

# WEEKLY UPDATE

12 febbraio 2024



## I TEMPI DI AFFERMAZIONE DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE POTREBBERO ALLUNGARSI

Molti economisti sono fermamente convinti che l'intelligenza artificiale generativa (AI) stia per trasformare radicalmente l'economia globale e, secondo un recente report a cura della Stanford University, "è verosimile supporre una crescita economica esplosiva, con GDP in forte ascesa e l'AI sempre più proiettata a sostituire il lavoro umano garantendo una produttività boom nei prossimi anni" (il Fondo Monetario Internazionale, peraltro, ha già valutato che il potenziale impatto dell'AI sul mercato del lavoro globale arriverà a "colpire quasi il 40% dei posti di lavoro nel mondo"); ovviamente, perché tale trasformazione si realizzi compiutamente, è necessario preventivare che le grandi aziende sappiano investire in modo massiccio in software e infrastrutture, tali da assorbire al meglio la catena dei processi produttivi guidata dall'intelligenza artificiale medesima. Ciò detto, tuttavia, numeri alla mano, sembra che a livello mondiale l'impegno in termini di Capex (*Capital Expenditures*, ovvero flussi di cassa in uscita per finanziare investimenti in attività immobilizzate di natura operativa) sia ancora piuttosto marginale: soprattutto se rapportato al montante rilevato nel periodo 1992-1999, quando la diffusione delle *computer technologies* divenne talmente esteso da incidere fortemente anche sulle dinamiche del GDP.

A dire il vero, il Capex è tornato ad essere vivace e incisivo nel periodo pandemico associato ai lockdown e agli inizi del 2022 è cresciuto addirittura ad un tasso annualizzato dell'8%, cominciando comunque a rallentare nella parte finale del medesimo anno sulla scia delle incalzanti tensioni

**DOCUMENTO A CURA  
DEL TEAM GESTIONE  
PRODOTTI AZIONARI,  
OBBLIGAZIONARI E  
SOLUZIONI DI  
INVESTIMENTO di  
Fideuram Asset  
Management SGR**



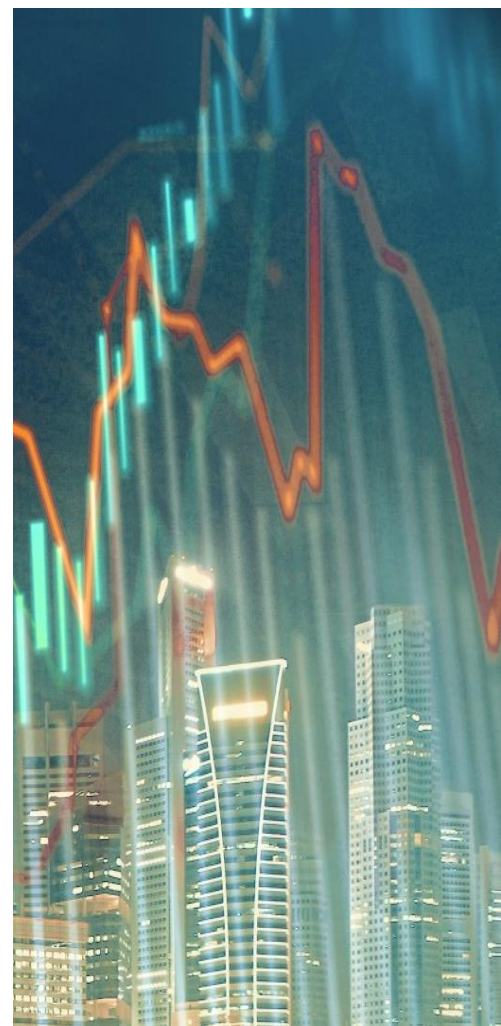
FIDEURAM  
INTESA SANPAOLO  
PRIVATE BANKING  
Asset Management

