

IO CPI

Intelligenza artificiale e valutazioni di borsa

di Giampaolo Galli, Fabio Martino, Alessandro Valfrè, Luca Peviani
6 luglio 2026

L'intelligenza artificiale è una tecnologia potenzialmente trasformativa. Proprio per questo può generare una bolla, ossia una situazione in cui il prezzo supera il valore dei flussi di cassa futuri attesi, opportunamente scontati per il tempo e per il rischio, e viene sostenuto, almeno in parte, dall'aspettativa che altri investitori continueranno ad acquistare a prezzi elevati. Tuttavia, l'analisi fondamentale non sembra indicare una bolla diffusa su tutto il mercato azionario statunitense. Le valutazioni elevate sono concentrate soprattutto in poche grandi società tecnologiche, molte delle quali sono già molto profittevoli, hanno bilanci solidi e occupano posizioni dominanti. Il rischio principale è quindi specifico: alcune quotazioni richiedono che aspettative di crescita molto ambiziose vengano confermate per diversi anni. Se queste promesse non fossero mantenute, la correzione potrebbe riguardare anzitutto i singoli titoli più esposti; tuttavia, dato il loro peso negli indici, gli effetti potrebbero estendersi anche al resto del mercato.

* * *

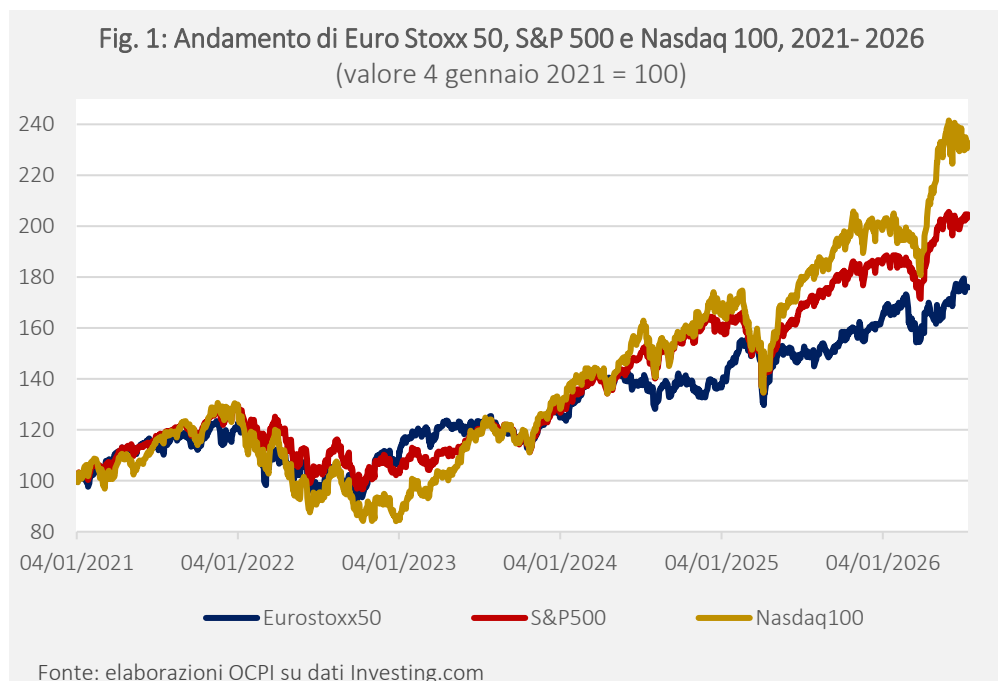
Le grandi bolle finanziarie della storia sono spesso nate attorno a innovazioni autentiche, fondate su benefici reali, tradotti tuttavia troppo rapidamente in prezzi correnti dai mercati. Dunque, la domanda non è se l'intelligenza artificiale (IA) produrrà valore, ma se i profitti necessari a giustificare le quotazioni arriveranno nei tempi e nelle dimensioni attese.

Un rialzo sempre più tecnologico

Il rialzo delle Borse non è cominciato con l'IA, ma dal 2023 il divario tra gli indici statunitensi più esposti alla tecnologia e quelli europei si è nettamente ampliato. L'ecosistema interessato comprende semiconduttori, software (anche se oggi in difficoltà), cloud, data center, infrastrutture elettriche e le società che finanziano questi investimenti.

