

WEEKLY UPDATE

17 giugno 2024



GLI INVESTIMENTI DELLE BIG TECH NELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE GENERATIVA: NECESSARI O ECCESSIVI ?

Se l' Umanesimo, inteso come movimento culturale sviluppatosi dalla fine del 1300 a poco oltre la metà del 1400, è definibile come quell'epoca storica in cui appare centrale una rinnovata fiducia nelle capacità e nelle possibilità dell'uomo (in netto contrasto con la cultura medievale permeata da una stretta dipendenza dal supporto divino), allora mai come oggi si può parlare a pieno titolo di "Umanesimo digitale", dove l'intelligenza artificiale (AI) funge da perno di riferimento per una sorta di nuova rivoluzione copernicana destinata ad incidere profondamente anche (o soprattutto) sulle generazioni future: e non solo a livello tecnico-operativo, ma anche etico. Quest'ultimo aspetto, in particolare, ha fatto emergere l'importanza (a livello comunitario UE) di innescare un percorso che conduca, appunto, verso un nuovo Umanesimo tecnologico; il tema dello sviluppo, della trasparenza e del controllo dei contenuti è centrale anche perché le caratteristiche dei sistemi di AI fanno sì che il tempo tra esito della ricerca e impiego effettivo sia ridottissimo ed è forte il rischio della presenza di errori predittivi e decisionali di questi sistemi, con impatti potenzialmente devastanti soprattutto quando i dati e le decisioni prese o suggerite all'operatore umano dal sistema riguardano la libertà, il lavoro, la salute, la giustizia o il benessere economico delle persone.

Ciò premesso, comunque, è del tutto ovvio che la macchina del progresso continui inarrestabile la propria corsa e, scendendo nello specifico, non deve stupire che OpenAI (a metà maggio) abbia già svelato l'ultimissimo modello di chatbot, la GPT-4o, per la quale la responsabile del progetto tecnologico (Mira Murati) ha

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

entusiasticamente preannunciato “il futuro dell’interazione tra noi e le macchine, poiché gli utenti saranno in grado di parlare a GPT-40 che, a sua volta, darà risposte con espressioni e tonalità tipiche del genere umano”: per non dire di Google, il cui Project Astra in dirittura d’arrivo sarà in grado di “sviluppare AI agents capaci di essere d’aiuto in tutte le faccende della vita quotidiana”. Il futuro, insomma, è ancora tutto da scrivere e già si parla di far dialogare tra loro i LLM models (si tratta di una tecnologia AI avanzata incentrata sulla comprensione e sull’analisi del testo; risulta più precisa dei tradizionali algoritmi di machine learning, essendo in grado di cogliere le complessità del linguaggio naturale e, a tale scopo, richiede moltissimi dati di addestramento, quali libri e articoli: un LLM, in pratica, può generare risposte significative e fornire informazioni preziose elaborando grandi quantità di testo), ovvero far passare il concetto per cui “due chatbots sono meglio di una” nel fornire ogni tipo di soluzione, come certificato dai ricercatori del MIT (a titolo esemplificativo, secondo alcuni analisti dell’Università di Berkeley, due agents basati sulla tecnologia GPT-3.5 operanti contestualmente potrebbero negoziare l’acquisto di una rara Pokemon card, spuntando addirittura il prezzo più conveniente).

Le citate argomentazioni, peraltro, per quanto avveniristiche e affascinanti, prescindono da un fattore-chiave di analisi che per qualsivoglia azienda (sia essa Big o Small) è di importanza vitale, ovvero: fino a che punto gli investimenti nel business dell’AI sono in grado di tradursi in redditività e coprire i costi pluriennali di implementazione delle nuove tecnologie?

Una prima risposta arriva proprio da una ricerca del MIT (Massachusetts Institute of Technology), punta di diamante della ricerca avanzata in ambito Hi-Tech, secondo la quale “i costi iniziali di adozione e implementazione sono ancora troppo elevati per le aziende rispetto al costo del lavoro complessivo”: in sintesi, il working paper “Beyond AI exposure” del MIT arriva ad una semplice ma inappellabile conclusione, ossia “l’AI costa troppo”.

