ORBITA

OSSERVATORIO DI INTELLIGENCE ECONOMICA · OPENINDUSTRIA

TELEMETRIA

Quaderno tecnico di stress test e scenario

CODICE	CLASSE	DATI AL	EDIZIONE	DISTRIBUZIONE
TLM-01/E · 2026	Stress test · scenario	06.11.2026	Estesa · Novembre 2026	Versione pubblica

BIG TECH · INFRASTRUTTURA AI · CREDITO · ENERGIA · ITALIA

AI Capex Stress Test

EDIZIONE ESTESA · AGGIORNATA ALLE TRIMESTRALI DI OTTOBRE

Ad agosto lo stress test chiedeva che cosa sarebbe successo se il ritorno sugli investimenti in intelligenza artificiale fosse slittato di 18 mesi. Tre mesi dopo, tre hyperscaler su quattro hanno chiuso il trimestre con free cash flow negativo, Oracle ha invocato la forza maggiore su un campus Stargate per ritardi energetici e il Nasdaq ha avuto la peggiore seduta da anni. Questa edizione rifà i conti e misura quanto dello scenario è già in corso.

PARAMETRI DEL TEST	TLM-01/E · P
SHOCK	Il pieno ritorno sugli investimenti AI slitta di 18 mesi, dalla finestra 2026-2027 al 2027-2028
VINCOLO	Le Big Tech mantengono i piani di spesa già contrattualizzati (confermato dalle guidance di ottobre)
PERIMETRO	Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Oracle; Nvidia; neocloud; laboratori puri (OpenAI, Anthropic)
NOVITÀ	Cassa e debito · ammortamenti · componenti · neocloud · rete PJM · macro USA · Cina · Italia · schede per società · monitoraggio
NATURA	Esercizio di logica di scenario, non previsione: a nessuna traiettoria è assegnata una probabilità

R-01 · CAPEX 2026

720–740 mld $

Guidance dei quattro hyperscaler dopo le trimestrali di ottobre, contro ~410 nel 2025

R-02 · FCF AMAZON TTM

–42,4 mld $

Ultimi dodici mesi a settembre; era –7,6 a giugno

R-03 · EMISSIONI IG

218 mld $

Obbligazioni dei cinque hyperscaler nel 2026 a inizio ottobre, oltre il doppio del 2025

R-04 · CDS ORACLE 5A

305 pb

Il 5 novembre, da 174 a metà aprile; rating BBB- da luglio

PREFAZIONE DI

Dott. Marco Pugliese

Presidente di OpenIndustria · ORCID 0009-0007-7518-4405

A CURA DI

Dott. Giovanni Gambino

Dott. Roberto Macheda

Orbita · Economic Analysis Unit

FONTI

Bilanci, autorità, mercati

Documenti SEC, FMI, BRI, PJM, Terna, call trimestrali · al 6 novembre 2026

Analisi di scenario a fini informativi, non costituisce consulenza finanziaria. · openindustria.com/orbita

P

PREFAZIONE

AUTORE
Marco Pugliese

RUOLO
Presidente di OpenIndustria

ORCID
0009-0007-7518-4405

Prefazione

Orbita nasce per osservare l'economia dove i numeri dei bilanci incontrano i vincoli del mondo fisico. Pochi temi lo mostrano meglio dell'intelligenza artificiale. Negli ultimi due anni il dibattito si è concentrato su cosa i modelli sanno fare; molto meno su quanto costano, su chi paga e su quando quel costo diventerà ricavo. Eppure è proprio lì che si gioca la partita: in una spesa di centinaia di miliardi di dollari l'anno che, per tradursi in utili, ha bisogno di elettricità, acqua, turbine e permessi, cioè di tutto ciò che si muove alla velocità dei cantieri e non a quella delle Borse.

Questo stress test non vuole indovinare il prezzo di un titolo né dire se siamo dentro una bolla. Prende un'ipotesi precisa, un ritardo di diciotto mesi nel ritorno degli investimenti, e ne segue le conseguenze con la meccanica dei bilanci: ammortamenti, multipli, leva, contratti. Ne escono una mappa di chi è più esposto e tre traiettorie possibili, costruite come esercizi di logica e non come previsioni. Il filo che le lega è semplice: a fare la differenza tra una fase di digestione e una crisi non è tanto la gravità dello shock, quanto la leva finanziaria dell'anello che colpisce per primo.

Per chi, come OpenIndustria, si occupa di cultura industriale, c'è anche una lezione più ampia. L'AI sta smettendo di essere solo software e sta diventando industria pesante, con i suoi tempi lunghi, le sue filiere e i suoi colli di bottiglia. Capirlo serve agli investitori, ma serve anche ai decisori pubblici e alle imprese europee e italiane, che di quella infrastruttura saranno clienti, fornitori o, se sapranno muoversi, protagonisti.

Marco Pugliese
PRESIDENTE DI OPENINDUSTRIA · ORBITA
ORCID orcid.org/0009-0007-7518-4405

NOTA ALL'EDIZIONE ESTESA

La prima edizione di TLM-01 usava dati al 13 agosto 2026. Questa edizione li aggiorna alle trimestrali di fine ottobre e ai fatti di mercato fino al 6 novembre, e aggiunge nuovi capitoli: la cassa trimestrale (§02), ammortamenti e vita utile (§03), filiera e prezzi dei componenti (§04), debito e finanza strutturata (§06), il caso dei neocloud (§07), il vincolo di rete nel mercato PJM (§08), la macroeconomia americana (§09), un quadro di monitoraggio che confronta lo scenario con i segnali osservati (§13), il capex cinese (§14), Europa e Italia (§15) e le schede per società (appendice B). Le parti di metodo, la tabella di sensibilità e la matrice delle traiettorie restano quelle della prima edizione, con le evidenze nuove annotate a margine.

Indice tecnico

INDICE

PAGINE
edizione estesa

REGISTRO
13 figure · 8 tabelle

SEZIONI

S	Sintesi in otto punti	4
§01	La scala del capex e la sua traiettoria	5
§02	La cassa: l'earnings trap nei flussi	6
§03	Ammortamenti e vita utile: il tempo contabile	7
§04	Filiera e inflazione dei componenti: capex no…	9
§05	Chi incassa il capex	10
§06	Il debito: dal cash flow al mercato	11
§07	Neocloud: la leva allo stato puro	13
§08	Il muro fisico: energia, rete, acqua	14
§09	Macroeconomia: un'economia su una gamba sola	16
§10	Stress test: l'earnings trap e il bivio	17
§11	Sensibilità e movimenti osservati	18
§12	Dopo la correzione: tre traiettorie	19
§13	Quadro di monitoraggio: dove siamo	21
§14	Cina: l'altro capex	22
§15	Europa e Italia: la stessa coda, in piccolo	23
§16	Conclusioni: dal software all'industria pesan…	25
B	Schede di telemetria per società	26
A	Metodo, fonti e glossario	28

REGISTRO FIGURE E TABELLE

F-01	Guidance capex 2026 nel corso dell'anno	§01
T-01	Capex 2026 e intensità sui ricavi	§01
F-02	Alphabet: free cash flow trimestrale	§02
T-02	Cassa del terzo trimestre 2026	§02
F-03	Ammortamento annuo della coorte di server 202…	§03
T-03	Vita utile di server e reti nei bilanci	§03
F-04	Quota della memoria nel capex degli hyperscal…	§04
F-05	Emissioni obbligazionarie degli hyperscaler	§06
F-06	CoreWeave: dai ricavi alla perdita, secondo t…	§07
F-07	PJM: prezzo della capacità per anno di conseg…	§08
F-08	Vincoli fisici: tre misure	§08
F-09	Contributo di apparecchiature per l'elaborazi…	§09
F-10	Traiettoria del multiplo P/E nello scenario d…	§10
F-11	Rischio sul prezzo nel Bivio A	§11
T-04	Esposizione per società e movimenti osservati	§11
T-05	Matrice delle tre traiettorie	§12
T-06	Innesco energetico · lo stesso evento, due es…	§12
T-07	Quadro di monitoraggio	§13
F-12	Capex AI dei quattro maggiori gruppi cinesi	§14
F-13	Italia: richieste di connessione a Terna per…	§15
T-08	Programmi di data center dichiarati di intere…	§15

COME LEGGERE QUESTO QUADERNO TLM · M

Ogni sezione ha a sinistra una colonna di servizio con il codice, gli indicatori usati e le fonti. Le cifre societarie provengono dai documenti depositati o dalle call trimestrali; quando una cifra viene da stampa o da analisti è indicato nella nota. I valori di *run rate* dei laboratori sono proiezioni annualizzate e non ricavi contabilizzati. Le stime di sensibilità sono ipotetiche, elaborate ai fini dell'esercizio, e non vanno confrontate in modo diretto con i movimenti di Borsa osservati, che hanno orizzonti e cause diversi. Il segno ◆ AGG. indica un contenuto nuovo rispetto all'edizione di agosto.

S

SINTESI

LETTURA
Fase 1 in corso nei flussi di cassa; primi segnali di bivio sui nomi a leva

DATI AL
6 novembre 2026

Sintesi in otto punti

01 **Il capex non rallenta.** Dopo le trimestrali di fine ottobre le guidance 2026 dei quattro hyperscaler sommano 720-740 miliardi di dollari, contro circa 410 nel 2025. Nessuno ha tagliato i piani: Microsoft ha limato la stima a circa 170 miliardi per ritardi nelle consegne di capacità di terzi, non per minore domanda; Alphabet segnala un aumento significativo nel 2027.

02 **La Fase 1 è nei flussi di cassa.** Nel terzo trimestre il free cash flow è stato negativo per Alphabet (−9,1 miliardi), Meta (−2,1) e Amazon, che sui dodici mesi è a −42,4. Solo Microsoft resta positiva (18,6, −27%). L'*earnings trap* ipotizzata ad agosto si vede prima nella cassa che negli utili.

03 **Un terzo del capex passa dal debito.** Goldman Sachs stima che circa un terzo della spesa 2026 sia finanziato a debito; le emissioni investment grade dei cinque hyperscaler hanno superato i 218 miliardi a inizio ottobre, oltre il doppio del 2025, e gli spread sulle emissioni legate all'AI viaggiano intorno a 115 punti base contro 78 del mercato IG.

04 **Oracle resta l'anello più fragile.** Rating BBB- da luglio, backlog di 664 miliardi concentrato su OpenAI, forza maggiore notificata sul campus Stargate in New Mexico, un secondo piano di raccolta da 20 miliardi depositato il 2 novembre, CDS a 305 punti base: tutti i segnali dello schema sono accesi.

05 **I ricavi crescono, ma su un'altra scala.** Azure +48%, Data Center Nvidia a 89 miliardi nel trimestre, laboratori con run rate fra 50 e oltre 80 miliardi. La revisione del run rate di OpenAI da circa 70 a circa 50 miliardi ricorda che queste cifre sono definizioni, non incassi.

06 **Il vincolo fisico ha prodotto il primo caso reale.** Il meccanismo dell'innesco energetico descritto ad agosto (T-06) si è materializzato in forma lieve: Oracle ha notificato la forza maggiore su Project Jupiter (2,45 GW) per ritardi su gasdotto e permessi. Nel mercato PJM l'ultima asta di capacità ha chiuso al tetto di prezzo con 6,6 GW di ammanco.

07 **Il mercato ha iniziato a prezzare il ritardo.** Il 5 novembre il Nasdaq Composite ha perso il 5,5% e il Nasdaq 100 il 6,4%, l'indice dei semiconduttori il 12,2%, Nvidia il 9,3%. L'innesco è stato regolatorio-politico, ma il credito investment grade è rimasto ordinato: è il profilo dello Scenario 2, con l'eccezione dei nomi a leva.

08 **Italia: la stessa coda, in piccolo.** Le richieste di connessione a Terna per data center sono circa 95 GW, a fronte di circa 146 GW di potenza di generazione installata nel Paese. Per l'industria italiana l'opportunità sta nella filiera fisica (elettromeccanica, cavi, impiantistica, energia) più che nel capex in sé; il rischio è la saturazione speculativa della rete.

