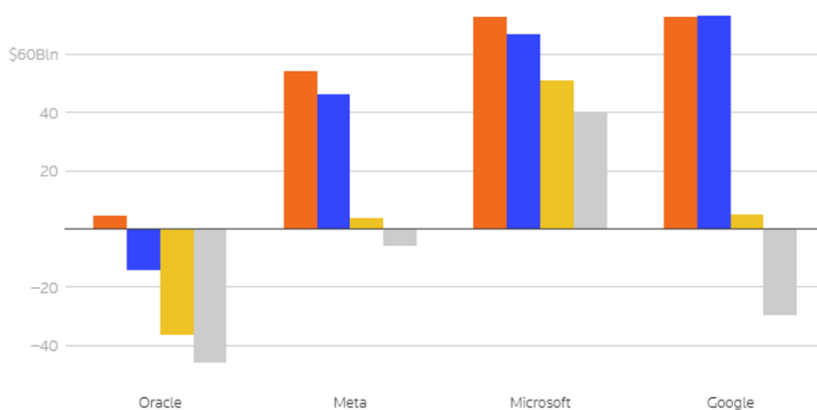
A luglio il WSJ ha fatto trapelare la notizia di un accordo in fase di elaborazione tra OpenAI e Nvidia, in base al quale l'azienda di Jensen Huang si impegnerebbe a fornire fino a 250 miliardi di garanzia per l'investimento di Open AI in un datacenter da 10 GW in Ohio². È questo un pattern ormai ben 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.

Big Tech's free cash flow is evaporating quickly from AI spending

● 2024 ● 2025 ● 2026 ● 2027



Note: Calendar year for all, analyst estimates for 2026 and 2027

Source: LSEG | R. Cyran | July 27, 2026

Reuters Breakingviews

Fonte: K. Kwok, *Cloudmaxxing sucks Nvidia into dangerous game*, Reuters Breaking Views, July 27, 2026.

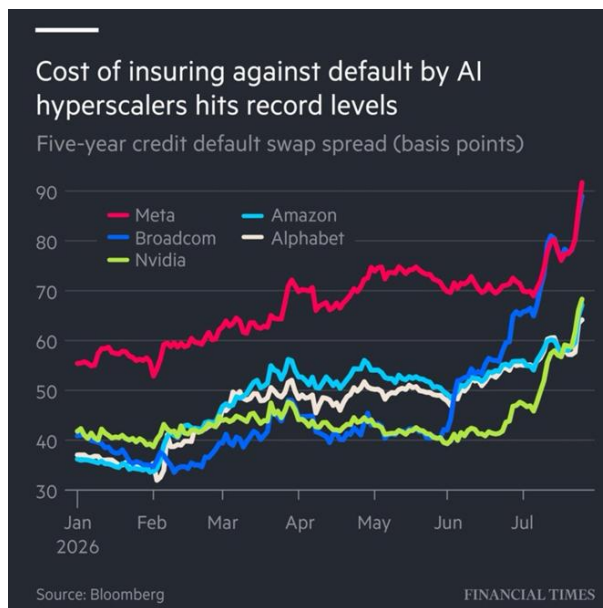
Coerentemente con questa dinamica, **cresce il ricorso al debito**: nel 2025 – riporta Reuters – le emissioni di bond corporate dei cinque maggiori hyperscaler hanno raggiunto i 121 miliardi, contro una media annua di 28 tra 2020 e 2024³. Non solo: secondo gli analisti di Goldman Sachs, queste cifre lieviteranno ulteriormente fino a 250 miliardi (+107%) nell'anno corrente e a 400 (+60%) nel 2027⁴. Il rischio che alcune delle aziende coinvolte non riescano ad onorare i propri

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.