geopolitiche e dei più alti tassi di interesse: in pratica, all'epoca del rilascio della GPT-4 di OpenAI, nel marzo 2023, la spesa globale in termini di Capex era quantificabile solo in un tasso di circa il 3% su base annua. In tale ambito, ovviamente, non fanno testo i singoli casi di Microsoft (con stime di Capex prossime al 20%) e Nvidia (per la quale si stima addirittura un impegno al 30%) poiché lo specifico *core business* di entrambe le società impone e giustifica piani di investimento a doppia cifra ma, va ribadito, nel resto del mondo non vi è (ancora) grande fermento e spirito partecipativo in termini di impegno finanziario, con Capex complessivo per il 2024 stimato al 2.5% e previsioni persino di un calo del 4% annuo in termini di future intenzioni (con l'eccezione del Giappone dove invece il Capex, dopo anni di apatia, è tornato a crescere in modo sostenuto).

A cosa imputare dunque tale fenomeno contraddittorio, almeno in apparenza? La questione può essere ragionevolmente spiegata sulla base di una duplice argomentazione; da un lato, accade che l'implementazione di nuovi applicativi tecnologici richiede tempo e, non a caso, un recente sondaggio presso un gruppo selezionato di Ceo avrebbe confermato che, per i medesimi, un eventuale *"impatto significativo"* sui relativi business è stimabile in un arco temporale compreso fra i tre e i cinque anni, non nell'immediato, e dunque anche i massicci investimenti possono attendere; un caso da manuale, ad esempio, è proprio quello ascrivibile a Microsoft, il cui sistema operativo rilasciato nel 1995 divenne in realtà fortemente richiesto dalle aziende solo qualche anno più tardi, intorno alla fine degli anni '90: per non dire, similmente, delle difficoltà che l'azienda di Redmond sta attualmente incontrando nel lancio di Bing, il proprio motore di ricerca che nell'ultimo anno è cresciuto solo dell'1%, fallendo di fatto (almeno per ora) l'obiettivo di rosicchiare quote di mercato a Google, il cui motore di ricerca continua a dominare incontrastato su ogni piattaforma (eppure, quando Microsoft annunciò che avrebbe inserito ChatGPT nel suo motore di ricerca, nel febbraio 2022, molti analisti giudicarono questa mossa come una sorta di *"momento iPhone"*, cioè capace di ribaltare anche gli equilibri più consolidati, al punto che lo stesso Ceo Nadella non riuscì a trattenersi dal proclamare che *"l'intera categoria di ricerca sta attraversando un cambiamento epocale; questa opportunità si presenta pochissime volte"*).

Vi sarebbe poi un'ulteriore spiegazione idonea a chiarire meglio l'attuale ritrosia delle grandi aziende nell'esporsi finanziariamente pianificando esborsi di decine di miliardi nell'AI: il rischio di sovrastimare la portata di nuove innovazioni, oltretutto l'impatto che queste potrebbero avere, almeno in origine, in termini di costi strutturali.

Un esempio lampante è quello del metaverso, celebrato troppo frettolosamente come la nuova frontiera imprescindibile della tecnologia e relegato, per ora, in un angolo in attesa che i tempi siano più maturi per essere recepito dal grande pubblico e dunque trasformato in un business profittevole (ne sa qualcosa Mark Zuckerberg e il cambio di rotta che la sua Meta ha dovuto effettuare per non soccombere nel rosso dei conti trimestrali). Non solo, ma anche la transizione energetica e la progressiva