Tra gennaio 2021 e luglio 2026, il Nasdaq 100 è aumentato del 132,4%, lo S&P 500 del 104,6% e l'Euro Stoxx 50 solo del 75,9% (Fig. 1). Le tre serie si muovono

in modo relativamente simile fino al 2023; nel 2024 l'indice europeo ha avuto una crescita modesta, mentre dal 2025 la crescita del Nasdaq è stata molto più forte rispetto alle altre due serie. Chiaramente la parte più dinamica del rialzo è quella più esposta alla tecnologia e agli investimenti sull'IA.¹



Quando i prezzi crescono molto più rapidamente dell'economia e si concentrano in pochi emittenti, aumenta l'ammontare di utili che dovrà materializzarsi per evitare una correzione. La domanda rilevante è dunque se l'aumento delle quotazioni sia ancora proporzionato ai fondamentali oppure se la combinazione di aspettative, concentrazione e finanziamento stia creando un meccanismo capace di autoalimentarsi. Le valutazioni delle banche centrali e delle istituzioni internazionali mettono in guardia rispetto al rischio che si materializzi il secondo scenario.

Le opinioni delle principali autorità

Solitamente le banche centrali evitano di dichiarare che un mercato è in bolla, perché non possono sapere se le aspettative degli investitori rispecchiano il valore fondamentale degli attivi e perché c'è il rischio che le prese di posizione provochino una crisi. I rapporti più recenti usano però un linguaggio abbastanza netto: valutazioni elevate, concentrazione, leva e vendite forzate sono i canali attraverso cui una correzione tecnologica potrebbe diventare un problema sistemico.

¹ Vedi [Euro Stoxx 50](#), [Indice Nasdaq 100](#) e [Indice S&P500](#), investing.com. Dati aggiornati al 15 luglio 2026.

La *Bank for International Settlements* (BIS) è l'istituzione più esplicita.² Nell'*Annual Economic Report 2026* parla di «animal spirits» legati all'IA e segnala il rischio di un'interruzione brusca del boom. Si prevede che i cinque maggiori fornitori di servizi IA - Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft e Oracle - investiranno oltre mille miliardi di dollari nel 2025-2026; gli investimenti stanno crescendo più degli utili e dei flussi di cassa, inducendo alcune imprese a ricorrere al debito. La competizione per conquistare una posizione dominante può inoltre spingere le aziende a impegnare risorse eccessive in progetti dai rendimenti ancora incerti: se i benefici economici dell'IA risultassero inferiori alle attese, il finanziamento potrebbe ridursi improvvisamente, trasformando il boom degli investimenti in una fase prolungata di contrazione. A rendere il ciclo più fragile, sempre secondo la BIS, è anche il contesto macroeconomico. Il conflitto in Iran e la chiusura dello Stretto di Hormuz hanno provocato un forte shock energetico, alimentando l'inflazione e spingendo i mercati a prevedere politiche monetarie meno espansive e tassi elevati più a lungo. Allo stesso tempo, i timori per le conseguenze fiscali del conflitto e per la sostenibilità di debiti pubblici già di per sé elevati hanno contribuito a mantenere alti i rendimenti dei titoli di Stato a lunga scadenza. Per le imprese dell'IA, che devono finanziare investimenti molto ingenti e di lunga durata, ciò comporta un aumento del costo del capitale e una maggiore difficoltà a sostenere la spesa tramite nuovo debito.

La BCE, nella *Financial Stability Review* di maggio 2026 osserva che le valutazioni sono particolarmente alte nei comparti tecnologico e dell'IA e che i portafogli sono concentrati in pochi grandi emittenti statunitensi.³ Attualmente le "Magnificent Seven" (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Tesla, e Nvidia) pesano ormai per circa un terzo dell'indice S&P 500, con le prime dieci società che arrivano a costituire quasi il 40% della capitalizzazione e circa un terzo degli utili complessivi. È una concentrazione che ha pochi precedenti storici recenti, paragonabile solo alla bolla tecnologica di fine anni '90. Una perdita improvvisa di valore potrebbe aumentare il fabbisogno di liquidità e provocare vendite forzate. La BCE richiama inoltre il precedente delle fasi in cui prezzi azionari e debito societario si sono rafforzati reciprocamente.

La Bank of England rileva che, nel secondo trimestre del 2026, le valutazioni delle società legate all'IA sono cresciute più rapidamente degli indici azionari generali.⁴ Le attese sugli utili presuppongono tuttavia che le infrastrutture necessarie siano costruite nei tempi previsti, che le imprese continuino ad

² Bank for International Settlements, [Annual Economic Report 2026](#), 22 giugno 2026.