Lo studio ha utilizzato sondaggi online per raccogliere informazioni su circa 1000 compiti assistiti dalla computer vision in 800 occupazioni negli Stati Uniti; in molti casi, è emerso, è molto più costoso installare e mantenere i sistemi di AI che impiegare una persona per eseguire gli stessi compiti. La computer vision è oggi in grado di automatizzare compiti che rappresentano l’1.6% dei salari dei lavoratori nell’economia degli Stati Uniti (esclusa l’agricoltura) e solo il 23% di tali salari (0.4% dell’economia nel suo complesso) sarebbe, ai costi odierni, più economico per le aziende da automatizzare anziché pagare direttamente la forza lavoro: nella sostanza, quindi, “i nostri risultati suggeriscono che lo spostamento del lavoro dell’AI sarà sostanziale, ma anche graduale” e, in tal senso, è particolarmente significativa l’ammissione di Mark Zuckerberg (fondatore di Meta-Facebook) secondo il quale “potrebbero essere necessari diversi anni prima che questi investimenti siano in grado di generare profitti”. Del resto, esiste una vasta letteratura che, indagando sui grandi eventi epocali che hanno segnato il progresso dell’umanità (dalle ferrovie, alle telecomunicazioni a Internet), dimostra come l’approccio maniacale e irrazionale alle nuove scoperte abbia ingenerato flussi incontrollati di sovra-investimenti strutturali che poi si sono rivelati eccessivi e soltanto il tempo ha saputo ridimensionare e riportare alle concrete e reali necessità: basti pensare che, negli anni ’90, le



aziende di telecomunicazioni incrementarono il capex (l'ammontare di flusso di cassa che un'impresa impiega per acquistare, mantenere o implementare le proprie immobilizzazioni operative) di tre volte e mezzo nella (illusoria) convinzione che gli utenti avrebbero senza problemi pagato alti canoni di abbonamento per accedere a Internet e, a detta degli esperti, anche ora le Big Tech starebbero stimando (forse erroneamente) che in un futuro prossimo la gente sarà disposta a spendere parecchi soldi per disporre delle chatbot di ultima generazione.

Si vedrà, ma intanto non è un mistero che, nel solo 2024, Alphabet, Amazon, Meta e Microsoft si sono impegnate a spendere oltre 200 miliardi di dollari in AI (il 45% in più dello scorso anno) e qualcuno parla già di irrational exuberance (esuberanza irrazionale), additando il runaway spending (spesa fuori controllo) come il rischio più grande: anche perché si stima che il capex delle Big Tech potrebbe, secondo le stime, arrivare a 1 trilione di dollari nei prossimi cinque anni, ma insieme con il fatturato aumenterebbero decisamente anche i costi. In pratica, come in passato, alcuni osservatori vedono il pericolo di una sovracapacità produttiva che, peraltro, potrebbe essere già visibile all'orizzonte, se è vero che i rivali e i principali clienti di Nvidia, la star indiscussa (per ora) dell' AI, "stanno lavorando duramente per sviluppare chip in grado di competere con i suoi prodotti; nonostante il grande potenziale dell'AI, molte startup faticano a trovare un modello di business che possa bilanciare gli enormi investimenti richiesti dall'hardware necessario per questa tecnologia.

A marzo Sequoia Capital ha stimato che l'industria ha investito 50 miliardi di dollari nei chip Nvidia per l'addestramento di grandi modelli linguistici, ma le startup nel campo dell'AI generativa hanno prodotto solo 3 miliardi di dollari di ricavi". Se, dunque, i conti non tornano, ecco che le società, compatibilmente con le proprie dimensioni e il proprio know-how, si ingegnano per farli quadrare seguendo ovviamente percorsi e strategie diverse; da un lato, le Big Tech, che notoriamente siedono su una montagna di liquidità, cercano di provvedere in proprio, per cui non deve stupire se Google è ormai diventata il terzo maggior progettista di chip per i data center dopo Nvidia e Intel (per non dire di Microsoft che ha comunicato l'intenzione di fornire ai clienti di cloud computing l'accesso ai chip per l'AI di AMD, offrendo così un'alternativa a Nvidia: e la stessa AMD si sta candidando come la più agguerrita rivale di Nvidia, dopo aver presentato il chip MI325X, disponibile nel quarto trimestre del 2024), dall'altro lato le startup meno dotate finanziariamente si stanno orientando sempre più verso lo sviluppo e l'utilizzo di modelli limitati, che possano essere efficaci per compiti specifici senza richiedere la stessa potenza computazionale dei chip Nvidia (approccio seguito da startup come Groq, MatX, unitamente alla israeliana Hailo e alla canadese Taalas). In più, se non bastasse, un altro campanello d'allarme circa il "rischio di eccesso di esuberanza", meglio traducibile in "eccesso di investimenti e di costi" è dato sicuramente dall'attività dei fondi di Venture Capital (VC) che, per definizione, tendono a dettare i tempi in termini di appetibilità- maturità di un business di riferimento su cui intendono investire; ebbene, secondo quanto riportato da Pitchbook, il trend dei volumi del VC sull'AI è in tendenziale calo, con un valore del raccolto nel primo trimestre del 2024 quantificabile in 21.6 miliardi di dollari, un numero che rappresenta una flessione del 7.8% rispetto al quarto trimestre del 2023; numeri alla mano, dal picco dell'anno