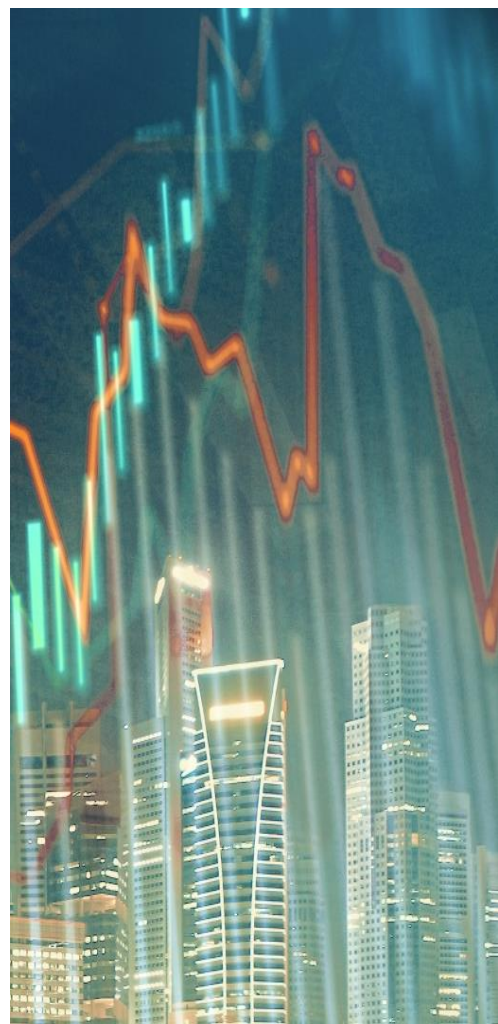
elettrificazione dell'universo automotive (ormai imbottito di AI) sta, in buona misura, esplicitando difficoltà analoghe, legate stavolta a fattori di (ancora) eccessiva onerosità a livello di gestione ordinaria.

Si prenda il caso paradigmatico di Hertz, costretta a svendere 20.000 veicoli elettrici. La società, leader nel noleggio auto, aveva inizialmente annunciato un ambizioso piano di elettrificazione della sua flotta con l'acquisto di ben 100.000 Tesla Model 3: senonché, in tempi più recenti, nell'ottobre 2023, Hertz ha fatto sapere che avrebbe decisamente rallentato i piani per l'elettrificazione della flotta delle sue vetture, in ragione dell'eccessiva svalutazione delle auto (il taglio dei prezzi che Tesla ha applicato ha ridotto di circa un terzo il valore di rivendita) e dei costi di riparazione dei veicoli elettrici, ben più alti di quanto inizialmente stimato dalla società. Insomma, i casi di metaverso, motore di ricerca Bing e Tesla, pur nella loro evidente diversità, dimostrano che *“forse è stata sottovalutata la curva di apprendimento”* e come ben sintetizzato da Geoffrey Moore, uno dei più noti esperti di tecnologia al mondo, *“bisogna comprendere lo scarto che intercorre tra gli early adopter, ossia tra i primi utilizzatori di soluzioni all'avanguardia, e la comunità allargata dei fruitori. Da lì passa il successo o l'insuccesso di un prodotto, di un servizio, di una soluzione, persino di un'azienda. Conoscere le dinamiche di acquisto permette di formulare strategie per intercettare i clienti più scettici e arrivare al pubblico mainstream. Qualunque prodotto innovativo inizialmente viene apprezzato, comprato e diffuso da un ristretto gruppo di utilizzatori precoci, ma tra questa categoria e la maggioranza precoce il percorso è in salita: è in quel burrone che finiscono moltissime aziende, giocandosi il successo”*.

Qualche giorno fa a Las Vegas c'è stato il tradizionale CES (Consumer Electronics Show), la fiera dell'elettronica più grande del mondo, con tantissima intelligenza artificiale in vetrina; dal robot sferico di Samsung progettato per vivere in casa e connettersi agli elettrodomestici svolgendo più funzioni, agli orologi Garmin di nuova generazione, all'avatar e all'influencer virtuale: alla fine, per ogni prodotto, ci sarà una *“comunità di precursori”* che farà da apripista e decreterà il successo o il fallimento del prodotto stesso o del nuovo servizio, ragion per cui è verosimile supporre che per alcune fattispecie di AI che incontreranno il favore del pubblico ve ne saranno (sempre) altre verosimilmente destinate all'oblio.