³ European Central Bank, [Financial Stability Review, May 2026](#), 19 maggio 2026.

⁴ Bank of England, [Financial Stability Report, July 2026](#), 7 luglio 2026.

accedere ai finanziamenti e che l'adozione dell'IA proceda abbastanza rapidamente da generare ricavi e guadagni di produttività. Una revisione al ribasso di queste ipotesi potrebbe determinare una correzione delle quotazioni (amplificata dal forte peso di poche società negli indici), dalla presenza di investitori che seguono strategie simili basate sulla crescita recente dei prezzi e dall'aumento della leva finanziaria, che potrebbe costringere fondi ed ETF a vendere rapidamente in caso di ribasso.

Il segnale della Federal Reserve (Fed) è più indiretto. Nel *Financial Stability Report* di maggio 2026 la Fed riporta che, in un'indagine presso operatori di mercato, l'IA è tra gli shock più citati per i successivi 12-18 mesi.⁵ Le preoccupazioni riguardano le valutazioni, gli investimenti finanziati con debito e il private credit, che può finanziare l'infrastruttura senza la trasparenza dei mercati quotati.

Il Fondo Monetario Internazionale richiama l'attenzione anche sulla crescente diffusione di forme di finanziamento "circolare" all'interno della filiera dell'IA.⁶ Le grandi imprese tecnologiche investono in società che sviluppano modelli o infrastrutture di intelligenza artificiale, le quali a loro volta utilizzano parte delle risorse ricevute per acquistare chip, capacità di calcolo o altri servizi proprio dagli stessi soggetti che le hanno finanziate. Il capitale investito ritorna così, almeno in parte, agli investitori sotto forma di ricavi, contribuendo a sostenere contemporaneamente vendite, valutazioni e nuovi investimenti. Il meccanismo però può rendere più difficile distinguere la domanda effettiva da quella generata da questi rapporti finanziari. Se gli investimenti nell'IA rallentassero, le imprese coinvolte potrebbero subire nello stesso momento una riduzione dei ricavi, un calo delle valutazioni e un peggioramento della capacità di rimborsare il debito. Le forti interconnessioni tra grandi imprese tecnologiche, produttori di chip e società specializzate nell'IA potrebbero quindi amplificare uno shock e trasmetterlo al resto del mercato. Per ora, tuttavia, il FMI giudica contenuto il rischio per la stabilità finanziaria, grazie alla solidità dei bilanci dei maggiori gruppi e al peso ancora limitato delle esposizioni più fragili.

La Banca d'Italia osserva che persistono rischi di valutazioni eccessive, soprattutto nel comparto tecnologico, e che un aumento dell'avversione al rischio potrebbe colpire i segmenti più fragili del sistema finanziario internazionale.⁷

⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System, [Financial Stability Report, May 2026](#), 8 maggio 2026.

⁶ International Monetary Fund, [Global Financial Stability Report, April 2026](#), 14 aprile 2026.

⁷ Banca d'Italia, [Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 1/2026](#), 22 aprile 2026.

Il messaggio comune è più forte di una generica richiesta di prudenza: i prezzi incorporano scenari molto favorevoli, la concentrazione amplifica gli shock e il forte indebitamento aumenta il rischio che una revisione al ribasso delle prospettive di profitto si trasformi in instabilità finanziaria.

Non tutte le principali istituzioni finanziarie sono convinte che stiamo assistendo ad una bolla. Goldman Sachs riconosce valutazioni elevate, concentrazione ed esuberanza, ma ritiene assenti i tratti delle bolle mature: il rialzo è guidato da imprese profittevoli, con bilanci solidi e posizioni dominanti, non da una moltitudine di società prive di ricavi; inoltre, le quotazioni sono accompagnate dalla crescita degli utili.⁸

Anche gli investimenti sono reali. Goldman stima 765 miliardi di dollari di investimenti in IA nel 2026, 1.600 miliardi nel 2031 e circa 7.600 miliardi cumulati nel 2026-2031, includendo chip, data center, raffreddamento e reti elettriche.⁹