LETTURA DI SCENARIO AL 6 NOVEMBRE 2026 S · L

Gli hyperscaler mostrano i tratti della Fase 1 (utili e cassa compressi, spesa invariata) e i primi segnali compatibili con la **Correzione contenuta** (S2): disciplina comunicativa, credito ordinato, domanda finale solida. Sull'anello a leva (Oracle e neocloud) si osservano invece elementi della **Fase 0 della Crisi grave** (S1): costo del debito in salita, forza maggiore su un asset chiave, ribasso azionario superiore alla banda media. Lo scenario non assegna probabilità: il quadro di monitoraggio (§13) indica quali segnali farebbero pendere la bilancia.

§01

SCALA

INDICATORI
Guidance capex 2026, capex/ricavi

FONTI
[1] BRI
[2] Società
[6] CreditSights

◆ AGG.

La scala del capex e la sua traiettoria

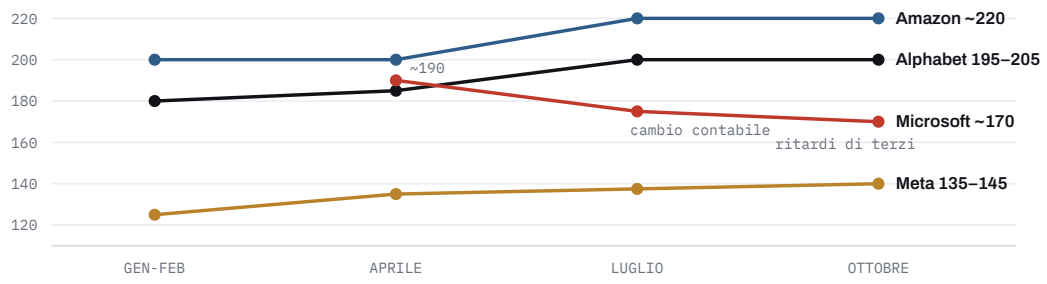
Nel corso del 2026 le guidance di spesa degli hyperscaler sono state riviste quasi sempre al rialzo. Amazon è passata da circa 200 a circa 220 miliardi di dollari, Alphabet da 175-185 a 195-205, Meta da 115-135 a 135-145. Microsoft è l'unica in calo, ma per ragioni tecniche: prima un cambio contabile sulla vita utile degli immobili, che ha spostato parte dei leasing fuori dal capex, poi ritardi nelle consegne di capacità da fornitori terzi. Dopo le trimestrali di fine ottobre il totale si colloca fra 720 e 740 miliardi, circa il 78% in più dei ~410 del 2025[2].

La Banca dei Regolamenti Internazionali stimava a giugno oltre 1.000 miliardi di investimenti AI nel biennio 2025-2026 per Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft e Oracle[1]: la soglia è superata. Più dell'importo assoluto conta il rapporto con i ricavi. Secondo le stime CreditSights il capex 2026 vale circa l'86% delle vendite per Oracle, il 54% per Meta, il 47% per Microsoft, il 46% per Alphabet e il 25% per Amazon[6]: livelli da industria pesante, non da software. Il capitale viaggia alla velocità dei mercati finanziari, l'infrastruttura alla velocità con cui si stendono cavi ad alta tensione e si costruiscono centrali: in questo differenziale si annida il rischio di bilancio.

Guidance capex 2026 nel corso dell'anno

F-01

Miliardi di dollari, punto medio dell'intervallo dichiarato a ciascuna trimestrale



Fonte: comunicati e call trimestrali delle società (gennaio-ottobre 2026) [2]. Per Microsoft dato su anno solare, incluse le locazioni finanziarie; per Meta incluse le quote capitale dei leasing finanziari. Totale a ottobre: 720-740 mld $ (somma degli estremi delle guidance).

Capex 2026 e intensità sui ricavi

T-01

Capex/ricavi: stime CreditSights per l'anno solare 2026 [6]. Capex Q3: dati societari [2][3][5]; Microsoft trimestre luglio-settembre (Q1 FY2027) incluse locazioni finanziarie.

SOCIETÀ	GUIDANCE 2026	CAPEX / RICAVI (STIMA)	CAPEX Q3 2026	SEGNALE SUL 2027
Amazon	~220 mld $	~25%	n.d. su base trimestrale	Guidance confermata il 29 ottobre; la società dichiara di restare a corto di capacità
Alphabet	195–205 mld $	~46%	51,4 mld $	Indicato un aumento significativo nel 2027
Microsoft	~170 mld $	~47%	45,2 mld $	Oltre 50 miliardi nel trimestre di dicembre; spesa in riaccelerazione nella seconda metà dell'esercizio
Meta	135–145 mld $	~54%	34,9 mld $	Range ristretto al rialzo il 21 ottobre
Oracle	~56 mld $ (FY26)	~86%	—	Guidance FY2027 di circa 70 miliardi (prima edizione); tetto di 20 miliardi di nuova raccolta FY27-FY30

§02

CASSA

INDICATORI
FCF trimestrale e TTM, OCF, capex

AVVERTENZA
Definizioni di FCF diverse per società

FONTI
[2] [3] [4] [5]

◆ AGG.

La cassa: l'earnings trap nei flussi

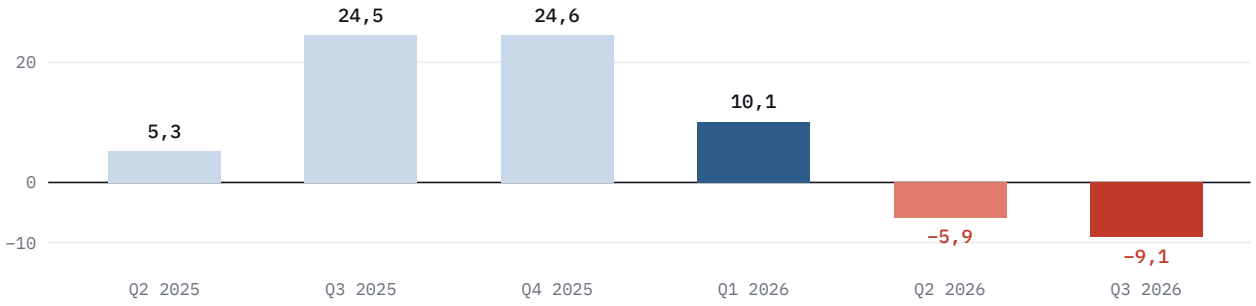
Lo stress test di agosto descriveva una Fase 1 in cui ammortamenti ed energia comprimono gli utili mentre la spesa resta invariata. I conti del terzo trimestre mostrano che il primo indicatore a cedere non è l'utile ma la cassa: per tre hyperscaler su quattro il capex ha superato il flusso di cassa operativo.

Alphabet ha generato 42,3 miliardi di cassa operativa e speso 51,4 miliardi in immobilizzazioni, con un free cash flow di −9,1 miliardi, il secondo trimestre negativo consecutivo dopo −5,9 a giugno; sui dodici mesi il FCF è sceso a 19,7 miliardi dai 73,3 del 2025[3]. Il dato trimestrale è appesantito anche da scorte di TPU e da un pagamento di 5,2 miliardi legato a una sanzione europea del 2018, ma la tendenza è netta. Meta ha chiuso il trimestre con 32,8 miliardi di cassa operativa, 34,9 di capex e FCF di −2,1 miliardi[5]. Amazon ha registrato sui dodici mesi un free cash flow di −42,4 miliardi, contro −7,6 a giugno, con ricavi e utili sotto le attese[4]. Microsoft resta positiva con 18,6 miliardi nel trimestre, in calo del 27%[4].

Alphabet: free cash flow trimestrale

F-02

Miliardi di dollari; FCF = cassa operativa meno spese in conto capitale (definizione della società)



Fonte: Alphabet, riconciliazione del free cash flow non-GAAP nei comunicati trimestrali depositati alla SEC (Form 8-K, Q1-Q3 2026) [3]. FCF TTM al Q3 2026: 19,7 mld $; cassa operativa TTM 179,6 mld $.

Cassa del terzo trimestre 2026

T-02

SOCIETÀ	CASSA OPERATIVA	CAPEX	FCF	NOTA
Alphabet	42,3 mld $	51,4 mld $	−9,1 mld $	Capex al 121% della cassa operativa; secondo trimestre negativo; titolo −10% dopo i conti
Meta	32,8 mld $	34,9 mld $	−2,1 mld $	Capex incluse quote capitale dei leasing; primo trimestre negativo
Amazon	—	—	−42,4 mld $ TTM	La società pubblica il FCF solo su dodici mesi; era −7,6 a giugno; titolo −6% dopo i conti
Microsoft	—	45,2 mld $	+18,6 mld $	FCF in calo del 27%; capex sotto le attese per ritardi di fornitori terzi

Il quadro conferma il primo anello della catena logica: la spesa è stata mantenuta, la cassa si è assottigliata, e il finanziamento si è spostato verso il mercato del debito e dei capitali. Alphabet nel trimestre ha emesso 28,7 miliardi di nuove obbligazioni[4]. Non c'è, per ora, un taglio dei piani: è il vincolo del test che regge.

§03

AMMORTAMENTI

INDICATORI
Vita utile server, D&A, capex/D&A

DOMANDA
Quando il capex diventa costo?

FONTI
[23]

◆ AGG.

Ammortamenti e vita utile: il tempo contabile

Lo stress test ruota attorno a una variabile di tempo: quanto ci mette il capex a produrre ricavi. Ce n'è una seconda, meno visibile, che decide quando lo stesso capex diventa costo a conto economico: la vita utile assegnata a server e apparati di rete. Più è lunga, più l'ammortamento annuo è basso e più l'utile riportato regge mentre la spesa accelera.

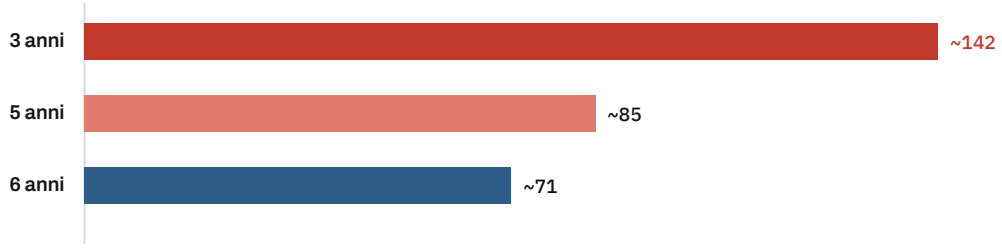
Fra il 2020 e il 2024 ogni modifica è andata nella stessa direzione. Microsoft è passata da quattro a sei anni dall'esercizio 2023, Alphabet da quattro a sei dal 2023, Amazon da cinque a sei nel 2024; Meta ha portato la maggior parte di server e reti a cinque anni e mezzo dal 2025, riducendo gli ammortamenti di 2,92 miliardi e aumentando l'utile netto di 2,59. Nell'anno del cambio ciascuna estensione ha aggiunto fra il 4 e il 5% all'utile netto. L'unica inversione è di Amazon, che dal 2025 ha riportato a cinque anni una parte dei server citando il ritmo dell'innovazione nell'intelligenza artificiale, con circa 1,4 miliardi di ammortamenti in più[23]. Microsoft, nel bilancio chiuso a giugno 2026, indica per server e reti un intervallo da due a sei anni.

Il dibattito si è acceso nel novembre 2025, quando l'investitore Michael Burry ha stimato in circa 176 miliardi, fra il 2026 e il 2028, la sottostima degli ammortamenti di Meta, Amazon, Microsoft, Alphabet e Oracle rispetto a una vita economica di due-tre anni coerente con i cicli di prodotto Nvidia, che rilascia una nuova architettura ogni 18-24 mesi. Un'analisi di sensibilità di JPMorgan stima che portare a tre anni la vita del capex recente in GPU e reti ridurrebbe l'utile per azione di circa il 6-7% per Amazon, Meta e Microsoft, del 6% per Alphabet e del 17% per Oracle[23].