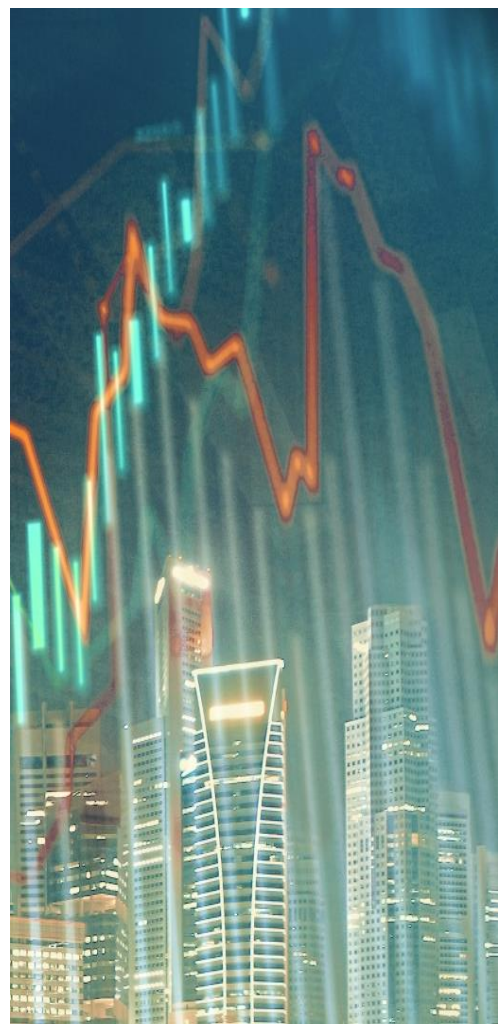
d'oro del 2021, quando l'attività globale aveva sfiorato i 150 miliardi di dollari, si è passati ai 102 miliardi del 2022 per poi atterrare a quota 90 miliardi nello scorso esercizio e la dinamica seguita dal Private Equity presenta forti similitudini.

Per quanto riguarda la tendenza del primo trimestre 2024, l'attenzione dei VC sembra meglio focalizzarsi sui temi della sicurezza informatica, che rappresenta un'opportunità di mercato significativa, fermo restando che, nel complesso, alcuni segmenti specifici dell'AI continuano ad alimentare l'interesse dei venture capitalist: ma, sia chiaro, "per il ritorno all'abbuffata degli impieghi, da parte degli operatori, è meglio ripassare più in là nel tempo", ben sapendo comunque, come sentenziato da Ray Kurzweil (informatico e scrittore), che "l'intelligenza artificiale raggiungerà i livelli umani intorno al 2029. Seguitelo oltre, diciamo al 2045, e avremo moltiplicato l'intelligenza della macchina biologica umana della nostra civiltà un miliardo di volte".