Al contempo, le stime più recenti della stessa Goldman presentano aspetti meno rassicuranti. Nel luglio 2026 la banca ha osservato che gli investimenti tecnologici statunitensi in rapporto al Pil hanno superato il picco degli anni Novanta. Le società legate all'IA hanno aggiunto circa 27mila miliardi di dollari di capitalizzazione dal novembre 2022, a fronte di una stima di base di circa 9mila miliardi per il valore attuale dei profitti aggiuntivi legati all'IA. Riconciliare le cifre richiede ipotesi più ottimistiche sul livello e sulla durata della crescita dei profitti.¹⁰

I fattori di rischio

Come detto in precedenza, una bolla non implica necessariamente che le attività sottostanti siano prive di valore. Un'impresa può avere oggi una quotazione elevata perché si prevede che produrrà utili consistenti in futuro. Tuttavia, quanto più il prezzo dipende da risultati lontani nel tempo, tanto più la valutazione diventa sensibile alle aspettative degli investitori. L'IA presenta tre fattori di rischio:

- **il divario temporale tra investimenti e ritorni è significativo.** I costi per chip, energia e data center sono immediati e relativamente certi, mentre la disponibilità dei clienti a pagare, la velocità di adozione e la durata dei vantaggi competitivi sono molto più difficili da prevedere. Quanto maggiore è il peso attribuito a questi risultati futuri, tanto più

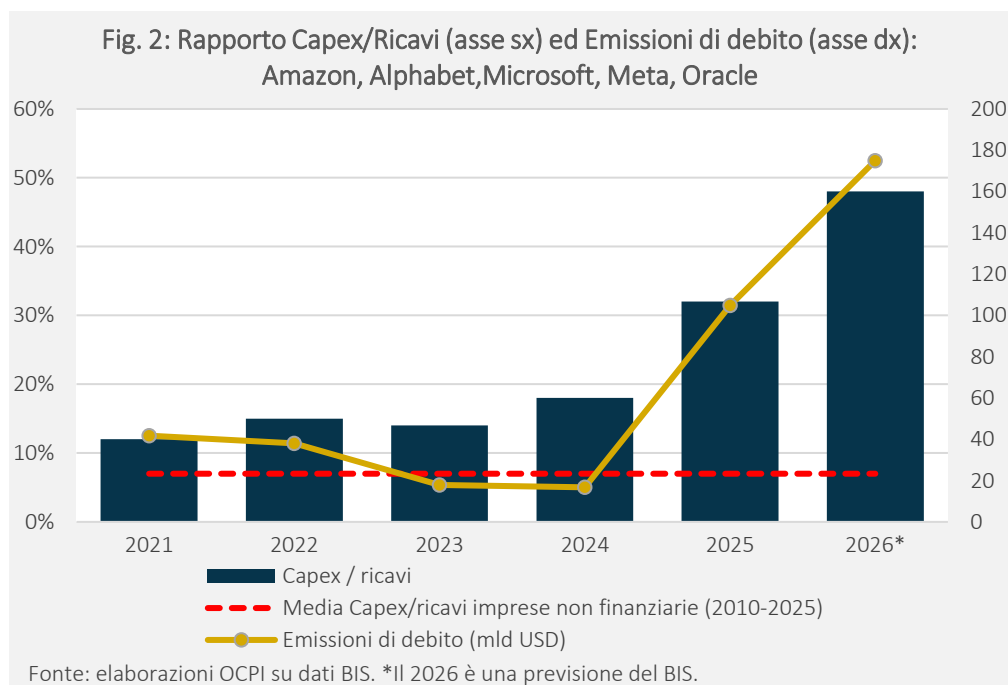
⁸ Goldman Sachs Research, [Why Global Stocks Are Not Yet in a Bubble](#), 21 ottobre 2025.

⁹ Goldman Sachs, [The Assumptions Shaping the Scale of the AI Build-Out](#), 1° maggio 2026.

¹⁰ Goldman Sachs Research, [Are US Stock Market Valuations Outpacing Fundamentals?](#), 10 luglio 2026.

le quotazioni diventano vulnerabili anche a piccole revisioni delle aspettative.