Ammortamento annuo della coorte di server 2026 al variare della vita utile

F-03

Miliardi di dollari l'anno, ammortamento a quote costanti su circa 425 mld $ di capex in server degli hyperscaler



politica attuale: 5,5–6 anni · ciclo di prodotto GPU: 18–24 mesi

Valori a 3 e 6 anni: sensibilità JPMorgan riportata dalla stampa specializzata [23]; valore a 5 anni: elaborazione Orbita sulla stessa base (425/5).

Vita utile di server e reti nei bilanci

T-03

SOCIETÀ	VITA UTILE ATTUALE	ULTIMA MODIFICA	EFFETTO DICHIARATO NELL'ANNO DEL CAMBIO
Microsoft	2–6 anni	Da 4 a 6 anni (esercizio 2023)	−3,7 mld $ di ammortamenti; +3,0 mld $ di utile netto
Alphabet	6 anni	Da 4 a 6 anni (2023)	+3,0 mld $ di utile netto
Amazon	5–6 anni	Da 5 a 6 (2024), poi parte a 5 (2025)	2024: −3,2 mld $; 2025: +1,4 mld $ di ammortamenti
Meta	5,5 anni	Maggioranza della flotta a 5,5 (2025)	−2,92 mld $ di ammortamenti; +2,59 mld $ di utile netto
Oracle	6 anni	Estensione verso 6 anni	+0,57 mld $ di utile netto

IMPLICAZIONE PER LO STRESS TEST · ELABORAZIONE ORBITA §03 · S

Su un asset ammortizzato in cinque anni, un ritardo di 18 mesi consuma il 30% della vita utile prima del pieno ritorno; su sei anni, il 25%. Se nel frattempo esce una generazione di chip più efficiente, il valore economico dell'asset può scendere più in fretta del valore contabile. È il canale attraverso cui lo scenario passa dal conto economico allo stato patrimoniale: non con un taglio dei piani, ma con svalutazioni o con un accorciamento delle vite utili, come quello già deciso da Amazon. Un secondo hyperscaler che riduca la vita utile sarebbe un segnale da aggiungere al quadro di monitoraggio.

§04

FILIERA

INDICATORI
Prezzi DRAM e HBM, quota memoria nel capex, tempi di consegna

FONTI
[21] [24]

◆ AGG.

Filiera e inflazione dei componenti: capex non è capacità

Una parte della crescita del capex non compra capacità aggiuntiva ma paga prezzi più alti. A fine aprile Microsoft ha attribuito circa 25 miliardi del suo piano 2026, allora di circa 190 miliardi, al rincaro di memorie e altri componenti; Meta ha citato «prezzi dei componenti più alti, in particolare della memoria», insieme ai costi di terreni, energia e manodopera qualificata[24].

Il motore è la memoria. Secondo TrendForce i prezzi contrattuali della DRAM convenzionale sono saliti di circa il 95% sul trimestre precedente nel primo trimestre 2026 e di un ulteriore 58-63% nel secondo, con un rallentamento al 13-18% previsto per la DRAM server nel terzo. Nel secondo trimestre il fatturato mondiale della DRAM ha raggiunto 154,7 miliardi di dollari (+59,5% sul trimestre), di cui 75,6 dalla DRAM per server. La memoria ad alta banda (HBM) usata negli acceleratori assorbe ormai circa il 23% della capacità di wafer DRAM, sottraendo offerta al resto del mercato. SemiAnalysis stima che la memoria sia passata da circa l'8% del capex degli hyperscaler nel 2023-2024 a circa il 30% nel 2026[24]. Ai semiconduttori si aggiungono le strozzature dell'elettromeccanica: tempi di consegna fino a 156 settimane per i trasformatori ad alta tensione e di 5-7 anni per le turbine a gas[21].

Quota della memoria nel capex degli hyperscaler F-04

Percentuale del capex totale, stima



DRAM contrattuale: +~95% (Q1 2026) · +58–63% (Q2) · server +13–18% (Q3, previsione)

Fonte: SemiAnalysis (quota della memoria); TrendForce (prezzi contrattuali DRAM) [24].

Per lo stress test l'inflazione dei componenti ha due effetti. Il primo è che la stessa spesa nominale compra meno calcolo: una parte della distanza fra capex e ricavi non dipende dalla domanda ma dal prezzo di acquisto, e si trasferisce agli ammortamenti futuri. Il secondo è che in uno scenario di ritardo gli acquirenti restano legati ad asset pagati al picco del ciclo, mentre i produttori di memoria, che hanno aumentato la capacità, sono esposti a un'inversione del ciclo tipica del settore. Per l'Europa e l'Italia l'effetto più immediato è indiretto: la scarsità di memoria si trasmette ai prezzi di elettronica, automotive e apparecchiature industriali.

§05

MONETIZZAZIONE

MODELLI
B2B ricorrente
Indiretto
B2B a leva

ABILITATORI
Nvidia

LABORATORI
OpenAI, Anthropic

FONTI
[2] [7] [8] [11] [12]

Chi incassa il capex

Per valutare la qualità dei ricavi futuri bisogna scomporre i modelli di monetizzazione degli hyperscaler. Ne emergono tre, con profili di rischio strutturalmente diversi. Le trimestrali di ottobre li hanno resi più leggibili.

M-1 · B2B RICORRENTE

Microsoft, Amazon, Alphabet

Convertono capacità di calcolo in contratti B2B: API, servizi cloud, software come Copilot e Gemini. Azure, per la prima volta indicato in dollari, ha fatturato 33,2 miliardi nel trimestre (+48%), e Microsoft dichiara una domanda superiore all'offerta; il backlog commerciale era di 678 miliardi a giugno (+84%). Google Cloud ha più che raddoppiato le vendite[2].

PROFILO · VISIBILITÀ ALTA

M-2 · MONETIZZAZIONE INDIRETTA

Meta

Nessun servizio cloud AI venduto all'esterno: il capex rafforza i rendimenti pubblicitari e allarga i margini senza abbonamenti a carico dell'utente. È il modello meno esposto al ritardo sui contratti, ma il primo trimestre di FCF negativo mostra che anche la monetizzazione indiretta ha un limite di velocità[5].

PROFILO · INDIRETTO

M-3 · B2B A LEVA FINANZIARIA

Oracle

Stesso schema B2B, rischio diverso. Il backlog RPO è salito a 664 miliardi al 31 agosto; il contratto con OpenAI da circa 300 miliardi ne vale poco meno della metà e parte nel 2027. Capex a circa 56 miliardi nell'esercizio 2026 e free cash flow già negativo per oltre 23 miliardi[8].

PROFILO · LEVA TESA

Tra spesa e ricavo stanno gli abilitatori. Nvidia ha chiuso il trimestre a luglio con 96,2 miliardi di fatturato (+106%), 89,0 dal Data Center (+117%), e una guidance di 108 miliardi per il trimestre successivo; metà del fatturato Data Center viene dagli hyperscaler, l'altra metà da cloud AI, industria, imprese e governi[7]. È l'unico attore che converte oggi il capex altrui in ricavi liquidi certificati, e per questo è anche il primo a riflettere una pausa negli ordini.

I laboratori puri crescono a ritmi senza precedenti, ma le cifre vanno lette con cautela. L'8 ottobre Bloomberg e Axios hanno riportato per OpenAI un run rate di circa 50 miliardi, circa 20 in meno della cifra circolata a settembre, che era stata ricalcolata per gli investitori con il metodo di Anthropic, che include le vendite tramite partner cloud[11]. Anthropic, che il 26 ottobre ha depositato il documento di quotazione, era a 65 miliardi di run rate a fine luglio e, secondo il Wall Street Journal, sopra 80 a fine ottobre; nel secondo trimestre ha registrato 11,6 miliardi di ricavi e il primo utile operativo[12].

ORDINI DI GRANDEZZA · ELABORAZIONE ORBITA §05 · G

Sommando i run rate dei due maggiori laboratori si ottiene un ordine di grandezza di 130 miliardi l'anno, contro 720-740 miliardi di capex 2026 dei soli quattro hyperscaler. Le due grandezze non sono omogenee: il capex finanzia asset pluriennali che servono anche cloud tradizionale, pubblicità e servizi interni, e i ricavi AI degli hyperscaler non sono pubblicati separatamente. Il confronto serve solo a fissare la scala: perché la spesa si ripaghi nei tempi impliciti nelle valutazioni, i ricavi finali dell'AI devono crescere di diverse volte rispetto ai livelli attuali. È esattamente la distanza temporale su cui lavora lo stress test.

§06

DEBITO

INDICATORI
Emissioni IG, spread, CDS, leasing, private credit

ISTITUZIONI
FMI GFSR ott. 2026

FONTI
[8] [10] [13] [14] [15] [16] [19]

◆ AGG.

Il debito: dal cash flow al mercato

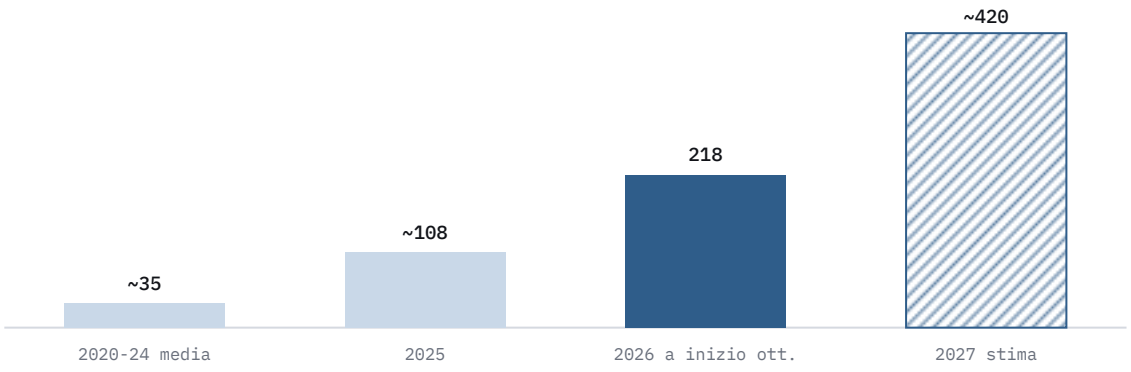
Fino al 2024 i grandi gruppi tecnologici finanziavano gli investimenti con la cassa operativa. Fra il 2020 e il 2024 i cinque hyperscaler emettevano in media circa 35 miliardi di debito l'anno; nel 2025 sono saliti a circa 93-108 miliardi a seconda del perimetro, e nel 2026 le emissioni investment grade avevano già raggiunto 218,1 miliardi a inizio ottobre[14].

Goldman Sachs stima che circa un terzo del capex 2026 sia finanziato a debito, contro il 27% del 2025, e conta quasi 500 miliardi di emissioni legate all'AI nell'intero ecosistema, di cui gli hyperscaler sono solo il 40%; per il 2027 prevede emissioni degli hyperscaler intorno a 420 miliardi. Il mercato ha assorbito l'offerta, ma a un prezzo: gli spread sulle emissioni AI si collocano intorno a 115 punti base contro 78 del mercato investment grade[13]. Accanto alle obbligazioni ordinarie crescono le strutture fuori bilancio: veicoli dedicati come quello creato da Blue Owl per il campus Meta da 2,1 GW in Louisiana, impegni di leasing che per gli hyperscaler si stimano intorno a 1.500 miliardi, oltre 200 miliardi di prestiti di private credit verso società legate all'AI[15].

Emissioni obbligazionarie degli hyperscaler

F-05

Miliardi di dollari; perimetri e fonti diversi, valori indicativi della tendenza



Fonti: Vanguard (media 2020-2024, cinque hyperscaler); Goldman Sachs Research (2025 e stima 2027); FTSE Russell (obbligazioni IG indicizzabili dei cinque hyperscaler al 2026, inizio ottobre) [13][14].

