

LA METAFORA ANTHROPIC

L'attesa quotazione di Anthropic potrebbe diventare uno degli eventi finanziari più importanti dell'anno. Non soltanto per le dimensioni, ma anche perché la società che ha sviluppato Claude sembra rappresentare, quasi metaforicamente, tutte le contraddizioni che oggi accompagnano l'intelligenza artificiale.

Da una parte ci sono aspettative di crescita straordinarie. Anthropic ha registrato nel 2025 ricavi per circa 4,6 miliardi di dollari, ma nello stesso esercizio una perdita operativa superiore agli 8 miliardi. Eppure, il mercato discute di una possibile valutazione nell'ordine dei 2'000 miliardi di dollari e di un'IPO (Initial Public Offering) che potrebbe raccogliere fino a 100 miliardi. La quotazione, inizialmente attesa in ottobre, sarebbe ora prevista prima del Thanksgiving, il 26 novembre, con il *roadshow* che potrebbe iniziare nella settimana del 9 novembre. Numeri che spiegano quanto il mercato non stia valutando Anthropic per quello che guadagna oggi, ma per ciò che immagina possa diventare domani.

Dall'altra parte, però, la stessa società che dovrebbe incarnare finanziariamente le enormi possibilità dell'intelligenza artificiale è anche una delle aziende che più apertamente ne sottolineano i pericoli. Il suo amministratore delegato, Dario Amodei, ha continuato nelle ultime settimane a parlare pubblicamente dei rischi connessi allo sviluppo di sistemi sempre più potenti: utilizzo dell'AI per attacchi informatici, applicazioni biologiche pericolose, perdita di controllo sui modelli e conseguenze potenzialmente molto gravi per la società. È una posizione particolarmente audace proprio alla vigilia di una quotazione, quando normalmente il compito di un amministratore delegato è soprattutto quello di convincere gli investitori sulle potenzialità della propria azienda.

Ma Anthropic non è una società come le altre. È costituita come Public Benefit Corporation, una forma societaria prevista dal diritto del Delaware che impone agli amministratori di bilanciare tre interessi: quello economico degli azionisti, quello

delle persone materialmente interessate dalle attività dell'impresa e il beneficio pubblico dichiarato dalla società. La missione di Anthropic è esplicitamente lo sviluppo responsabile dell'intelligenza artificiale avanzata a beneficio dell'umanità nel lungo periodo. A questa struttura si aggiunge il Long-Term Benefit Trust, creato proprio per cercare di proteggere quella missione dalle pressioni commerciali e finanziarie di breve periodo. È qui che Anthropic diventa interessante ben oltre l'IPO.

Una società quotata deve inevitabilmente confrontarsi con azionisti che chiedono crescita, margini e utili. Una Public Benefit Corporation come Anthropic deve contemporaneamente tenere conto di *stakeholder* che possono chiedere prudenza nello sviluppo di una tecnologia che la società stessa considera potenzialmente pericolosa. Il conflitto tra queste due esigenze potrebbe diventare uno dei grandi temi degli anni a venire: quanto sarà possibile rallentare, regolamentare o rendere più sicura una tecnologia quando centinaia di miliardi di

dollari saranno stati investiti contando sulla sua rapidissima crescita?

Un trimestre che racconta la stessa contraddizione

Anche i mercati finanziari hanno chiuso il terzo trimestre mostrando una contraddizione simile. Le borse hanno resistito sorprendentemente bene a un contesto che, almeno sulla carta, avrebbe dovuto essere molto più difficile. Guerre, petrolio nuovamente sopra i 100 dollari, inflazione persistente e rendimenti obbligazionari ai massimi da decenni non sono stati sufficienti a interrompere il rialzo degli asset rischiosi. Alla fine del trimestre, i principali indici azionari mondiali si trovavano ancora appena sotto i massimi storici e guadagnavano oltre il 12% dall'inizio dell'anno (MSCI World). Nel solo terzo trimestre la capitalizzazione dei mercati azionari mondiali è aumentata di circa 3'000 miliardi di dollari.¹

Il mercato americano continua però a mostrare una caratteristica che merita attenzione: la crescita degli indici è molto più forte di quella del mercato nel suo

¹ Reuters, *Global stocks weather third-quarter AI, bond and crude maelstrom*, 30 Settembre 2026.

complesso. Soltanto due degli undici settori dell'S&P 500 risultano in rialzo negli ultimi tre mesi: energia (+13%) e tecnologia (+9.5%). Circa l'80% dei titoli dell'indice è invece sceso sotto la propria media mobile a 50 giorni². Sono ancora una volta le grandi società tecnologiche a sostenere buona parte dell'indice. E non è difficile comprenderne il motivo. Gli investitori continuano ad anticipare una crescita molto consistente degli utili legati all'intelligenza artificiale. Non è un caso che, nel trimestre, le borse europee, povere in questo ambito, hanno quasi tutte chiuso in negativo (pur restando positive da inizio anno). Nel corso del 2026 quasi metà dell'espansione degli utili dell'S&P 500 è stata direttamente o indirettamente riconducibile agli investimenti nell'AI. Ma nei prossimi anni questi dovrebbe fisiologicamente rallentare mentre potrebbero esplodere gli ammortamenti e i costi del capitale. È quindi una borsa che continua a guardare avanti. E per il momento guarda avanti con fiducia. Il problema è che un altro mercato sta cominciando a scrutare lo stesso futuro con occhi differenti.