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Avvio della seconda settimana di giugno sempre all'insegna dell'ottimismo, con la Borsa di Tokyo ancora spumeggiante al test di quota 2800 pur in un contesto in cui, nel primo trimestre del 2024, il Pil del Giappone si è contratto dell'1,8% su base annualizzata, soffrendo però un calo inferiore rispetto al ribasso del 2% inizialmente reso noto con la lettura preliminare; la lieve revisione al rialzo è dovuta alla componente degli investimenti nel settore privato, scesa dello 0,4%, meno peggio del -0,5% inizialmente comunicato e, comunque, lo yen sempre oltre quota 157 si è confermato come *big driver* delle fortune del mercato azionario del Sol Levante: che potrebbe ulteriormente godere del favore degli investitori, dato che, in termini di politica monetaria, la Bank Japan ha lasciato invariato il tasso di interesse di riferimento nell'intervallo compreso tra lo 0.0% e lo 0.1%, pur preannunciando di voler ridurre gli acquisti dei titoli obbligazionari pubblici secondo una dinamica che sarà resa nota a luglio (sul versante cinese, lunedì 10 la Borsa era chiusa per festività, ma la comunità finanziaria ha comunque apprezzato il dato sull'export di maggio, cresciuto del +7.6% a conferma di un surplus commerciale che è risultato il più alto da febbraio).

Nell'emisfero occidentale, una volta archiviate le attese elezioni per il rinnovo del Parlamento europeo, gli interessi degli investitori si sono nuovamente concentrati su come interpretare al meglio le direttive di politiche monetaria emerse nella riunione della BCE di giovedì 6 giugno; in effetti, premesso che diversi analisti si sono affrettati a ribadire come i listini del Vecchio Continente, nel complesso, siano sottovalutati rispetto a Wall Street (in termini di P/E sul 2024 inferiore al passato), i toni comunicativi usati da Lagarde hanno alimentato non poche riflessioni da parte degli economisti, ormai abbastanza convinti che i prossimi tagli dei tassi arriveranno un po' più lentamente; per qualcuno, dunque, si è trattato di un taglio tassi "*da falco*", ossia con toni duri e restrittivi, mentre qualcun altro non ha nascosto il proprio disappunto in quanto "*la BCE ha alzato le aspettative di inflazione e questo in effetti non era atteso*": per non dire di chi, con toni



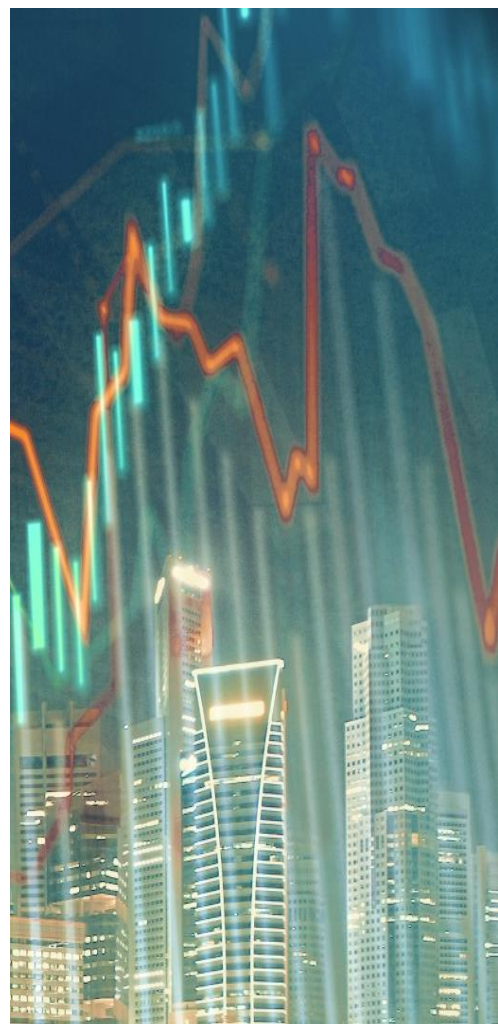
decisamente più aspri, ha bollato l'azione dell'Eurotower come *“una decisione contraddittoria, inutile, forse dannosa non chiarendo come mai i tassi di interesse si abbassano quando e se le prospettive sulla previsione dell'inflazione starebbero peggiorando”*.