CASO ORACLE · L'ANELLO A LEVA §06 · O

Il 9 luglio S&P ha portato Oracle a BBB-, un gradino sopra il livello speculativo, indicando OpenAI come principale rischio di credito. Per finanziare i campus Stargate la società e i suoi partner hanno assemblato circa 72 miliardi di debito di progetto; il pacchetto da 16,3 miliardi per il sito di Saline Township, in Michigan, è stato ancorato da PIMCO per circa 10 miliardi dopo il ritiro delle banche statunitensi[10]. Il 28 ottobre, all'investor day, Oracle ha fissato un tetto di 20 miliardi di nuova raccolta per gli esercizi 2027-2030, metà azioni e metà debito; il 2 novembre ha depositato alla SEC la registrazione di 10 miliardi di azioni e 10 di obbligazioni, il secondo piano della stessa dimensione nell'anno[8]. Il 5 novembre i CDS a cinque anni hanno toccato 305 punti base, da 174 a metà aprile: livelli che un analista di S&P Global ha descritto come più coerenti con l'high yield che con un emittente BBB[19].

FMI · GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT · 13 OTTOBRE 2026 §06 · F

Il Fondo monetario ha indicato una correzione legata all'AI come uno dei tre «rischi salienti» per la stabilità finanziaria globale, insieme a un rialzo brusco dei rendimenti sovrani e a un grande attacco informatico. Gli hyperscaler valgono ora il 10% delle emissioni investment grade globali, contro meno dell'1% nel 2024. Il rapporto censisce quattordici accordi «circolari» dal 2023, in cui gli hyperscaler hanno fornito circa 300 miliardi di capitale e 650 di debito a società AI più deboli, che in cambio si sono impegnate per 1.400 miliardi di ricavi futuri verso gli stessi hyperscaler. In uno scenario illustrativo, un crollo degli investimenti AI con calo dei prezzi e condizioni finanziarie più strette ridurrebbe il PIL mondiale di circa l'1,1% entro il 2028[16]. È la stessa circolarità che la prima edizione richiamava a partire dalla BRI: ora ha una misura.

§07

NEOCLOUD

CASO
CoreWeave

INDICATORI
Backlog, debito, interessi, risultato operativo

FONTI
[20] [25]

◆ AGG.

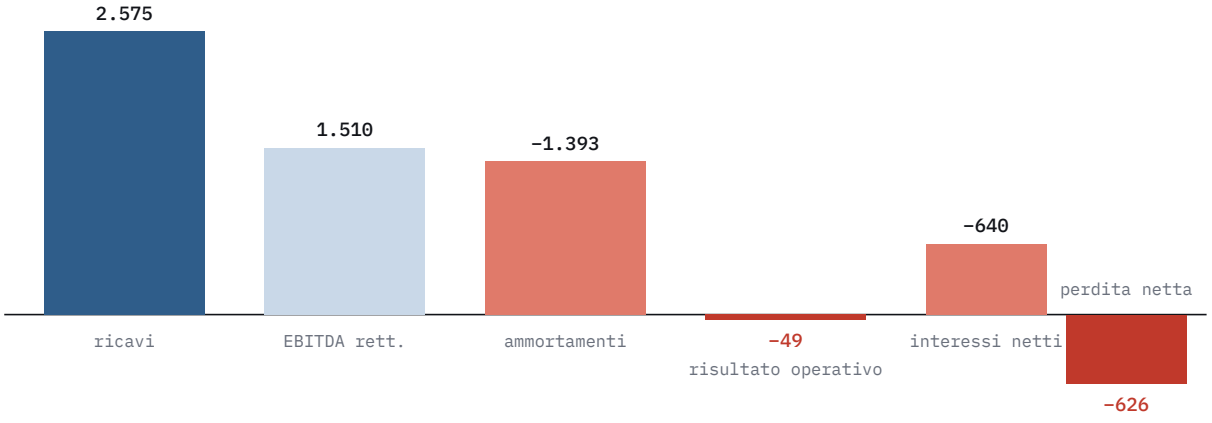
Neocloud: la leva allo stato puro

I neocloud affittano capacità GPU a laboratori e hyperscaler e la finanziano quasi interamente a debito. Sono il caso in cui la meccanica dello stress test si vede senza filtri: il risultato operativo è vicino al pareggio e il conto economico è dominato dagli interessi.

CoreWeave ha chiuso il secondo trimestre 2026 con ricavi di 2,58 miliardi di dollari (+112%) e un backlog di 104,2 miliardi (+246%). Il margine EBITDA rettificato è del 59%, ma dopo ammortamenti per 1,39 miliardi il risultato operativo è negativo per 49 milioni; con 640 milioni di interessi netti, più che raddoppiati in un anno, la perdita netta arriva a 626 milioni. Il debito era di circa 35 miliardi a fine giugno, di cui circa 10,6 in scadenza entro il 2027; nel solo trimestre la società ha investito 6,4 miliardi in impianti e ha indicato interessi fra 860 e 940 milioni per il trimestre successivo[25]. Il backlog si è diversificato verso Meta, OpenAI, Anthropic e Jane Street, ma nel 2025 Microsoft valeva circa due terzi dei ricavi.

CoreWeave: dai ricavi alla perdita, secondo trimestre 2026 F-06

Milioni di dollari



Fonte: CoreWeave, risultati del secondo trimestre 2026 (11 agosto 2026) e Form 10-Q [25]. EBITDA rettificato secondo la definizione della società; le voci non sono additive.

PERCHÉ CONTA PER LO SCENARIO §07 · L

Per un hyperscaler un ritardo di 18 mesi nella conversione del backlog è un problema di rendimento; per un neocloud è un problema di liquidità, perché gli interessi corrono a prescindere dai ricavi. Fra il 6 ottobre e il 6 novembre CoreWeave ha perso il 49,9% in Borsa e Nebius il 47,7%[20], un calo superiore a quello stimato per qualsiasi hyperscaler nel Bivio A. I neocloud sono anche un canale di contagio: sono clienti di Nvidia, fornitori dei laboratori e debitori di banche e fondi di private credit. La trimestrale di CoreWeave del 10 novembre è il primo appuntamento del calendario dei segnali.

§08

VINCOLI FISICI

VARIABILI
Interconnessione, capacità, turbine, nucleare, acqua, permessi

ALLERTA
NERC Livello 3 · 05/2026

FONTI
[9] [17] [18]

◆ AGG.

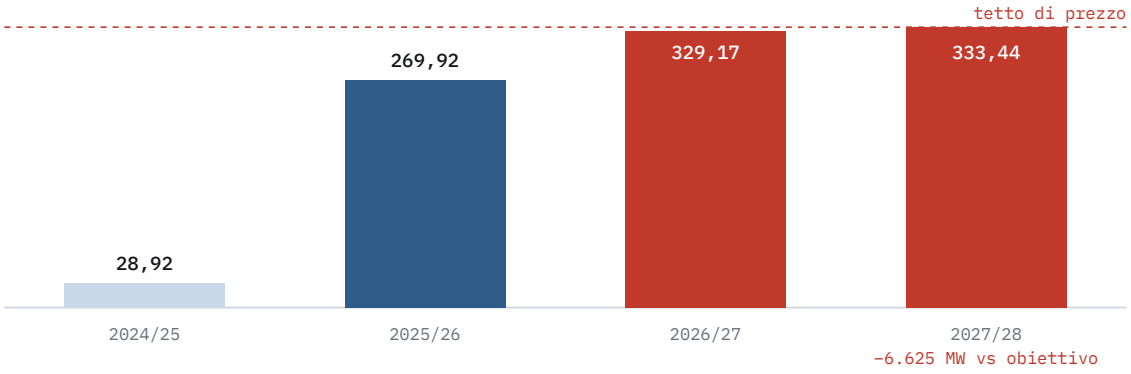
Il muro fisico: energia, rete, acqua

Il rischio di ritardo non nasce da carenza di domanda, che resta elevata, ma da barriere fisiche. Un data center cloud standard assorbe 30-50 MW; i nuovi poli per i modelli di frontiera sfiorano il gigawatt, il fabbisogno di una città media. La EIA ha portato la domanda elettrica USA a livelli record nel 2025 e nel 2026, dopo vent'anni di consumi piatti; le stime sul peso dei data center al 2030 vanno dall'8-12% al 9-17% del consumo nazionale. Nel maggio 2026 la NERC ha emesso un allarme di Livello 3, il massimo previsto, dopo episodi in cui oltre 1.000 MW di carico computazionale si sono staccati dalla rete in pochi secondi[18].

Il mercato elettrico PJM, che serve 67 milioni di persone dalla Virginia all'Illinois e ospita la maggiore concentrazione di data center al mondo, mostra il vincolo nei prezzi. Il prezzo della capacità è passato da 28,92 dollari per MW-giorno per il 2024/25 a 269,92 e poi al tetto di 329,17; l'ultima asta, per il 2027/28, ha chiuso di nuovo al tetto di 333,44 con 6.625 MW sotto l'obiettivo di affidabilità. Il costo dell'asta è salito a 16,4 miliardi; secondo il monitor indipendente di mercato, 6,5 miliardi sono attribuibili al carico dei data center, di cui 6,2 relativi a impianti non ancora costruiti[17].

PJM: prezzo della capacità per anno di consegna F-07

Dollari per MW-giorno, prezzo di chiusura dell'asta per la maggior parte delle zone



Fonte: PJM, risultati delle Base Residual Auction; Independent Market Monitor; Utility Dive; IEEFA [17].

Vincoli fisici: tre misure F-08

Rete, generazione a gas, nucleare dedicato. Barre a scala propria per ciascuna misura

M-01 · INTERCONNESSIONE USA

5–8 anni

attesa media · 2.600 GW in coda

progetti abbandonati ~80% — 100%

M-02 · TURBINE A GAS CC

80 GW

arretrato ordini vs ~30 GW/anno

produzione annua 30 — ordini 80 GW

consegne a 5-7 anni (erano 1-3)

M-03 · NUCLEARE BIG TECH

9,8 GW

impegnati in 13 accordi diretti

operativo ~2 GW — impegnato 9,8 GW

SMR non prima del 2032-2035

Dati della prima edizione (luglio-agosto 2026). Fonte: EIA, NERC, Utility Dive, EPRI, OilPrice.com, Axis Intelligence, comunicati societari [18].

PRIMO CASO REALE · PROJECT JUPITER, NEW MEXICO §08 · J

Il 24 settembre Bloomberg ha riportato che Oracle ha notificato una clausola di forza maggiore al developer di Project Jupiter, campus Stargate da 2,45 GW nella contea di Doña Ana, controllato da una società di Blue Owl. La notifica consentirebbe a Oracle di differire i pagamenti se il sito mancasse l'avvio previsto nel 2028 perché l'alimentazione non è pronta: il gasdotto dedicato ha subito blocchi autorizzativi e il permesso di qualità dell'aria per le celle a combustibile attende una decisione entro il 23 novembre. Oracle sostiene che il progetto resta nei tempi e Blue Owl che gli impegni finanziari non cambiano; il titolo ha comunque perso il 4%[9]. È, in forma lieve, la sequenza descritta nella tabella T-06: un vincolo fisico che entra nei contratti e da lì nel costo del capitale.

A questo si somma lo stress idrico: le GPU di nuova generazione richiedono raffreddamento a liquido e torri evaporative, e negli hub in aree siccitose le comunità locali contestano i permessi. Nel frattempo l'hardware già acquistato rischia di diventare uno *stranded asset* in attesa di allacciamento.

§09

MACRO

INDICATORI
Contributo alla crescita del PIL USA, quota sul PIL, concentrazione degli indici

FONTI
[16] [26] [27]

◆ AGG.

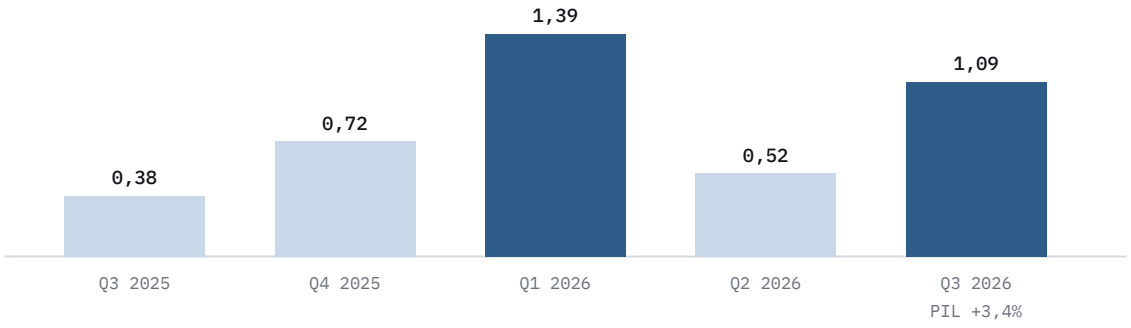
Macroeconomia: un'economia su una gamba sola

«Abbiamo un'economia che sta in piedi su una gamba sola, quella dell'AI»: così la direttrice del Fondo monetario Kristalina Georgieva il 13 ottobre[16]. La frase descrive il canale con cui uno shock sul capex passerebbe dai bilanci all'economia reale.

