

Nel breve, ma nel lungo?

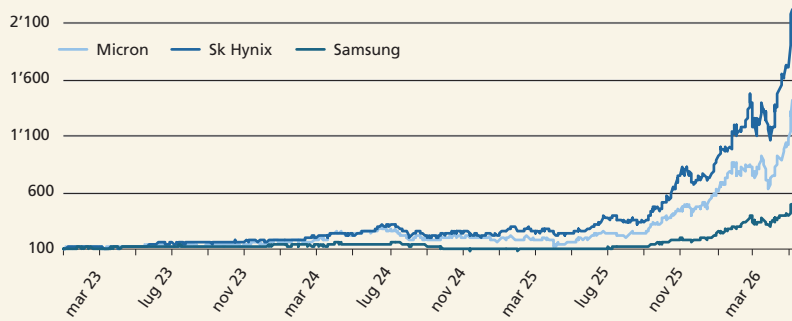
Il settore delle memorie si trova confrontato con una fase impegnativa, di significativa scarsità, frutto di ordini massicci. Come reagirebbero però le valutazioni in scenari avversi?



Matteo Baiocchi, Portfolio Manager di Banca del Sempione. A lato, la scarsità di memorie sul mercato sta spingendo molti leader del settore a muoversi.

Volano i semiconduttori

Evoluzione del corso delle azioni di alcune aziende del settore (2023: 100)



Fonte: Banca del Sempione all'8-V-2026

La metamorfosi del mercato dei semiconduttori è oggi guidata dai massicci investimenti in Ai, la cui pressione sui Capex sta provocando una carenza strutturale di memorie inedita. Il settore sta cavalcando un robusto tailwind alimentato dagli hyperscaler come Amazon, Google, Microsoft e Meta, i cui investimenti infrastrutturali sono proiettati a toccare i 650 miliardi di dollari nel solo 2026, all'interno di un piano colossale da oltre un trilione di dollari per il prossimo triennio.

Tale domanda ha generato una crisi d'offerta che sta penalizzando i segmenti tradizionali: la fabbricazione di memorie ad alta larghezza di banda (Hbm), essenziali per gli acceleratori Ai, richiede infatti una capacità di wafer di silicio dalle tre alle quattro volte superiore rispetto alle comuni Ddr4 e Ddr5. Di conseguenza, leader come Samsung, Sk Hynix e Micron stanno riallocando strategicamente le linee produttive verso i prodotti a più alto margine, privilegiando le Hbm a discapito di Dram e Nand per Pc e smartphone, consolidando così profitti record e un

potere contrattuale assoluto.

Le previsioni degli analisti per il prossimo biennio confermano la gravità di questo squilibrio; Goldman Sachs, ad esempio, stima per il 2026 un balzo dei prezzi delle Dram del 176%. Entro la fine dell'anno, inoltre, si attende che i data center assorbano circa il 70% della capacità produttiva mondiale di memorie.

Sebbene questa scarsità programmata abbia spinto i margini operativi dei produttori verso vette comprese tra il 50 e il 70%, sostenendo valutazioni azionarie che scontano uno scenario di perfezione assoluta, il clima di euforia nasconde insidie sottovalutate. Emerge infatti il fenomeno della 'domanda fantasma': il timore di restare senza approvvigionamenti sta spingendo i clienti verso il double-ordering, un accumulo di ordini speculativi che gonfia artificialmente i volumi e rischia di distorcere la reale percezione della solidità del mercato.

Il rischio di una brusca inversione di tendenza nel medio-lungo termine non è affatto trascurabile e minaccia di agire con forza sulle attuali valutazioni record.

Questo scenario si fonda sulla convergenza di tre fattori critici. In primo luogo, la crescita del Capex destinato all'Ai è destinata a normalizzarsi, frenando dal 36% del 2026 al 15 nel 2027. Parallelamente, l'imminente ondata di nuova capacità produttiva, alimentata da mega-impianti come il cluster Yongin di Sk Hynix e la fab P5 di Samsung, entrerà a regime proprio quando la domanda potrebbe dare i primi segni di stanchezza. Infine, pesa l'incognita del Roi: se i profitti aziendali derivanti dall'Ai non giustificheranno spese così ingenti, gli hyperscaler ottimizzeranno rapidamente gli acquisti. Questo scenario trasformerebbe il deficit attuale in un eccesso di offerta cronico, con effetti devastanti su prezzi e multipli di mercato.

La principale variabile per gli operatori non appare quindi tanto la partecipazione all'attuale fase di crescita, quanto l'individuazione di una possibile futura inversione del ciclo. Il settore presenta oggi un'elevata concentrazione, con l'offerta globale controllata da un numero ristretto di produttori: in tale scenario, l'analisi deve distinguere tra una fase di espansione ancora in corso e i segnali di un potenziale storno. Le attuali valutazioni riflettono aspettative elevate che storicamente, nel segmento, tendono a precedere fasi di correzione. Una gestione equilibrata suggerisce quindi un approccio differenziato: un posizionamento tattico per beneficiare della redditività nel breve, affiancato da un monitoraggio prudente delle dinamiche di più lungo periodo.