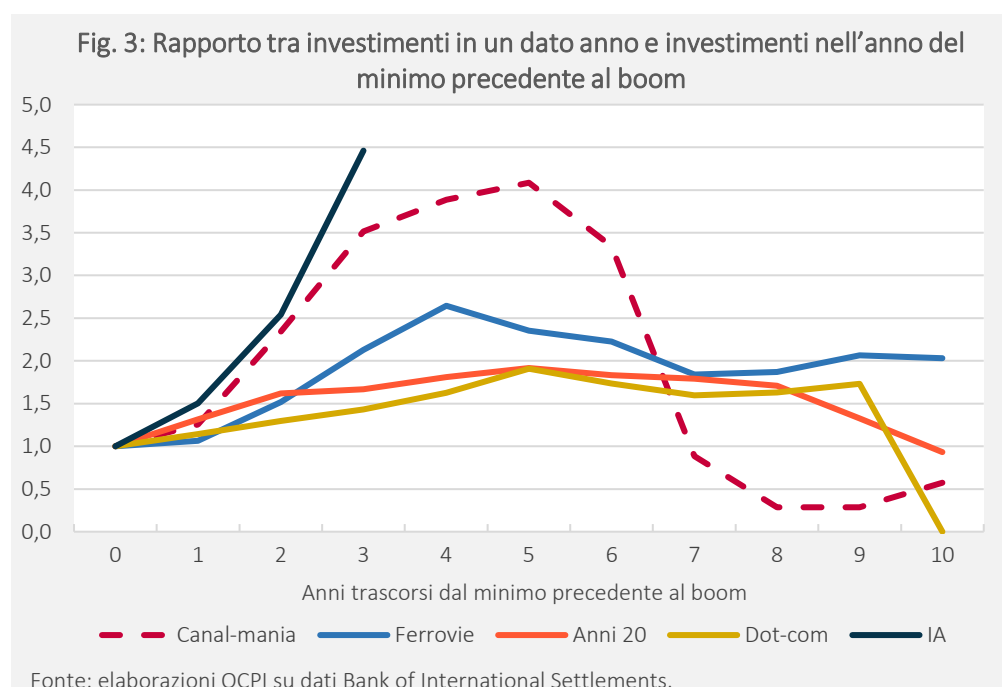
- **Una distribuzione del rischio più concentrata** che potrebbe avere effetti sistemici sull'economia. Secondo Goldman Sachs, i maggiori titoli tecnologici hanno prodotto il 53% del rendimento dello S&P 500 nel 2025.¹¹ La diversificazione degli indici è quindi in parte apparente: famiglie, fondi pensione, ETF e strategie passive detengono indirettamente le stesse grandi imprese.
- **Il crescente ricorso al debito per finanziare gli investimenti in IA** (Fig. 2)
Tra il 2021 e il 2024, gli investimenti dei cinque maggiori fornitori di servizi IA statunitensi, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft e Oracle, sono risultati compresi tra il 12 e il 18% dei ricavi, livelli già superiori alla media del 7% delle imprese non finanziarie. Il rapporto è poi salito al 32% nel 2025 e, secondo le previsioni della BIS, potrebbe raggiungere il 48% nel 2026. Parallelamente, le emissioni di debito, scese fino a meno di 20 miliardi di dollari nel 2024, sono aumentate a circa 105 miliardi nel 2025 e potrebbero raggiungere 175 miliardi nel 2026: la forte accelerazione degli investimenti non viene più finanziata soltanto con le risorse generate internamente, ma richiede un crescente ricorso al debito.



Anche il confronto storico invita alla cautela (Fig. 3). Il grafico confronta l'andamento degli investimenti durante alcuni dei principali boom tecnologici

¹¹ Goldman Sachs Research, [The S&P 500 Is Expected to Rally 12% This Year](#), 9 gennaio 2026.

del passato, ponendo uguale a 1 il livello registrato nel minimo precedente all'inizio dell'espansione (il 2023 nel caso dell'IA). I valori sull'asse verticale indicano quindi di quante volte gli investimenti sono aumentati rispetto a quel livello iniziale. Nei primi tre anni successivi al minimo, gli investimenti in IA sono saliti a circa 4,5 volte il livello di partenza, con una crescita più rapida di quella osservata durante il boom dei canali negli Stati Uniti negli anni 30 dell'800, il boom ferroviario britannico dell'Ottocento, l'espansione degli anni Venti e la bolla delle dot-com tra il 2000 e il 2001. Ciò non significa necessariamente che l'IA sia una bolla: anche le grandi innovazioni del passato hanno prodotto effetti duraturi sulla produttività e sulla crescita. Tuttavia, questi benefici di lungo periodo hanno spesso convissuto con una fase iniziale di sovrainvestimento, alimentata da aspettative eccessivamente ottimistiche sui ricavi e i guadagni di produttività che l'innovazione introdotta produce.