Nella contabilità nazionale americana non esiste una voce «intelligenza artificiale», e le stime dipendono dal perimetro. Sulla base delle tavole del Bureau of Economic Analysis, gli investimenti in apparecchiature per l'elaborazione dati e software hanno contribuito per 1,09 punti alla crescita annualizzata del 3,4% del terzo trimestre 2026, circa un terzo; nel primo trimestre il contributo era stato di 1,39 punti. Una parte rilevante di queste apparecchiature è importata: nello stesso trimestre le importazioni, trainate dai beni capitali, hanno sottratto 2,64 punti[26]. ING stima che AI e data center spieghino circa un terzo della crescita americana del 2026; Epoch AI calcola che data center, hardware e reti legati all'AI valessero circa lo 0,8% del PIL nel primo trimestre, portando l'infrastruttura di calcolo all'1,5% contro una media dello 0,7% nel 2015-2022; il Flossbach von Storch Research Institute colloca il contributo dell'AI alla crescita fra 0,45 e 0,94 punti[26].

Contributo di apparecchiature per l'elaborazione dati e software alla crescita del PIL USA F-09

Punti percentuali di crescita reale annualizzata, al lordo delle importazioni



Fonte: BEA, NIPA Table 1.5.2, elaborazione FourWeekMBA [26]. La voce include investimenti non legati all'AI; il contributo netto è inferiore per effetto delle importazioni.

Il secondo canale è finanziario. Le sette maggiori società tecnologiche americane hanno toccato a inizio giugno 2026 circa il 35% della capitalizzazione dell'S&P 500, il massimo nella storia dell'indice contro un precedente record intorno al 26% nel 1980 e nel 2000; a metà ottobre erano intorno al 34,8%[27]. Con questa concentrazione, una correzione dei titoli AI diventa una correzione dell'indice, e attraverso i fondi passivi e l'effetto ricchezza raggiunge i consumi delle famiglie. È il passaggio dalla Fase 2 alla Fase 4 della Crisi grave (S1), e il motivo per cui il FMI quantifica in circa l'1,1% del PIL mondiale l'impatto di uno scenario avverso al 2028.

LETTURA §09 · L

Il contributo del capex AI alla crescita americana è rilevante ma volatile: è sceso nel secondo trimestre e risalito nel terzo, e una quota importante si disperde in importazioni. Per lo scenario conta meno il livello e più la direzione: un rallentamento del capex toglierebbe crescita in modo immediato, mentre i benefici di produttività arrivano, se arrivano, con ritardo. È lo stesso sfasamento temporale dello stress test, trasferito dai bilanci al PIL.

§10

STRESS TEST

IPOTESI
ROI +18 mesi

FASE 1
Earnings trap

FASE 2
Bivio A / B

METRICA
P/E trailing

Stress test: l'earnings trap e il bivio

Ipotesi: il pieno ritorno sugli investimenti slitta di 18 mesi, dalla finestra 2026-2027 al 2027-2028, mentre le Big Tech mantengono i piani di spesa già contrattualizzati. L'effetto non sarebbe una svalutazione lineare ma una dinamica in due fasi guidata dalla meccanica dei bilanci.

Fase 1, earnings trap. Ammortamenti su GPU e data center, energia e raffreddamento comprimono gli utili senza nuovi ricavi AI a compensarli. Il prezzo tiene, sostenuto dai flussi passivi e dalla percezione di solidità. Risultato paradossale: il P/E sale da 28-35x a 40-50x. **Fase 2, il bivio.** Il mercato può capitolare sul prezzo (Bivio A), riportando il P/E verso 20-22x con correzioni del 20-35%; oppure pagare un premio di oligopolio (Bivio B), riconoscendo che il capex ha eliminato la concorrenza delle startup, spinte in un *cash crunch*, e tollerando multipli elevati sul dominio futuro dei sopravvissuti.

Traiettoria del multiplo P/E nello scenario di ritardo

F-10

Intervalli di P/E trailing per fase; valori stilizzati a fini illustrativi



Il meccanismo riguarda soprattutto il P/E trailing: un P/E forward incorpora in anticipo parte della revisione degli utili, attenuando ma non eliminando l'espansione. La soglia 20-22x è una media stilizzata; per titoli ad alta crescita la media di lungo periodo è spesso superiore.

C'è poi il rischio di obsolescenza contabile. GPU installate ma inattive per mancanza di energia o autorizzazioni possono arrivare a fine vita utile (tipicamente 4-5 anni) prima di aver generato la cassa prevista, costringendo i board a pesanti *impairment* a conto economico.

VERIFICA SUI DATI DI OTTOBRE §10 · V

Le trimestrali hanno mostrato la Fase 1 in una forma diversa da quella attesa: prima della compressione degli utili è arrivata quella della cassa, perché il capex si spende subito mentre gli ammortamenti entrano a conto economico nell'arco della vita utile. Alphabet ha comunque registrato un utile netto in calo a 26,2 miliardi da 35,0, su cui pesano anche perdite su partecipazioni[4]. Il punto di metodo è che il P/E trailing reagisce in ritardo rispetto al free cash flow: per la sorveglianza dello scenario conta più il rapporto fra capex e cassa operativa che il multiplo.

§11

SENSIBILITÀ

SCENARIO
Bivio A

BANDA
correzione media
−20/−35%

NATURA
stime ipotetiche, non consenso

FONTI
[4] [19] [20]

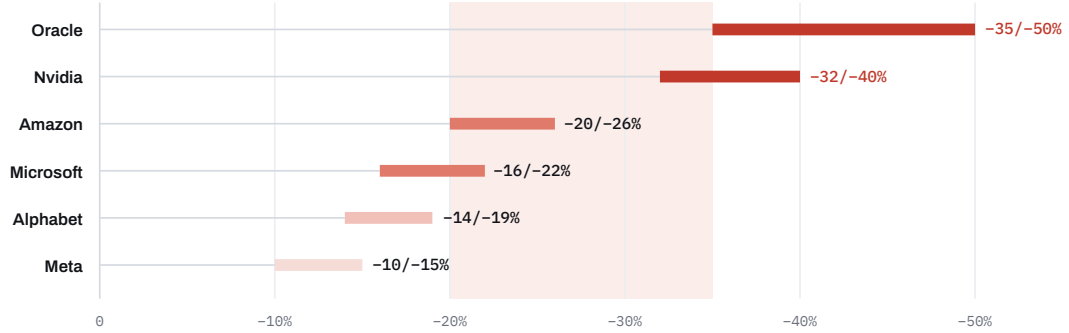
Sensibilità e movimenti osservati

Il 5 novembre il Nasdaq Composite ha perso il 5,5% e il Nasdaq 100 il 6,4%, la peggiore seduta dal marzo 2020 per quest'ultimo; l'indice dei semiconduttori ha ceduto il 12,2%. Il ribasso è stato innescato dai risultati delle elezioni di metà mandato, letti dal mercato come un possibile freno all'autorizzazione di nuovi data center, ma si è innestato su una pressione già in corso sui titoli dei semiconduttori e dell'infrastruttura AI[19]. Il dato rilevante per lo stress test è la gerarchia dei cali: più forti sui nomi a leva o a monte della catena (neocloud, Nvidia, Oracle), più contenuti sugli hyperscaler finanziati con cassa propria. È la gerarchia della tabella di sensibilità.

Rischio sul prezzo nel Bivio A

F-11

Calo stimato del titolo, intervallo di scenario; la fascia indica la correzione media di mercato (−20/−35%)



Stime di scenario ipotetiche elaborate ai fini dell'analisi (prima edizione), non proiezioni di consenso.

Esposizione per società e movimenti osservati

T-04

SOCIETÀ	ESPOSIZIONE	MECCANISMO DI STRESS PRIMARIO	BIVIO A	OSSERVATO FINO AL 6 NOVEMBRE ◆ AGG.
Oracle	Estrema, a leva	Rallenta la conversione del backlog RPO con FCF già negativo e debito in rapida crescita	−35/−50%	Titolo in calo di circa un terzo da inizio anno; −6,9% il 5 novembre; CDS 305 pb; BBB-
Nvidia	Estrema	Pausa negli ordini degli hyperscaler per smaltire capacità	−32/−40%	−9,3% il 5 novembre (circa 450 mld $ di capitalizzazione); azzerati i guadagni del 2026
Amazon	Alta	Peso degli ammortamenti server sul margine AWS	−20/−26%	−6% dopo la trimestrale; FCF TTM −42,4 mld $
Microsoft	Alta	Tempi più lunghi di conversione delle licenze Copilot	−16/−22%	+4% dopo la trimestrale; sostanzialmente invariato nel mese al 6 novembre
Alphabet	Media-alta	Costi d'inferenza non coperti da ricavi pubblicitari aggiuntivi	−14/−19%	−10% dopo la trimestrale (prima mancata su ricavi e utili da quasi quattro anni)
Meta	Media	Sovrallocazione di data center rispetto al rendimento pubblicitario	−10/−15%	FCF negativo nel trimestre; hyperscaler fra −2% e −4% il 5 novembre
Neocloud	Estrema, a leva	Debito su GPU, clientela concentrata, dipendenza dai laboratori ◆ AGG.	non stimato	CoreWeave −49,9% e Nebius −47,7% fra il 6 ottobre e il 6 novembre

I movimenti osservati hanno orizzonti e cause diverse da quelli dello scenario e non ne costituiscono una verifica. Fonti: CNBC, Fortune, Benzinga/S&P Global, 24/7 Wall St. [4][19][20].

§12

TRAIETTORIE

S1
Crisi grave

S2
Correzione contenuta

S3
Gli utili raggiungono il capex

PROBABILITÀ
non assegnate

SEGNO
▲ segnale osservato

Dopo la correzione: tre traiettorie

Il meccanismo di stress si estende in tre scenari su cosa potrebbe seguire a una correzione importante delle Big Tech che investono in AI. È un esercizio di logica di scenario, non una previsione: a nessuna traiettoria viene assegnata una probabilità. In rosso, sotto le celle, i segnali osservati fino al 6 novembre che sono compatibili con quella fase.