## L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Grandi aspettative in Cina per l'avvio del Capodanno lunare, con mercati chiusi dal 9 al 16 febbraio e dunque voglia di riscatto almeno nei primi giorni della scorsa ottava, con la riscossa dello Shanghai Composite nella giornata di martedì 6, a conferma anche dei buoni dati relativi al PMI servizi, in fase espansiva per il tredicesimo mese consecutivo; inoltre, a mitigare i guai del mercato immobiliare, è stata senz'altro di gran conforto la notizia secondo cui Smic, il maggior produttore cinese di semiconduttori, avrebbe messo a punto una nuova linea produttiva di chip a Shanghai idonea a supportare la tecnologia di Huawei, affrancandosi dunque dalle restrizioni americane



imposte da Biden in merito alle forniture in Cina da parte di aziende americane: con effetto benefico anche alla Borsa di Hong Kong, che oltretutto ha subito festeggiato i titoli dei produttori cinesi di auto elettriche, dopo che il governo di Pechino ha annunciato un piano per sostenere ulteriormente la crescita del settore EV (*Electric Vehicle*).

La seconda settimana di febbraio, peraltro, è iniziata all'insegna di una doppia riflessione, da parte della comunità finanziaria, sulla robustezza e consistenza dell'economia americana e sulla dinamica attesa dei tassi di interesse; in merito alla prima questione, senza dubbio i numeri di prim'ordine esplicitati dal PIL e dal mercato del lavoro sono stati corroborati da trimestrali "di sostanza", soprattutto nel mondo delle *Big Tech*, con un monte utili cresciuto del 56% grazie a intelligenza artificiale, *cloud* e interventi sui costi (e con l'efficace compartecipazione di titoli ciclici quali Caterpillar, in grande evidenza per utili attuali e prospettici attesi e sempre attentamente monitorata dagli analisti in virtù delle sue capacità predittive in termini di congiuntura economica) alimentando la convinzione che, alla peggio, un *soft landing* (atterraggio morbido) sia l'opzione più convincente a livello probabilistico.

Il tema dei tassi, ovviamente, risulta sempre più ostico e, in effetti, le dichiarazioni dei giorni scorsi lasciano intendere uno scenario ancora nebuloso; Powell, anzitutto, intervenendo alla CBS americana, ha ribadito la necessità di non avere fretta a tagliare i tassi sui *fed funds* prima di avere maggiori conferme sul rallentamento sostenibile dell'inflazione: in pratica, *"vogliamo essere sicuri prima di prendere una decisione così importante; prendiamo atto però che di solito una politica monetaria restrittiva provoca un certo grado di sofferenza all'economia, cosa che negli Stati Uniti non si è verificata affatto"*.

Sulla stessa falsariga, anche Kashkari ha sottolineato che *"ci vuole più tempo per valutare correttamente i dati economici"*, mentre la Mester ha ulteriormente puntualizzato che *"la FED può abbassare i tassi nel corso dell'anno, sempre che l'inflazione effettivamente scenda salvo, altrimenti, mantenere l'attuale politica monetaria"*; del resto anche a livello globale, con l'eccezione della Cina, si continua ancora a respirare un'aria tendenzialmente restrittiva: la banca centrale australiana, ad esempio, pur lasciando invariati i tassi di riferimento per la seconda volta, ha lasciato intendere nel proprio comunicato di non escludere di tornare a rialzare i tassi medesimi, in ragione del fatto che il trend della crescita dei prezzi in Australia rimane elevato.

La banca del Giappone stessa, a sua volta, si sta avvicinando al primo aumento dei tassi dal 2007 e tale intenzione traspare chiaramente dalla pubblicazione delle opinioni espresse nella riunione di alcuni giorni fa (anche se ancora manca un consenso univocamente condiviso sui tempi della stretta).



In realtà, al di là delle singole azioni intraprese dalle altre banche centrali, il numero uno della FED si trova a dover sbrogliare un dilemma di non poco conto: gestire la liquidità senza allarmare i mercati.