Un primo avvertimento? Il Private Credit statunitense

Le tensioni emerse nel private credit statunitense tra la fine del 2025 e la prima metà del 2026 mostrano come lo sviluppo dell'IA possa produrre effetti anche in segmenti del sistema finanziario meno visibili dei mercati azionari.¹²

Il private credit consiste in prestiti concessi direttamente alle imprese da fondi e altri intermediari non bancari, spesso a società non quotate e, in molti casi,

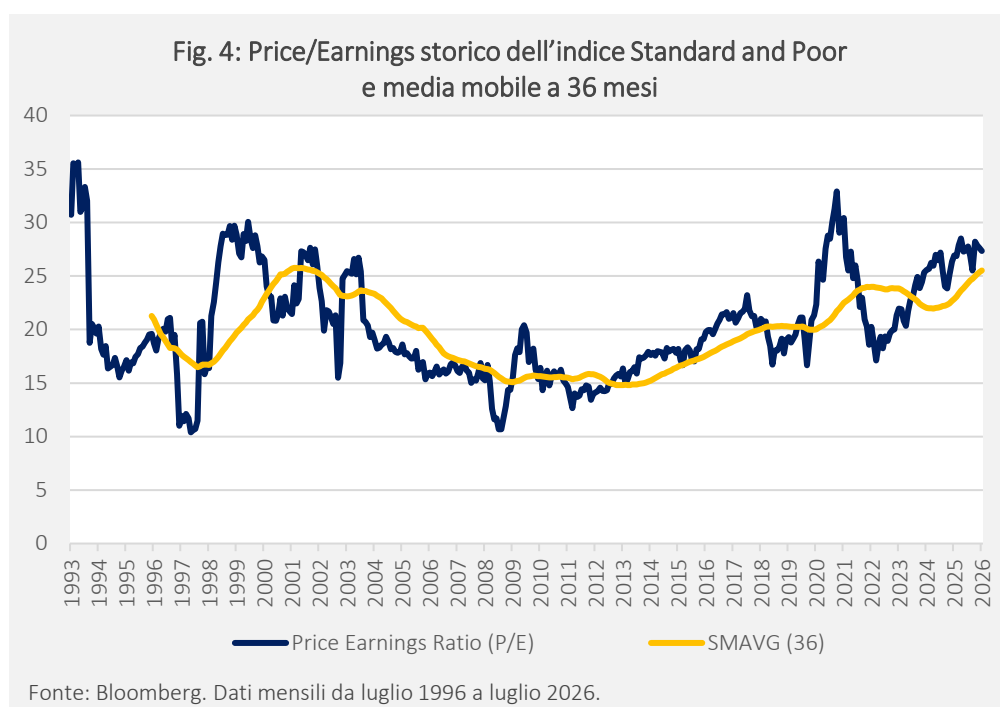
¹² Questa parte costituisce una sintesi meno tecnica della nostra precedente nota ["Il mercato del Private Credit: crisi o aggiustamento?", 31 luglio 2026.](#)

partecipate da fondi di private equity. Il mercato si è sviluppato rapidamente dopo la crisi finanziaria del 2008, anche in seguito ai maggiori vincoli regolamentari imposti alle banche, raggiungendo dimensioni comprese, a seconda delle definizioni, tra 2 e 3,5 mila miliardi di dollari. Questi prestiti sono generalmente poco standardizzati, non scambiati su mercati pubblici e quindi difficilmente negoziabili. Alcuni fondi che vi investono consentono ai sottoscrittori di presentare richieste periodiche di rimborso. Questa combinazione può creare un problema di liquidità quando la fiducia si deteriora e molti investitori chiedono contemporaneamente di essere rimborsati. Tuttavia, le difficoltà emerse in questo segmento di mercato non hanno prodotto una crisi di liquidità generalizzata.

