

I mercati dell'intelligenza artificiale: bolla in corso?

di Flavio Delbono

26/01/2026

INTELLIGENZA ARTIFICIALE MERCATI FINANZIARI BOLLE FINANZIARIE PRIMO BIENNIO QUINTO ANNO SECONDO BIENNIO

ITE AFM, LES



Abstract: Autorevoli analisti finanziari avanzano perplessità circa la sostenibilità degli attuali valori di Borsa delle principali imprese che si contendono i mercati dell'AI: ipotizzano che si tratti di una bolla finanziaria che potrebbe scoppiare, con enormi conseguenze per i soggetti industriali e finanziari coinvolti.

L'autore: Flavio Delbono è professore ordinario di Economia politica presso l'Università di Bologna. Per Mondadori Education ha pubblicato i corsi Piazza affari (2019) e Scelte sostenibili (edizioni 2022 e 2026).

Innovazioni e speculazione

Ormai numerosi commentatori sostengono che i **giganti dell'AI** sono valutati "troppo" dai mercati finanziari e le loro azioni siano oggetto di una bolla speculativa nelle principali borse internazionali. Parliamo di compagnie come OpenAI, Nvidia, Google, Ibm, Microsoft, Meta, che hanno sperimentato incrementi enormi nei valori di Borsa dei loro corsi azionari e capitalizzano migliaia di miliardi di dollari. Gli stessi commentatori rilevano **analogie con bolle speculative del passato**, soprattutto con quella che ha riguardato le società di Internet (le celebri dot-com) nell'ultimo passaggio del secolo scorso.

Una definizione diffusa di "bolla" evidenzia una situazione nella quale il prezzo di un'attività (si tratti di azioni, immobili, valute, o altri asset) continua ad aumentare vistosamente nel tempo ed eccede sempre più il valore attuale (cioè, il valore scontato) degli utili futuri previsti. In altre parole, le aspettative di futuri aumenti di prezzo – ciò che alimenta la speculazione – più che i cosiddetti "fondamentali" dei mercati trainano gli acquisti di un'attività e la conseguente crescita del suo prezzo.

La presenza di una bolla è dunque rivelata dal volume di acquisti di natura speculativa. Già J.M. Keynes, come ci ricorda E. Chancellor nel bel volume *Un mondo di bolle* (Carocci, 1999), distingueva con sintetica efficacia tra l'impresa – come previsione sulla redditività di un patrimonio sull'intera sua esistenza – e la speculazione, intesa come l'attività di prevedere la psicologia del mercato.

Come ricordiamo nel cap. 17 del nuovo volume con L. Spallanzani (*Scelte sostenibili. Agire l'economia politica*, Mondadori, 2026), la documentazione storica sulle bolle è copiosa, a partire almeno da quella osservata in Olanda attorno al 1630 sul mercato dei **bulbi di tulipani**. Questi non venivano acquistati in vista della coltivazione dei preziosi fiori, ma in previsione di futuri aumenti dei loro valori di mercato. La stessa pesante recessione globale del 2009 fu scatenata dalla crisi bancaria americana del 2008, a sua volta provocata (anche) dalla bolla immobiliare degli anni precedenti. Gli immobili, come i bulbi, erano richiesti e comprati per essere rivenduti a prezzi (stimati come) maggiorati.

Una nuova bolla?

Come si misura la presenza di una bolla speculativa? Non esiste un indice condiviso che attesti l'esistenza di una bolla; non sorprende quindi che alcuni analisti abbiano riabilitato il ***q* di Tobin**. Proposto nel 1969 dall'economista americano J. Tobin (premio Nobel nel 1981), l'indice *q* è il rapporto tra il valore di mercato di una società e il costo di rimpiazzo delle sue attività, costo approssimato dal loro valore contabile. Chiaramente, un valore di $q > 1$ segnala che il mercato finanziario sta valutando positivamente le prospettive di redditività della società. Applicando questo indice alle big tech, si ottiene un valore *q* dell'ordine di parecchie decine, ciò che può suggerire che gli sviluppi dell'AI stiano gonfiando una bolla. L'attuale valore di mercato è un multiplo elevato del valore dei "fondamentali" e premia a dismisura altri asset aziendali non adeguatamente contabilizzati come la reputazione, il capitale umano e intellettuale e soprattutto le aspettative di ricavi e profitti. Aspettative che possono però apparire oggi irrealistiche.