Il segnale delle obbligazioni

Il terzo trimestre è stato particolarmente difficile per le obbligazioni governative. Il rendimento del *Treasury* americano a dieci anni ha superato il 5% e il 1. ottobre ha addirittura raggiunto il 5,34%, il livello più alto dal 2002. Il trimestre ha segnato per questo mercato una delle peggiori performance degli ultimi decenni. Il movimento non riguarda soltanto gli Stati Uniti. Rendimenti a lunga scadenza hanno raggiunto massimi pluridecennali anche in Europa, Regno Unito e Giappone. Il messaggio delle obbligazioni appare quindi progressivamente diverso dall'azionario.

Mentre le borse scontano crescita economica, degli utili e l'aumento di produttività che potrebbe derivare dall'intelligenza artificiale, le obbligazioni, con malcelata preoccupazione, cominciano invece a interrogarsi su chi finanzia tutto questo. Gli stati hanno bisogno di capitali enormi per nutrire deficit pubblici già molto elevati e rifinanziare debiti accumulati quando i tassi erano molto più bassi. Contemporaneamente le grandi società tecnologiche devono

² Vito Lops, Wall Street, indici sui massimi, ma l'80% dei titoli è in ribasso, *Il sole 24 Ore*, 2 ottobre 2026.

finanziare *data center*, semiconduttori, reti elettriche e infrastrutture necessarie a sostenere l'espansione dell'intelligenza artificiale. Sul mercato dei capitali stanno quindi arrivando contemporaneamente Stati e imprese private con necessità di raccolta eccezionalmente elevate. È una competizione per il capitale che il mercato obbligazionario non può ignorare. Se i rendimenti restassero agli attuali livelli, il solo costo netto degli interessi sul debito pubblico potrebbe assorbire entro il 2030, secondo le stime di UBS, il 17,7% dei ricavi degli Stati Uniti.³

A complicare ulteriormente il quadro rimane l'inflazione. Negli Stati Uniti il PCE core di agosto era ancora al 3% annuo, quindi significativamente superiore all'obiettivo del 2% della Federal Reserve. Il rallentamento del mercato del lavoro registrato a settembre può consentire alla Fed maggiore prudenza sui prossimi rialzi, ma non elimina il problema dei prezzi. E il petrolio rappresenta ancora una variabile decisiva: nel terzo trimestre il Brent è salito di circa il 40%, alimentando nuovamente le pressioni inflazionistiche.

Due mercati, una sola domanda

Entriamo quindi nell'ultimo trimestre dell'anno con due mercati che sembrano osservare la stessa economia arrivando, almeno per il momento, a conclusioni differenti. Il mercato azionario continua a scommettere sull'intelligenza artificiale che provocherà crescita, aumento della produttività e utili sufficientemente elevati da giustificare valutazioni importanti. Quello obbligazionario sta cominciando invece a chiedersi quale sarà il costo finanziario necessario per realizzare una tale crescita. Con il *Treasury* decennale sopra il 5%, questa divergenza non può continuare indefinitamente senza conseguenze. Tassi di interesse così elevati aumentano infatti contemporaneamente il costo del debito pubblico, il costo del capitale per le imprese e il tasso con cui vengono attualizzati gli utili futuri.

Per questo nei prossimi mesi sarà importante osservare soprattutto due possibili sviluppi. Una distensione dei conflitti geopolitici potrebbe ridurre il premio incorporato nei prezzi dell'energia, favorire la discesa del petrolio e alleggerire

³ Nel Regno Unito questa percentuale sarebbe del 9.2%, in Francia del 7.5% e in Giappone del 5.4%, Mark

Haefele, *La guerra, la Fed e le decisioni da prendere*, UBS House View, Monthly Letter, settembre 2026, p.8

le pressioni inflazionistiche. Sarebbe probabilmente lo scenario più semplice per ricomporre la tensione tra azioni e obbligazioni. Altrimenti il mercato dovrà rivedere i suoi presupposti.

La grande narrazione economica di questi anni sostiene che l'intelligenza artificiale permetterà un salto di produttività tale da generare la crescita necessaria a remunerare gli investimenti straordinari che si stanno facendo oggi. Potrebbe essere così. Ma con debiti pubblici sempre più elevati, tassi reali positivi e una quantità crescente di capitali, richiesti contemporaneamente da governi e imprese tecnologiche, questa promessa dovrà presto confrontarsi con la sostenibilità finanziaria necessaria per realizzarla. In questo senso la quotazione di Anthropic potrebbe essere davvero una metafora perfetta dell'attuale fase dei mercati.

Da una parte c'è una tecnologia alla quale vengono attribuite possibilità economiche straordinarie. Dall'altra ci sono rischi che la stessa società protagonista di questa rivoluzione sente il dovere di dichiarare apertamente. Tra questi due estremi si muove oggi il mercato: tra ciò che l'intelligenza artificiale potrebbe diventare

e il prezzo che bisogna pagare, oggi, perché quel futuro si realizzi.