Le vulnerabilità recenti affondano le radici soprattutto nelle scelte compiute tra il 2020 e il 2022. In un contesto di tassi d'interesse molto bassi e forte concorrenza tra gestori di risparmio, una quota crescente dei prestiti diretti statunitensi è stata destinata a società di software (società dette SaaS, ossia *Software as a Service*) considerate allora relativamente sicure grazie alla forte crescita registrata dal settore. Tra il 2015 e il 2025, il credito privato a queste imprese è passato da circa 8 miliardi a oltre 500 miliardi di dollari, arrivando a rappresentare il 19% del mercato. In questo contesto, la diffusione rapida dell'IA generativa ha messo in discussione le prospettive di crescita di alcune società, soprattutto quelle che offrivano applicazioni più facilmente sostituibili dai nuovi strumenti di IA, con inevitabili ricadute sulle valutazioni dei prestiti sottostanti che hanno alimentato una forte crescita delle richieste di rimborso. Nel primo trimestre 2026 circa 7,1 miliardi di dollari sono stati richiesti in uscita da otto grandi fondi statunitensi di credito privato. L'aumento delle richieste non si è però tradotto in un blocco generalizzato: nella quasi totalità dei casi i fondi hanno soddisfatto integralmente i rimborsi, talvolta utilizzando risorse messe a disposizione dai gestori. L'episodio ha quindi reso visibile il rischio derivante dalla combinazione tra attività difficilmente negoziabili e finestre periodiche di rimborso, ma non ha prodotto una crisi di liquidità generalizzata. Anche il mercato ha iniziato a correggere gli squilibri accumulati negli anni precedenti. La quota del settore tecnologico nelle nuove operazioni di "direct lending" è diminuita, mentre sono aumentate l'attenzione alla qualità dei debitori e la severità delle condizioni contrattuali. Nel secondo trimestre del 2026, inoltre, la raccolta dei fondi nordamericani chiusi rivolti agli investitori istituzionali è tornata a crescere, raggiungendo il secondo miglior risultato trimestrale degli ultimi quattro anni. Nel complesso, i dati disponibili a metà 2026 descrivono quindi un riprezzamento selettivo del rischio, con una maggiore distinzione tra imprese vincitrici e perdenti della trasformazione tecnologica, più che una crisi dell'intero mercato del private credit.

Analisi fondamentale

Come si è argomentato in una precedente nota dell'Osservatorio,¹³ per capire se i prezzi siano davvero eccessivi non basta guardare quanto è salita la Borsa: occorre confrontare le quotazioni con gli utili passati ed attesi delle imprese. Il rapporto prezzo/utili (P/E) dello S&P 500, calcolato sugli utili degli ultimi dodici mesi, è oggi pari a 27,3 (Fig. 4). È un valore alto rispetto alla media storica e vicino ai massimi degli ultimi trent'anni, ma resta inferiore a quello raggiunto durante la bolla dot-com (30).