Matrice delle tre traiettorie

T-05

FASE	S1 · CRISI GRAVE	S2 · CORREZIONE CONTENUTA	S3 · GLI UTILI RAGGIUNGONO IL CAPEX
0 Innesco	EVENTO SINGOLO **Shock su Oracle** Rallenta la conversione del backlog OpenAI/Stargate, magari dopo un taglio dei piani di capacità di OpenAI. Con FCF negativo e leva tesa, Oracle è il primo a reagire: profit warning o downgrade del debito. Lo schema ricalca Enron, Lehman, WorldCom. ▲ BBB- (luglio); forza maggiore su Jupiter; CDS 305 pb; revisione run rate OpenAI	SETTIMANA 1 **Un segnale, non uno shock** Una trimestrale mostra crescita cloud sotto le attese e un management più cauto sulla conversione dei contratti enterprise. Nessun downgrade, nessun default. ▲ Alphabet e Amazon sotto le attese a ottobre	TRIMESTRE 1 **Segnali di conferma** Nello stesso trimestre: accelerazione cloud oltre le attese, run rate AI e chip custom oltre una soglia significativa, un laboratorio puro con il secondo trimestre di margine operativo positivo. ▲ Azure +48%; Google Cloud raddoppiato; primo utile operativo di Anthropic
1	SETTIMANE 1-4 **Contagio creditizio** Il capex AI è finanziato anche con debito corporate e private credit. Salgono gli spread sul data center financing; i prestatori riesaminano il collaterale (GPU, contratti energetici) e i fondi più esposti vengono scrutinati uno per uno. ▲ spread AI 115 pb vs 78; banche fuori dal finanziamento Michigan	SETTIMANE 2-6 **Disciplina di capitale** Gli hyperscaler tagliano preventivamente il capex dell'anno successivo, senza ammettere errori. Anticipare il mercato riduce la severità della reazione. Nvidia rivede la guidance e resta ampiamente profittevole. non osservato: nessun taglio ai piani 2026-2027	MESI 1-6 **Sblocco fisico** Le code di interconnessione si comprimono grazie a riforme dei permessi; almeno due PPA nucleari raggiungono piena capacità in anticipo. La NERC declassa l'allarme di Livello 3 perché l'offerta rincorre la domanda. parziale: corsia rapida FERC per 9,3 GW in PJM
2	SETTIMANE 2-8 **Re-pricing disordinato** Scatta il Bivio A: vendite prima sui nomi a leva alta e liquidità bassa (Oracle, laboratori), poi sugli indici, perché la concentrazione costringe gli ETF passivi a vendere anche i titoli sani. ▲ neocloud −50% in un mese; Nasdaq 100 −6,4% il 5 novembre	SETTIMANE 4-10 **De-rating selettivo** Il mercato applica la logica della tabella di sensibilità: Oracle e i laboratori più deboli pagano di più, gli hyperscaler subiscono una compressione moderata perché il taglio protegge il FCF futuro. I titoli non-AI restano indifferenti. ▲ gerarchia dei cali coerente con T-04	MESI 6-12 **Il backlog si converte** L'RPO di Oracle si fattura secondo programma e il FCF torna positivo in anticipo: il nome più fragile dello Scenario 1 diventa il re-rating più marcato. Nvidia diversifica i clienti oltre i quattro hyperscaler.
3	SETTIMANE 4-12 **Cash crunch dei laboratori** Se il capitale growth si chiude, OpenAI e Anthropic tagliano la spesa in calcolo, disdicendo i contratti su cui poggiano i backlog di Oracle e degli hyperscaler. Se si inceppa un anello, si inceppa la catena.	MESI 2-8 **Consolidamento ordinato** I laboratori con meno autonomia vengono assorbiti da hyperscaler a sconto, fusi tra loro o escono in silenzio. Uno shakeout da eccesso di venture, non un evento sistemico.	MESI 9-18 **Re-rating diseguale** Due o tre nomi catturano una quota sproporzionata del rialzo; comparabili con fondamentali simili restano compressi perché arrivati secondi, come Amazon e Google dopo le dot-com.

FASE	S1 · CRISI GRAVE	S2 · CORREZIONE CONTENUTA	S3 · GLI UTILI RAGGIUNGONO IL CAPEX
4	MESI 3-6 **Spillover sull'economia reale** Gli effetti passano a PIL, occupazione e investimenti non-tech. Le grandi imprese rinviano i contratti AI per prudenza. Data center e turbine restano: il problema diventa chi li possiede e a che valore di libro. FMI: −1,1% PIL mondiale al 2028 nello scenario avverso	MESI 3-12 **L'economia nota appena** L'adozione enterprise rallenta ma non si ferma; i cicli di conformità proseguono con tempi un po' più lunghi. La stampa parla di fase di digestione, non di fine ciclo.	MESI 12-24 **Oligopolio come fatto** La barriera di capex si dimostra reale e i sopravvissuti hanno margini non replicabili. La circolarità si dissolve: era finanziamento-ponte verso una domanda poi materializzata.
5 Equilibrio	MESI 6-18 **Intervento di policy** Se l'effetto ricchezza negativo pesa sui consumi arrivano allentamento monetario o interventi sul credito alle infrastrutture. Esito più simile al post dot-com che al 2008: sopravvive chi ha un core redditizio.	MESI 9-18 **Capex allineato ai ricavi** Gli hyperscaler, premiati per la disciplina, recuperano parte del multiplo. Oracle e i laboratori restano fragili ma operativi. L'infrastruttura prosegue secondo i piani: i suoi tempi non erano mai stati legati al sentiment trimestrale.	OLTRE 24 MESI **Settore maturo** L'AI diventa un comparto capital-intensive con cicli da utility, telecom o semiconduttori. I margini si comprimono per concorrenza, non per collasso della domanda; i fornitori di infrastruttura fisica restano vincitori strutturali.

INNESCO ENERGETICO · LO STESSO EVENTO, DUE ESITI T-06

Gli Scenari 1 e 2 possono partire dallo stesso episodio, se è di natura energetica. Il gestore di rete in un'area ad alta densità di data center stacca temporaneamente uno o più campus, oppure un permesso o un'infrastruttura di alimentazione non arriva in tempo: il vincolo fisico diventa cronaca. Tre variabili decidono la direzione. Il caso Project Jupiter (§08) si colloca oggi sulla colonna di destra per la prima variabile e su quella di sinistra per le altre due.

VARIABILE	VERSO LO SCENARIO 2	VERSO LO SCENARIO 1
Leva dell'asset colpito	Il campus è di un hyperscaler finanziato con cassa propria, che assorbe l'interruzione come costo operativo isolato.	Il campus è finanziato a debito nel modello B2B a leva e il contratto fissava una disponibilità energetica minima: la riduzione diventa violazione contrattuale e si riflette sul debito. ▲ Jupiter
Isolato o replicato	Nessun altro gestore segnala episodi simili; il mercato lo legge come errore di pianificazione locale. ▲ finora isolato	Entro un mese altri gestori emettono avvisi o tagli precauzionali: è la prima conferma empirica che i colli di bottiglia colpiscono prima della finestra di 18 mesi.
Reazione delle aziende	La società comunica subito una revisione realistica e conferma la guidance complessiva; la trasparenza preserva la fiducia. ▲ Oracle: «nei tempi»	Le aziende minimizzano e poi tagliano la guidance un trimestre dopo: un problema fisico gestibile diventa un problema di fiducia nel management.

Il vincolo energetico non è quindi un quarto scenario, ma il meccanismo più plausibile per spostare l'esito dallo Scenario 2 allo Scenario 1. Nella sequenza della crisi grave il credito innescava il fisico; qui il fisico innesca il credito. Lo spartiacque dipende meno dalla gravità del vincolo e più dalla leva dell'asset che colpisce per primo: la stessa variabile che rende Oracle il nome più fragile del paniere in ogni scenario.

§13

MONITORAGGIO

STATO
ACCESO
PARZIALE
NON OSSERVATO

AGGIORNAMENTO
6 novembre 2026

◆ AGG.

Quadro di monitoraggio: dove siamo

Il quadro traduce lo scenario in otto segnali osservabili, ciascuno con lo stato al 6 novembre e il dato che lo sostiene. Non è un indice di probabilità: indica quali anelli della catena logica si sono già mossi e quali restano fermi.

Quadro di monitoraggio

T-07

#	SEGNALE	STATO	EVIDENZA	CHE COSA LO SPOSTEREBBE
01	**Cassa hyperscaler sotto il capex**	ACCESO	FCF negativo per Alphabet, Meta e Amazon nel Q3; Microsoft positiva ma −27%	FCF di nuovo positivo nel Q4 per almeno due società
02	**Taglio dei piani di capex**	NON OSSERVATO	Guidance 2026 confermate o alzate; Microsoft −5 mld per ritardi di fornitori	Riduzione della guidance 2027 alle trimestrali di fine gennaio
03	**Leva dell'anello debole**	ACCESO	Oracle BBB-, CDS 305 pb, secondo piano da 20 mld; neocloud −50% in un mese	Esito dell'emissione Oracle; trimestrale CoreWeave del 10 novembre
04	**Innesco energetico**	PARZIALE	Forza maggiore su Project Jupiter; asta PJM al tetto con 6,6 GW di ammanco	Decisione sul permesso aria in New Mexico entro il 23 novembre; gasdotto atteso a febbraio 2027
05	**Contagio creditizio**	PARZIALE	Spread AI 115 pb vs 78 IG; vendita di prestiti per data center sul secondario; credito IG nel complesso ordinato	Allargamento degli spread sui nomi AA-A; emissioni ritirate o rinviate
06	**Cash crunch dei laboratori**	NON OSSERVATO	Anthropic verso la quotazione con utile operativo nel Q2; OpenAI con run rate rivisto a ~50 mld	Rinvio della quotazione; taglio dei piani di capacità di un laboratorio
07	**Re-pricing azionario**	ACCESO	5 novembre: Nasdaq 100 −6,4%, semiconduttori −12,2%, Nvidia −9,3%	Tenuta o rottura dei minimi dopo la trimestrale Nvidia (guidance 108 mld)
08	**Domanda finale**	NON OSSERVATO	Nessun segnale di stress: Azure +48%, Data Center Nvidia +117%, capacità ancora scarsa	Rallentamento della crescita cloud sotto il 30% o annullamento di ordini

LETTURA §13 · L

Tre segnali accesi su otto, due parziali, tre non osservati. La combinazione indica una Fase 1 conclamata e un'entrata selettiva nel bivio: i segnali accesi riguardano cassa, leva e prezzi, quelli spenti la domanda reale e la volontà di spesa. Finché il segnale 08 resta spento, lo scenario prevalente per gli hyperscaler resta compatibile con S2 o S3; un'accensione del segnale 05 sui nomi di qualità, o del segnale 06, sarebbe la condizione per un passaggio verso S1.

§14

CINA

PERIMETRO
Alibaba, Tencent, ByteDance, Baidu; telecom

COLLEGAMENTO
Orbita, Dossier Cina (ottobre 2026)

FONTI
[28]

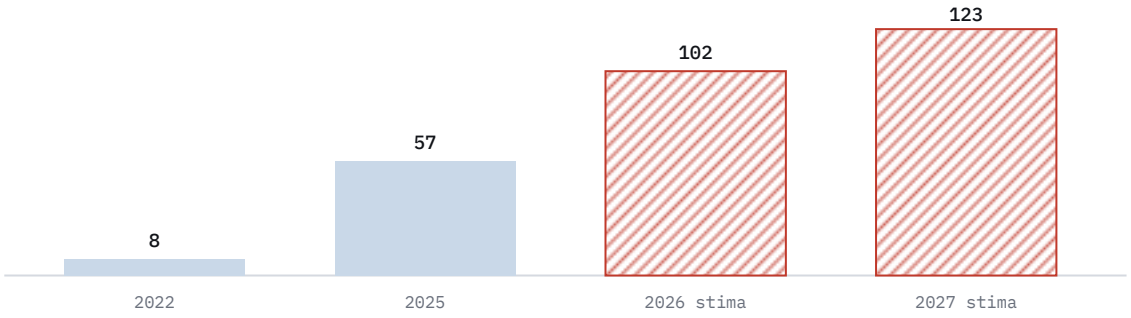
◆ AGG.

Cina: l'altro capex

Il ciclo degli investimenti AI non è solo americano. Secondo Goldman Sachs il capex AI di Alibaba, Tencent, ByteDance e Baidu è passato da 8 miliardi di dollari nel 2022 a 57 nel 2025 e salirebbe a 102 nel 2026 e 123 nel 2027, circa un ottavo di quello dei gruppi statunitensi. Rhodium Group, includendo gli operatori di telecomunicazione, stima per il 2026 932 miliardi di yuan (139 miliardi di dollari, +103%) e oltre 1.200 miliardi di yuan nel 2027[28].

Capex AI dei quattro maggiori gruppi cinesi F-12

Miliardi di dollari; Alibaba, Tencent, ByteDance, Baidu; 2026 e 2027 stime



Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research (giugno 2026); i dati di ByteDance, non quotata, sono stimati [28].