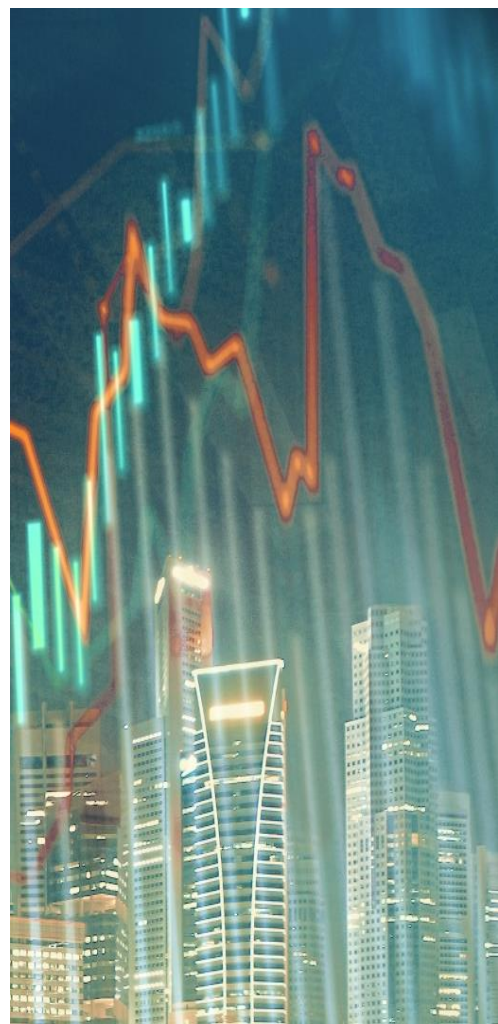
Nello specifico, il 29 gennaio il Dipartimento del Tesoro ha annunciato che in questo primo trimestre dell'anno emetterà "solamente" 760 miliardi di dollari di titoli di Stato, ovvero 55 miliardi in meno rispetto a quanto previsto a ottobre, mentre il 31 gennaio la FED ha lasciato velatamente intendere di procedere alla riduzione del drenaggio di liquidità attraverso il *quantitative tightening*, "anche se l'argomento sarà affrontato meglio nel meeting di marzo": insomma, se ora la FED riduce i titoli nel suo bilancio al ritmo di 90 miliardi al mese, prima o poi dovrà rallentare il passo per evitare di sottrarre troppa liquidità al sistema finanziario complessivo.

Per quale ragione? Semplicemente perché, soprattutto nell'anno elettorale, la banca centrale ha interesse a tenere il più possibile sotto controllo due variabili che, sulla carta, potrebbero essere due mine vaganti: il debito pubblico e il sistema bancario. In merito a quest'ultimo aspetto, in particolare, va precisato che se da un lato la liquidità sistemica è ancora abbondante (grazie al fatto che il drenaggio operato fino ad oggi è stato più che compensato dai fondi monetari che hanno smontato i *Reverse Repo* con cui parcheggiavano cash presso la FED medesima), dall'altro lato è distribuita male: ossia, qualcuno ne ha troppa, mentre qualcun altro comincia ad arrancare e "la FED non vuole tirare la corda per evitare di togliere ossigeno alle banche più in difficoltà".

In più, a complicare ulteriormente il quadro interpretativo sulle politiche monetarie, ci si è messo pure il Fondo Monetario Internazionale proponendo una doppia ricetta sui tassi: qualcuno potrebbe tagliarli troppo presto, qualcun altro troppo tardi. In effetti, come argomentato dal capo economista del FMI (P. Gourinchas) nell'ultimo report, "le banche centrali devono evitare un allentamento prematuro che condurrebbe ad un rimbalzo dell'inflazione. Al tempo stesso, sarà egualmente importante orientarsi verso una normalizzazione monetaria per non mettere a repentaglio la crescita": il tutto, detto in altro modo, significa che "gli Stati Uniti, dove l'inflazione sembra più guidata dalla domanda, devono concentrarsi sul primo rischio, quello di un taglio prematuro, mentre l'Eurozona, dove l'impennata dei prezzi dell'energia ha giocato un ruolo sproporzionato, deve gestire meglio il secondo rischio, quello di ritardare troppo".