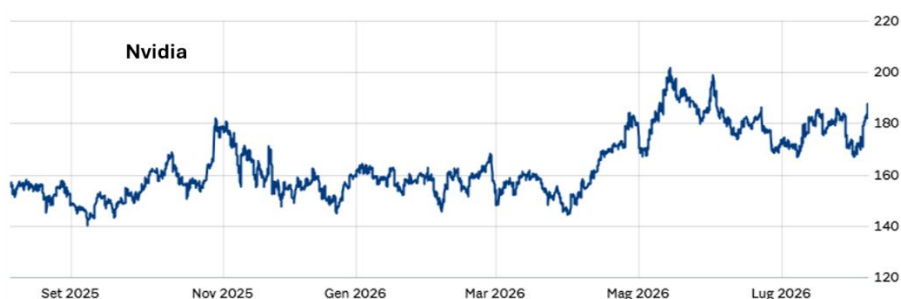
⁴ P. Murugaboopathy, *Hyperscaler debt binge pushes yields up as investor demand cools*, Reuters, July 29, 2026.

impegni appare così sempre più concreto, come evidente dall'aumento dei costi di assicurazione contro il loro default.

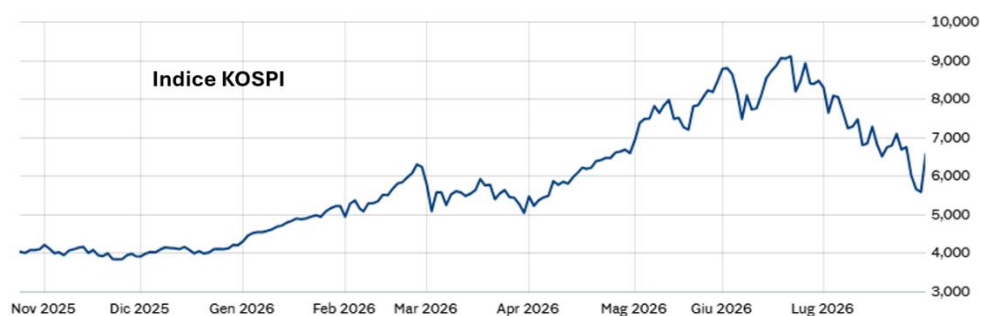


Punto 3: le aziende driver del cambiamento tecnologico

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 autonomo⁵. 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 Usa⁶. In quanto *open-weight*, inoltre, Kimi-K3 offre indubbi vantaggi in termini di contenimento dei costi e trasparenza nell'utilizzo.

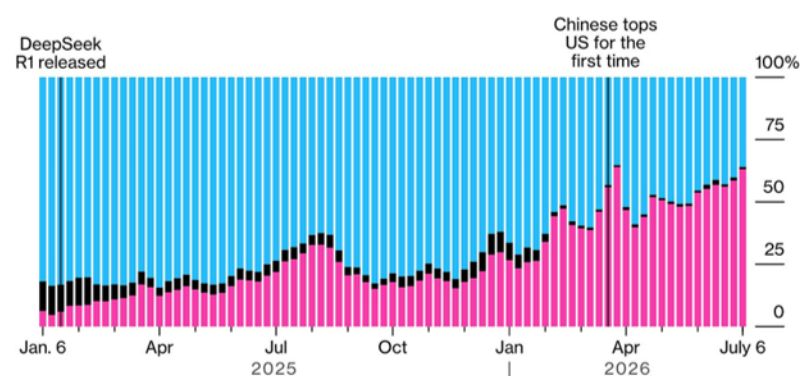
- Lato commerciale

I progressi realizzati sul piano strettamente tecnico – uniti alla perdurante scelta strategica di mantenersi entro un paradigma di innovazione *open-source* o *open weight* – sembra stiano 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.

Chinese Models Topped US Peers in Token Usage on OpenRouter

Weekly global token share by the country of a model's developer

■ China ■ Others ■ US



Source: OpenRouter

Fonte: Bloomberg

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.

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 digitali⁷. 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 elevato⁸.

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

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.

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 **maggior 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.

Autori: Vladimiro Giacché, Michele Tonoletti
U.O. Studi e Marketing Strategico
Direzione Comunicazione, Studi e Innovazione Digitale
Banca del Fucino
Dati aggiornati al 5 agosto 2026

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.