La dinamica di cassa ricalca quella americana su scala minore. Nel secondo trimestre 2026 il capex combinato di Alibaba, Tencent e Baidu ha raggiunto 20 miliardi di dollari, più che raddoppiato in un anno, e per la prima volta tutti e tre hanno chiuso con free cash flow negativo. Alibaba e Baidu hanno speso in quattro trimestri circa il doppio della cassa operativa; Tencent nel solo secondo trimestre ha speso 7,8 miliardi contro 7,7 di cassa operativa e il 13 ottobre ha collocato obbligazioni in dollari con ordini oltre 23 miliardi, quattro volte l'offerta[28]. Le differenze riguardano il finanziamento: secondo Moody's i gruppi cinesi partono da posizioni di cassa netta e possono contare su veicoli pubblici e credito bancario, ma operano in un mercato cloud più competitivo sui prezzi, che limita la capacità di finanziare l'espansione con i soli ricavi.

COLLEGAMENTO CON IL DOSSIER CINA DI ORBITA §14 · C

Il Dossier Cina pubblicato da Orbita a ottobre legge il modello di crescita cinese come una trasformazione strutturale trainata dagli investimenti, con sovracapacità documentata in molti comparti industriali. Il capex AI ne è una nuova declinazione: investimento ad alta intensità di capitale, sostenuto da politica industriale e credito, con una monetizzazione che resta indietro rispetto alla spesa. Per l'Europa le due dinamiche si sommano: la concorrenza dell'industria cinese sui mercati esteri e una corsa infrastrutturale fra Stati Uniti e Cina in cui l'Unione partecipa soprattutto come cliente e fornitore.

§15

EUROPA E ITALIA

INDICATORI
Richieste di connessione Terna, progetti monitorati, gigafactory UE

FONTI
[21] [22]

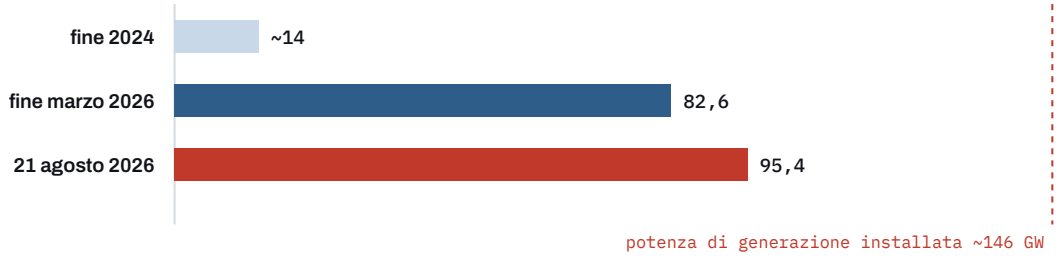
◆ AGG.

Europa e Italia: la stessa coda, in piccolo

Le richieste di connessione alla rete di trasmissione per nuovi data center in Italia erano poco più di 14 GW a fine 2024. Al 21 agosto 2026 Terna ne registrava 95,38 GW in 531 domande, 300 delle quali presentate dall'inizio del 2026; il Q3 2026 Data Centre Commercial Report di BCS Consultancy indica circa 95 GW, a fronte di una potenza di generazione installata nel Paese di circa 146 GW[21].

Italia: richieste di connessione a Terna per data center F-13

Gigawatt; confronto con la potenza di generazione installata in Italia



Fonti: Terna, dati di connessione (agosto 2026) e portale Econnextion; Politecnico di Milano, Osservatorio Data Center; BCS Consultancy, Q3 2026 Data Centre Commercial Report [21].

Il numero va letto come domanda di prenotazione, non come capacità in arrivo. Circa il 60% delle richieste viene da operatori immobiliari e logistici, il 30% da sviluppatori generici e solo il 10% da operatori storici, hyperscaler o fondi infrastrutturali specializzati; a fine marzo appena 12 pratiche, per 1,3 GW, erano arrivate alla progettazione definitiva[21]. Il Comitato per l'attrazione degli investimenti esteri monitora 88 progetti per 104,7 miliardi di euro; il quadro di autorizzazione unica del MASE, operativo da luglio, ha semplificato l'iter per i data center sopra 1 MW, ma non risolve il nodo della rete, e i tempi di consegna dei trasformatori ad alta tensione arrivano a 156 settimane[21]. È la versione italiana della coda di interconnessione americana: tante richieste, poche realizzazioni, e il rischio che la prenotazione speculativa saturi la capacità disponibile per i progetti solidi.

Sul piano europeo, la Commissione ha avviato a luglio il bando per le AI Gigafactory, impianti da almeno 100.000 processori avanzati ciascuno; i finanziamenti annunciati ad agosto valgono circa 11,4 miliardi di dollari per sette siti, che a regime raddoppierebbero la capacità di calcolo AI dell'Unione. La stessa Commissione indica però costi dell'elettricità per i data center da due a tre volte superiori a Stati Uniti e Cina[22]. L'Europa non è esposta al capex AI come gli Stati Uniti, ma ne è esposta come fornitore, come cliente dei servizi cloud e come mercato in cui la stessa scarsità fisica si presenta con prezzi dell'energia più alti.

Programmi di data center dichiarati di interesse strategico nazionale T-08

Importi annunciati, milioni o miliardi di euro; elenco al 2026 secondo MIMIT e stampa economica

PROGRAMMA	LOCALIZZAZIONE	IMPORTO	NOTE
Vantage Data Centers	Melegnano, Settimo Milanese, Cornaredo, Tavazzano con Villavesco	~8 mld €	Il programma più grande
K2 Strategic Infrastructure	Zibido San Giacomo, Lacchiarella	5,3 mld €	Campus hyperscale fino a circa 400 MW
Equinix per l'Italia	Settimo Milanese, Cusago	4 mld €	Sette data center, 2026-2033
Cavour Hyperscale Campus	Trino (Vercelli)	~4 mld €	Programma Techbau

PROGRAMMA	LOCALIZZAZIONE	IMPORTO	NOTE
EdgeConneX	Lombardia	~3 mld €	Tre campus entro il 2031
Digital Vault Sulcis	Sardegna	~1,5 mld €	Edge AI integrato con rinnovabili e accumulo
Amazon Web Services	Rho, Pero, Zibido San Giacomo	~1,2 mld €	Espansione della region italiana

Fonti: delibere del Consiglio dei ministri (luglio-agosto 2026) e comunicati MIMIT; Milano Finanza (6 novembre 2026); Il Sole 24 Ore; Today.it [29]. Fuori elenco, Microsoft ha in corso un piano da 4,3 mld € con il cantiere di Bornasco (Pavia) avviato a gennaio 2026.

Secondo il MIMIT gli investimenti annunciati per il 2026-2028 valgono 25,4 miliardi di euro in 83 progetti di 30 aziende, oltre tre volte i 7,1 miliardi del triennio precedente[29]. Applicato all'Italia, lo stress test suggerisce di leggere questa cifra con la stessa cautela riservata ai piani degli hyperscaler: gli sviluppatori europei dipendono dalla domanda degli stessi clienti americani, e un ritardo nel loro ritorno sugli investimenti si trasmetterebbe ai tempi di realizzazione. Una stima riportata da Today.it indica che se il 20% dei 25,4 miliardi non venisse speso nel triennio slitterebbero circa 5,1 miliardi di investimenti.

IMPLICAZIONI PER L'INDUSTRIA ITALIANA §15 · I

Lo stress test sposta l'attenzione dal software all'infrastruttura, e lì l'industria italiana ha carte da giocare: apparecchiature elettriche e di trasmissione, cavi, impiantistica e raffreddamento, costruzioni specializzate, gestione dell'energia. In uno scenario di ritardo del ROI questi fornitori restano i «casellanti» del ciclo, ma sono esposti ai tempi di pagamento e al rischio di controparte degli sviluppatori a leva. Due condizioni pesano più delle altre: una selezione delle richieste di connessione che privilegi i progetti finanziati, e un costo dell'energia che non annulli il vantaggio di localizzazione. Senza la prima la rete si satura di prenotazioni; senza la seconda la capacità si costruisce altrove.

§16

CONCLUSIONI

DESTINATARI
Investitori istituzionali, policy maker, imprese

PROSSIMO AGGIORNAMENTO
dopo le trimestrali di gennaio 2027

Conclusioni: dal software all'industria pesante

Tre mesi dopo la prima edizione l'ipotesi di partenza è più concreta. La spesa non è stata ridotta, la cassa sì; il finanziamento si è spostato sul debito; il vincolo fisico è entrato nei contratti; il mercato ha cominciato a distinguere tra chi finanzia l'AI con la propria cassa e chi la finanzia con la leva. La transizione dell'AI verso un'economia matura scivola dalla sfera dell'innovazione software a quella della capacità industriale pesante. Per investitori, decisori pubblici e imprese emergono quattro direttrici.

D-1

Monitorare le metriche fisiche

Le analisi di bilancio devono integrare metriche da ingegneria civile: avanzamento dei PPA, contratti nucleari e SMR, concessioni idriche, tempi di interconnessione, esiti delle aste di capacità.

D-2

Guardare la cassa prima degli utili

Il rapporto fra capex e cassa operativa anticipa il P/E. Tre hyperscaler su quattro sono già sopra il 100% in un trimestre: è il primo indicatore da seguire.

D-3

Pesare la leva, non solo l'esposizione

Lo spartiacque fra digestione e crisi è la leva dell'anello che cede per primo: Oracle, neocloud, veicoli fuori bilancio. Concentrazione degli indici e circolarità dei contratti amplificano.

D-4

Per l'Italia, la filiera fisica

Selezionare le richieste di rete, ridurre il costo dell'energia per i progetti finanziati e posizionare la manifattura elettromeccanica come fornitore del ciclo, non come spettatore.

CALENDARIO DEI SEGNALI §16 · C

DATA	EVENTO	SEGNALE DEL QUADRO (§13)
10 novembre 2026	Trimestrale CoreWeave	03 · leva dell'anello debole
23 novembre 2026	Decisione sul permesso aria di Project Jupiter	04 · innesco energetico
Prossima trimestrale	Nvidia, Q3 FY2027 (guidance 108 mld $)	07 · re-pricing; 08 · domanda finale
Febbraio 2027	Entrata in esercizio prevista del gasdotto per Jupiter	04 · innesco energetico
Fine gennaio 2027	Trimestrali hyperscaler e guidance 2027	01 · cassa; 02 · taglio dei piani

B

SCHEDE

CONTENUTO
Schede di telemetria per società

DATI AL
6 novembre 2026

FONTI
come nelle sezioni

Schede di telemetria per società

Ogni scheda riassume le grandezze usate nello stress test per una società o una categoria, con il profilo di esposizione e i segnali da seguire. Le cifre sono quelle citate nel testo e nelle note; gli stati di esposizione sono quelli della tabella di sensibilità.

◆ AGG.

Microsoft

Alta

M-1 · B2B RICORRENTE

CAPEX 2026	~170 mld $ (anno solare, incl. leasing finanziari)
CAPEX Q1 FY27	45,2 mld $; oltre 50 nel trimestre di dicembre
FREE CASH FLOW	+18,6 mld $ nel trimestre (−27%)
RICAVI AI/CLOUD	Azure 33,2 mld $ (+48%); backlog commerciale 678 mld $ (giugno)
VITA UTILE SERVER	2–6 anni
FINANZIAMENTO	Cassa operativa; emissioni obbligazionarie
BIVIO A (STIMA)	−16/−22%

SEGNALI · Conversione del backlog e licenze Copilot; guidance 2027 a fine gennaio; consegne di capacità di terzi.

Amazon

Alta

M-1 · B2B RICORRENTE

CAPEX 2026	~220 mld $ (cassa), confermato il 29 ottobre
FREE CASH FLOW	−42,4 mld $ sui dodici mesi (−7,6 a giugno)
RICAVI AI/CLOUD	AWS; AI e chip proprietari oltre 50 mld $ di run rate (luglio)
VITA UTILE SERVER	5–6 anni; parte della flotta riportata a 5 nel 2025
FINANZIAMENTO	Emissione da 54 mld $ (marzo) e 25 mld $ (luglio)
MERCATO	−6% dopo la trimestrale di ottobre
BIVIO A (STIMA)	−20/−26%

SEGNALI · Margine AWS sotto il peso degli ammortamenti; FCF del quarto trimestre; capacità ancora scarsa.