Questo, almeno in teoria, fermo restando che su tutto grava poi l'incertezza generata dalle crisi in Medio Oriente e nel Mar Rosso, ben sapendo che "gli impatti finora sono stati limitati, ma la situazione generale è volatile e in evoluzione".

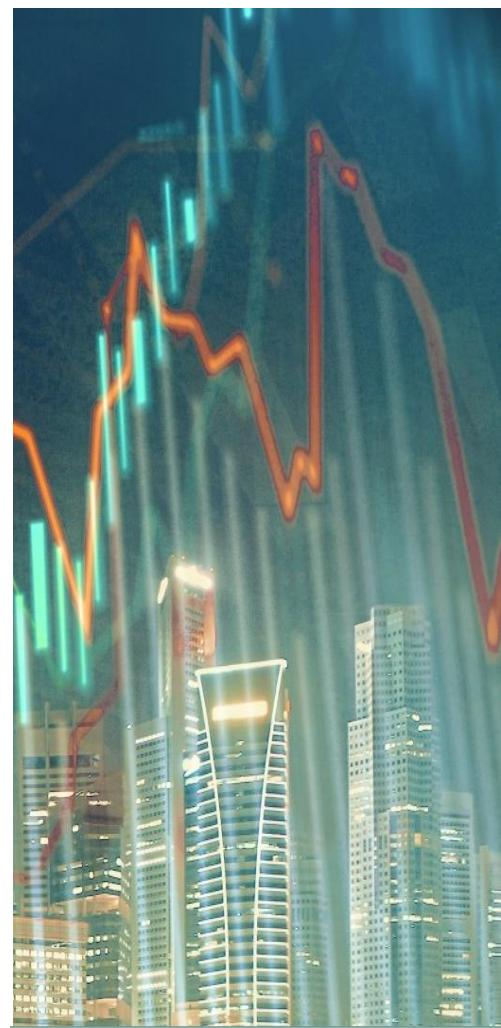
Il saldo settimanale dei principali listini azionari ha evidenziato ancora una colorazione verde, particolarmente intensa sullo Shanghai Composite a cui sono bastati solo quattro giorni di apertura per siglare una performance tonda del 5%, mentre Topix, S&P 500 ed Eurostoxx 600 hanno consolidato sui piani alti, con l'indice americano finalmente al test della soglia





psicologica 5000 (e oltre). Universo obbligazionario in fase tendenzialmente laterale con rendimenti decennali governativi americani inchiodati nel range 4.06%-4.19% e i corrispettivi tedeschi tra il 2.27% e il 2.39% (con particolare propensione rialzista nella sessione di chiusura settimana), a fronte di uno spread Btp-Bund sempre oscillante tra i 150 e 160 punti base. Moneta unica ancora in affanno con minimo settimanale a 1.0723, così come persiste la debolezza dello yen in area 150 con grande giovamento del mercato azionario locale.

In tema di commodities, il petrolio, dopo un minimo a 71 dollari ha avviato una fase ascendente delle quotazioni (fino oltre 77) in seguito alle tensioni crescenti tra Stati Uniti e Iraq, ulteriormente esacerbate dall'atteggiamento di Israele che ha respinto le proposte di Hamas, mentre non si placano le quotazioni stellari del cacao, già sui massimi degli ultimi 46 anni, poiché la scarsità dell'offerta (già di per sé rilevante) è stata ulteriormente aggravata dalle copiose piogge che stanno interessando la Costa d'Avorio e il Ghana.



## **DISCLAIMER**

*Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.*

*Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.*

*Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.*

*Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.*

*I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.*

*Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.*

*Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.*

*La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.*