Per quanto suggestivo e in apparenza intuitivo, il ricorso all'indice *q* di Tobin per rilevare la presenza di una bolla speculativa non è privo di obiezioni. L'indice venne proposto nel 1969, quando le più importanti aziende USA operavano nel settore manifatturiero (General Motors, General Electric, DuPont, Ford) o in quello petrolifero (Exxon, Mobil, Texaco); solo IBM era già leader in settori oggi egemoni e dominati dalle grandi compagnie richiamate. La classifica delle regine di Wall Street vede oggi primeggiare compagnie nate grazie a Internet e operanti nella porzione più innovativa e profittevole del settore terziario. Quantificare il costo di rimpiazzo degli asset di queste compagnie, come richiesto dall'impegno dell'indice di Tobin, è pressoché impossibile. La rapidità dei progressi dell'AI, della sua diffusione ad attività cognitive e produttive e la stima delle risorse necessarie a competere con i rivali rende imprecise e velocemente datate le stime del suddetto costo.

La stessa analogia con la bolla delle **dot-com** non è del tutto pertinente. Infatti, l'AI trova già oggi enormi applicazioni (centinaia di milioni di utenti alla settimana, in crescita esponenziale), mentre negli anni Novanta Internet era poco diffuso e le quotazioni azionarie erano basate su business plan più che su utili realizzati, come già accade oggi con ChatGPT e altri modelli di AI. C'è meno "esuberanza irrazionale" di allora e gli investimenti sono concentrati in poche grandi aziende leader, non più frazionati in una pletora di start-up massicciamente indebite, come alla fine del secolo scorso.



In sintesi

Non mancano motivi per temere una bolla finanziaria trainata dall'AI, alla luce dell'andamento delle quotazioni borsistiche, della mole degli investimenti in essere e di previsioni realistiche sulla domanda futura di AI. Tuttavia, né l'indice di Tobin, né la bolla delle dot-com forniscono elementi decisivi per intravedere, almeno a breve termine, lo scoppio e lo sgonfiamento di una (eventuale) bolla delle compagnie che stanno sviluppando l'AI.

Alcune grandi aziende – per esempio Amazon – stanno già implementando l'AI nel loro modello di business, con l'effetto di cancellare molti contratti di lavoro. Ciò non stupisce, essendo la storia delle nostre economie piena di episodi di **progresso tecnico "labour-saving"**, dove le innovazioni, sia di prodotto sia di processo, hanno comportato la sparizione di mestieri, professioni, aziende. Può essere, ma non disponiamo di evidenze empiriche al momento, che la diffusione dell'AI aumenti la produttività totale del sistema economico. Quand'anche questa ipotesi si rivelasse confermata, tuttavia, un aumento aggregato dovrebbe fare i conti con perdite di posti di lavoro e/o di remunerazione degli occupati, soprattutto nei settori più invece i miglioramenti consentiti dall'AI. Compito della politica economica è e sarà quello di governare la transizione per attenuare gli effetti negativi, senza soffocare quelli positivi, di quella che si sta rivelando una vera e propria rivoluzione.

Nel dicembre 2025 la rivista *Time* ha scelto come persona dell'anno **gli architetti dell'AI**, pubblicando in copertina i protagonisti di questa stagione, ovvero le figure a capo delle aziende più importanti del settore. Un fotomontaggio li ritrae seduti su una trave sospesa nel vuoto, quindi pericolosa. Una posizione, la loro, che presenta potenziali rischi sul piano finanziario – se una bolla scoppiasse – ma soprattutto sul piano etico. Questi architetti stanno infatti progettando un'enorme quota delle prossime attività umane e delle forme di interazione tra entità umane e artificiali. E dunque, poiché le ultime derivano dalle prime, è in gioco il futuro del genere umano. Una sfida sulla quale la cognizione e la discussione sul terreno etico dovrebbe coinvolgerci tutti, a partire da chi opera nel mondo dell'istruzione.