Alphabet

Media-alta

M-1 · B2B RICORRENTE

CAPEX 2026	195–205 mld $; aumento significativo indicato per il 2027
CAPEX Q3 2026	51,4 mld $ (121% della cassa operativa)
FREE CASH FLOW	−9,1 mld $ nel trimestre; 19,7 sui dodici mesi
RICAVI AI/CLOUD	Google Cloud più che raddoppiato nel trimestre
VITA UTILE SERVER	6 anni
FINANZIAMENTO	28,7 mld $ di nuove obbligazioni nel trimestre
BIVIO A (STIMA)	−14/−19% · osservato −10% dopo i conti

SEGNALI · Un eventuale terzo trimestre di FCF negativo; costi d'inferenza rispetto ai ricavi pubblicitari.

Meta

Media

M-2 · INDIRETTO

CAPEX 2026	135–145 mld $ (incl. quote capitale dei leasing)
CAPEX Q3 2026	34,9 mld $
FREE CASH FLOW	−2,1 mld $ nel trimestre, primo dato negativo
MONETIZZAZIONE	Rendimento pubblicitario; nessun cloud AI venduto all'esterno
VITA UTILE SERVER	5,5 anni
FINANZIAMENTO	Veicoli fuori bilancio (campus da 2,1 GW in Louisiana con Blue Owl)
BIVIO A (STIMA)	−10/−15%

SEGNALI · Rapporto fra capex e ricavi pubblicitari; costo del finanziamento strutturato.

Oracle

Estrema

M-3 · B2B A LEVA

BACKLOG (RPO)	664 mld $ al 31 agosto; circa 300 legati a OpenAI
CAPEX	~56 mld $ nell'esercizio 2026; ~70 indicati per il 2027
FREE CASH FLOW	Negativo per oltre 23 mld $
CREDITO	BBB- (S&P, luglio); CDS 5 anni 305 pb (5 novembre)
FINANZIAMENTO	~72 mld $ di debito di progetto; piano da 10 mld $ azioni + 10 obbligazioni
VINCOLO FISICO	Forza maggiore su Project Jupiter (2,45 GW)
BIVIO A (STIMA)	−35/−50%

SEGNALI · Permesso aria in New Mexico (23 novembre); esito della raccolta; partenza del contratto OpenAI nel 2027.

Nvidia

Estrema

ABILITATORE

RICAVI Q2 FY27	96,2 mld $ (+106%); Data Center 89,0 (+117%)
GUIDANCE	108 mld $ per il trimestre successivo
CLIENTI	Circa metà del Data Center dagli hyperscaler
MARGINE LORDO	75%
MERCATO	−9,3% il 5 novembre; azzerati i guadagni del 2026
RISCHIO	Pausa negli ordini per smaltire capacità
BIVIO A (STIMA)	−32/−40%

SEGNALI · Trimestrale Q3 FY2027; ordini dei neocloud; quota hyperscaler sul fatturato.

CoreWeave e neocloud

Estrema, a leva

NEOCLOUD

RICAVI Q2 2026	2,58 mld $ (+112%)
BACKLOG	104,2 mld $ (+246%)
DEBITO	~35 mld $; ~10,6 in scadenza entro il 2027
INTERESSI NETTI	640 mln $ nel trimestre; 860–940 attesi nel successivo
RISULTATO	Operativo −49 mln $; netto −626 mln $
MERCATO	−49,9% (CoreWeave) e −47,7% (Nebius) in un mese
BIVIO A (STIMA)	non stimato

SEGNALI · Trimestrale del 10 novembre; rinnovo del debito; concentrazione dei clienti.

Laboratori puri

Variabile

OPENAI · ANTHROPIC

OPENAI	Run rate ~50 mld $ (ottobre); cifra di ~70 calcolata con altro metodo
ANTHROPIC	65 mld $ a fine luglio; oltre 80 a fine ottobre (WSJ)
RISULTATI	Anthropic: 11,6 mld $ di ricavi e primo utile operativo nel Q2
CAPITALE	Anthropic: S-1 depositato il 26 ottobre
IMPEGNI	Contratti pluriennali di calcolo con hyperscaler e Oracle
CIRCOLARITÀ	FMI: 1.400 mld $ di ricavi futuri promessi in 14 accordi
RUOLO	Domanda finale dei backlog di Oracle e neocloud

SEGNALI · Esito della quotazione di Anthropic; raccolta di OpenAI; piani di capacità.

A

APPENDICE

CONTENUTO
Metodo, note e fonti, glossario

Metodo, fonti e glossario

Metodo. Lo stress test applica uno shock temporale (ritardo di 18 mesi del ritorno sugli investimenti) a un vincolo di comportamento (spesa contrattualizzata mantenuta) e ne segue gli effetti con la meccanica contabile: ammortamenti, flussi di cassa, multipli, leva, clausole contrattuali. Le traiettorie sono costruite come sequenze logiche condizionate, non come previsioni, e non hanno probabilità. Le cifre societarie sono tratte da documenti depositati o dalle call trimestrali; dove una cifra viene da stampa, analisti o terze parti la nota lo indica. Le definizioni di free cash flow differiscono: Amazon lo pubblica solo su dodici mesi e al netto di incentivi, Meta include le quote capitale dei leasing finanziari, Alphabet sottrae le spese in conto capitale lorde. Le stime di sensibilità per titolo sono ipotetiche e non sono obiettivi di prezzo.

NOTE E FONTI

[1] Bank for International Settlements, *Annual Economic Report 2026* (29 giugno 2026).

[2] Comunicati e call trimestrali: Meta Q3 2026 (21 ottobre); Alphabet Q3 2026 (28 ottobre); Microsoft Q1 FY2027 (28 ottobre) e proxy statement 2026; Amazon Q3 2026 (29 ottobre); guidance precedenti di gennaio, aprile e luglio 2026. Dato 2025 (~410 mld $) da tracking di mercato.

[3] Alphabet Inc., Form 8-K, comunicati Q1, Q2 e Q3 2026, riconciliazione del free cash flow non-GAAP (SEC).

[4] CNBC, trimestrali Alphabet e Microsoft (28 ottobre 2026) e Amazon (29 ottobre 2026); PPC Land e Vested Finance per il dettaglio di cassa Alphabet.

[5] Meta Platforms, risultati Q3 2026 (21 ottobre 2026), dichiarazioni del CFO.

[6] CreditSights, *Tech: Raising Hyperscaler Capex 2026 Estimates* (2026): stime di capex/ricavi per l'anno solare 2026.

[7] NVIDIA, risultati Q2 FY2027 (26 agosto 2026), Form 10-Q e CFO commentary con outlook Q3 FY2027 (SEC).

[8] Oracle: risultati Q1 FY2027 (RPO al 31 agosto 2026); S&P Global Ratings, downgrade a BBB- (9 luglio 2026); investor day (28 ottobre 2026); registrazione SEC del 2 novembre 2026; elaborazioni di stampa su quota OpenAI del backlog.

[9] Bloomberg (24 settembre 2026) su forza maggiore Project Jupiter; Capacity (2 ottobre 2026); CNBC, Reuters.

[10] Bloomberg, finanziamento da 16,3 mld $ per il campus di Saline Township, Michigan, ripreso da The Next Web (2026).

[11] Bloomberg e Axios (8 ottobre 2026), run rate di OpenAI.

[12] Anthropic, Form S-1 (26 ottobre 2026); Bloomberg e Axios (agosto 2026) sul run rate di fine luglio; Wall Street Journal (fine ottobre 2026).

[13] Goldman Sachs Research, *How AI Debt Is Reshaping Credit Markets* (2026); Goldman Sachs e ICE BofA via Reuters (settembre 2026) su stima 2027 e spread.

[14] FTSE Russell (emissioni IG dei cinque hyperscaler a inizio ottobre 2026); Vanguard, *The AI buildout comes to the bond market* (2026).

[15] Capital Group, *The AI debt boom: Balancing risk and opportunity* (2026); Moody's e BRI per leasing e private credit, come riportati da stampa specializzata.

[16] Fondo monetario internazionale, *Global Financial Stability Report*, ottobre 2026 (13 ottobre 2026, Bangkok).

[17] PJM Interconnection, risultati Base Residual Auction 2024/25-2027/28; Independent Market Monitor (Monitoring Analytics); Utility Dive; IEEFA.

[18] U.S. EIA, *Short-Term Energy Outlook* (2026); NERC, *Level 3 Essential Actions Alert* (4 maggio 2026); Utility Dive, EPRI, OilPrice.com, Axis Intelligence (luglio-agosto 2026).

[19] CNBC, Fortune, Reuters (5 novembre 2026); Benzinga, intervista a S&P Global sui CDS (5 novembre 2026).

[20] 24/7 Wall St. (6 novembre 2026), andamento di CoreWeave e Nebius dal 6 ottobre al 6 novembre 2026.

[21] Terna (dati al 21 agosto 2026; portale Econnextion); Politecnico di Milano, Osservatorio Data Center; BCS Consultancy, *Q3 2026 Data Centre Commercial Report* (via CorCom, 2 novembre 2026); AI4Business (4 novembre 2026).

[22] Commissione europea, bando AI Gigafactories (30 luglio 2026) e relazione al Parlamento europeo (giugno 2026); Associated Press (agosto 2026).

[23] Bilanci annuali (Form 10-K) di Microsoft, Alphabet, Amazon e Meta, note sulle immobilizzazioni; sensibilità JPMorgan e stima di M. Burry (novembre 2025) come riportate da stampa specializzata; SiliconAnalysts.

[24] TrendForce, prezzi contrattuali DRAM e fatturato del secondo trimestre 2026; SemiAnalysis, quota della memoria nel capex; Financial Times e Tom's Hardware su Microsoft e Meta (aprile 2026).

[25] CoreWeave, risultati del secondo trimestre 2026 (11 agosto 2026) e Form 10-Q; StockTitan sulle scadenze del debito; Market Daily sulla concentrazione dei clienti.

[26] BEA, NIPA Table 1.5.2, elaborazione FourWeekMBA (terzo trimestre 2026); ING Think (agosto 2026); Epoch AI (giugno 2026); Flossbach von Storch Research Institute (agosto 2026).

[27] CME Group, J. Iuorio, sulla concentrazione dell'S&P 500 (2026); Benzinga (ottobre 2026).

[28] Goldman Sachs Global Investment Research (giugno 2026), via Dealroom; Rhodium Group, *Examining China's AI Financing* (2026); SemiAnalysis, modello data center Cina; Moody's (agosto 2026); Reuters (13 ottobre 2026).

[29] MIMIT e delibere del Consiglio dei ministri (luglio-agosto 2026); Milano Finanza (6 novembre 2026); Il Sole 24 Ore; Today.it; Economia-Italia.

GLOSSARIO

Capex	Spese in conto capitale per infrastrutture e data center	**FCF**	Free cash flow: cassa operativa meno investimenti
Run rate	Ricavo del periodo più recente proiettato su un anno	**RPO**	Ordini firmati non ancora fatturati (backlog)
P/E	Prezzo diviso utili; trailing o forward	**IG**	Investment grade: rating da BBB- in su
Spread	Rendimento aggiuntivo rispetto ai titoli di Stato	**CDS**	Credit default swap: costo dell'assicurazione contro il default

Neocloud	Fornitori cloud specializzati in GPU, spesso a leva	**Forza maggiore**	Clausola che sospende obblighi per eventi esterni
PJM	Gestore di rete e mercato elettrico di 13 Stati USA	**PPA**	Contratto pluriennale di acquisto di energia

ORBITA

OSSERVATORIO DI INTELLIGENCE ECONOMICA · OPENINDUSTRIA

TELEMETRIA · TLM-01/E · NOVEMBRE 2026

PREFAZIONE

Marco Pugliese

Presidente di OpenIndustria
ORCID 0009-0007-7518-4405

A CURA DI

Giovanni Gambino
Roberto Macheda

Orbita · Economic Analysis Unit

DATI AL

6 novembre 2026

Edizione estesa della prima edizione di agosto 2026

openindustria.com/orbita

Analisi di scenario a fini informativi, non costituisce consulenza finanziaria. Le valutazioni espresse sono degli autori.