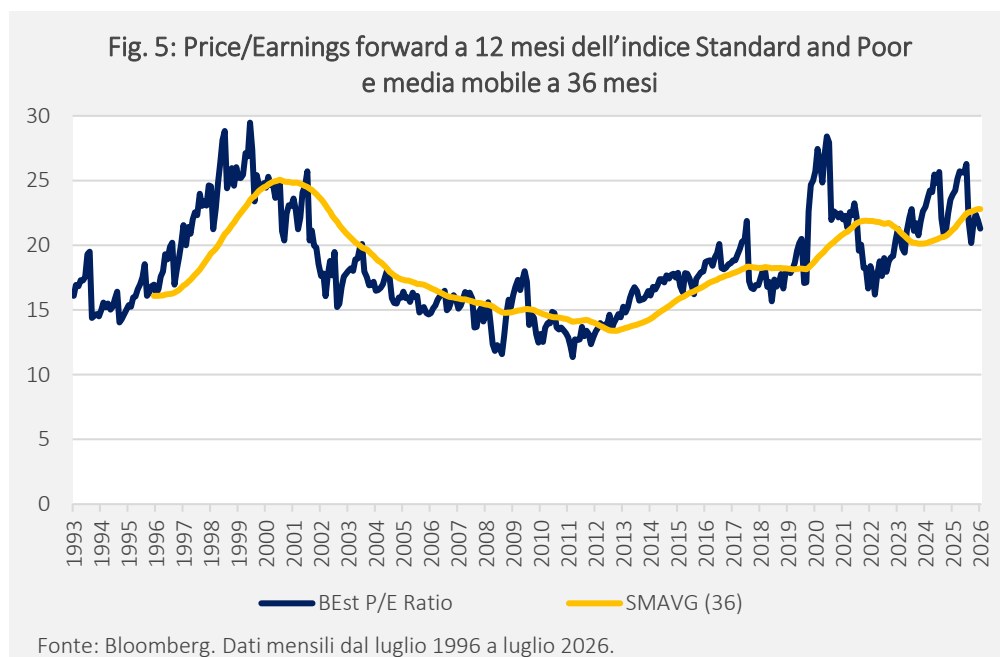


Il P/E forward, calcolato sulla base della media delle previsioni degli analisti sugli utili dei prossimi dodici mesi, è pari a 21,3 e rimane nettamente inferiore ai livelli raggiunti alla fine degli anni Novanta (Fig. 5). La differenza tra il P/E storico e quello forward mostra che il mercato si aspetta una crescita piuttosto forte degli utili nei prossimi trimestri, soprattutto grazie ai benefici attesi dagli investimenti in IA e a margini più elevati nel settore tecnologico. Dunque, una parte importante delle alte valutazioni attuali si spiega con l'aspettativa che gli utili continuino a crescere rapidamente.

Il fatto che il P/E forward sia oggi ben al di sotto del picco dot-com (21,3 contro ~29-30) ridimensiona i timori di una bolla generalizzata, ma non li elimina. Il confronto è rassicurante solo se gli utili attesi si realizzeranno davvero. La distanza tra il P/E calcolato sugli utili passati e quello basato sugli utili futuri è

¹³ Vedi la nostra precedente nota [Il mercato azionario americano: un'altra bolla?](#), 31 luglio 2026.

infatti ampia: se la crescita deludesse, le valutazioni apparirebbero improvvisamente molto più elevate, anche senza un ulteriore aumento dei prezzi.



Il dato medio dello S&P 500 nasconde inoltre differenze molto ampie tra i settori. Il comparto tecnologico presenta valutazioni nettamente superiori a quelli dell'intero indice e anche i beni di consumo discrezionali si collocano sopra la media. Sanità, finanza e servizi di pubblica utilità restano invece su livelli più contenuti e più vicini alle medie storiche. Il premio pagato dagli investitori è quindi concentrato soprattutto nelle grandi imprese tecnologiche (Tav. 1).

Tav. 1: Price/Earnings storico e forward a 12 mesi dell'indice Standard&Poor e dei singoli settori del mercato statunitense
(dati puntuali al 27/07/2026)

Settore	P/E Storico	P/E Forward
Indice SP500	27,3	21,3
Settore Sanitario USA	22,3	21,9
Settore Tecnologico USA	37,4	25,0
Settore Utilities USA (Servizi di Pubblica Utilità)	20,3	18,9
Settore Finanziario USA	18,0	16,1
Settore Beni di Consumo Discrezionali USA	29,3	24,0

Fonte: Bloomberg.

Anche tra le Big Tech il quadro è molto diverso da impresa a impresa (Tav. 2). Nvidia ha un P/E elevato, ma negli ultimi anni ha registrato una crescita

eccezionale degli utili: la sua valutazione può essere sostenibile se la domanda di chip per l'IA resterà forte e se la concorrenza non ne ridurrà troppo i margini. Alphabet dispone di attività mature e molto redditizie, ma gli investimenti nell'IA stanno assorbendo una quota crescente della cassa generata. Apple sconta soprattutto la possibilità di integrare l'IA nei propri prodotti e servizi, pur avendo finora investito meno dei principali "hyperscaler". Tesla è il caso più incerto, perché una parte rilevante del prezzo dipende da attività future, come robotaxi e robotica, che devono ancora dimostrare di poter generare profitti su larga scala.

Tav. 2: Price/Earnings storico e forward a 12 mesi dell'indice Standard and Poor 500 e delle aziende sotto analisi
(dati puntuali al 27/07/2026)

Azienda	Trailing P/E	Forward P/E
AAPL US Equity	40,3	36,2
NVDA US Equity	36,2	20,8
GOOG US Equity	30,7	22,1
TSLA US Equity	313,2	150,7
SPX Index	27,3	21,3

Fonte: Bloomberg.

Nel complesso, l'analisi fondamentale non sembra indicare una bolla diffusa su tutto il mercato azionario statunitense. Le valutazioni elevate sono concentrate soprattutto in poche grandi società tecnologiche, molte delle quali sono già molto profittevoli, hanno bilanci solidi e occupano posizioni dominanti. Il rischio principale è quindi specifico: alcune quotazioni richiedono che aspettative di crescita molto ambiziose vengano confermate per diversi anni. Se queste promesse non fossero mantenute, la correzione potrebbe riguardare anzitutto i singoli titoli più esposti; tuttavia, dato il loro peso negli indici, gli effetti potrebbero estendersi anche al resto del mercato.