Certo è comunque, che mentre era fortemente attesa l'unanimità di consenso all'interno del Board per il primo taglio dei tassi, in realtà ci ha pensato Holzmann (governatore della banca centrale austriaca e noto “falco”) a sbandierare l'unico voto contrario al cambio di passo deciso da Francoforte (*“con il mio voto contrario al taglio dei tassi BCE ho voluto mandare un segnale”*). Secondo Holzmann *“la BCE non ha ancora vinto l'inflazione, ragion per cui le decisioni basate sui dati dovrebbero essere effettivamente sui dati”*, lasciando intendere, con una garbata polemica, che Francoforte ha tagliato i tassi nonostante le nuove proiezioni dello staff della banca centrale abbiano alzato di due decimi la percentuale di crescita dell'inflazione sia per il 2024 che per il 2025. Peraltro, va sottolineato, quella di Holzmann non è una voce isolata in favore di un gradito rigorismo a livello di politica monetaria; Nagel, ad esempio, ha sottolineato che l'inflazione resta *“ostinata”*, soprattutto nel settore dei servizi, puntualizzando anche che *“si prevede un forte aumento dei salari negoziati quest'anno e una forte crescita pure negli anni successivi, fermo restando che noi del Consiglio direttivo della BCE non stiamo operando con il pilota automatico quando si tratta di tagliare i tassi”*.

Dichiarazioni improntate al medesimo tenore arrivano anche dal vicepresidente della BCE De Guindos, il quale avverte che *“sull'inflazione i prossimi mesi non saranno facili”*, mentre Isabel Schnabel, senza mai disattendere il proprio approccio strutturalmente restrittivo, pur riconoscendo che *“si è trattato di un notevole successo per la politica monetaria, che ha contribuito alla nostra decisione di abbassare i tassi di 25 punti base, tuttavia, data l'incertezza sulle prospettive future dell'inflazione, non possiamo impegnarci anticipatamente su un particolare percorso dei tassi”*.

Similmente, anche Kazaks si posiziona sulla stessa lunghezza d'onda, consapevole che *“le pressioni sui prezzi interni rimangono forti; il mercato del lavoro è teso e la disoccupazione è bassa, il che mantiene una pressione al rialzo sui salari: pertanto, ulteriori riduzioni dei tassi dovrebbero essere gradualì, seguendo attentamente la dinamica della crescita salariale, della produttività e dei margini di profitto delle aziende”*.

Da ultimo, non potevano certo mancare le riflessioni post-meeting BCE della numero uno dell'Eurotower e, come da attese, il tono è parso pacato ma risoluto; Lagarde, in modo succinto, ha subito ribadito che l'economia nell'area euro si rafforzerà, ma non è detto che sui tassi la discesa sarà lineare e, proprio in tale ottica, il riferimento a un orientamento accomodante (*easing bias*) è stato rimosso nelle ultime decisioni di politica monetaria per mantenere un'intonazione restrittiva. Inoltre, in merito alla mancanza di indicazioni prospettiche sui tassi (*forward guidance*), la presidente della BCE ha voluto rimarcare la sostanziale inutilità, dal momento



che “può essere stata d’ausilio quando i tassi erano prossimi al limite inferiore e avevamo una politica di allentamento quantitativo, ma al momento indicazioni basate su parametri temporali non sono utili”; inoltre, volendo rassicurare i mercati in merito alla fine degli investimenti PEPP, è stato precisato che “tutti sanno che nella seconda metà dell’anno ridurremo le consistenze in media di 7.5 miliardi al mese e che intendiamo porre fine ai reinvestimenti alla fine del 2024 con una riduzione graduale e ordinata”.

Oltreoceano, nel mentre, hanno continuato a tenere banco i dati sul mercato del lavoro rilasciati venerdì 7, sintomatici di una robustezza e solidità che pare non conoscere sosta (pur con un tasso di disoccupazione al 4%, da precedente 3.9%, che ha interrotto una serie record positiva di 27 mesi sotto la soglia psicologica) anche se, in realtà, l’economia USA ha di recente mostrato segnali di raffreddamento percepibili, anzitutto, nelle vendite al dettaglio e nella produzione industriale: il che, comunque, non ha impedito al presidente Biden di esternare ulteriore ottimismo, rivendicando “la grande riscossa americana, anche se occorrono ulteriori progressi, ben felice che durante il mio mandato gli americani con la dignità che viene dal lavoro siano aumentati di 15.6 milioni”.

Tutto ciò premesso, gli interessi della comunità internazionale nella scorsa ottava erano tutti riversati sugli attesi dati dell’inflazione USA e sulla riunione della FED; con riguardo alla dinamica inflattiva, va subito detto che l’inflazione *core* USA ha rallentato più delle attese in maggio, grazie ad una notevole decelerazione dei prezzi dei servizi al netto degli affitti. Nello specifico, anche al netto delle voci legati ai settori dei viaggi e dell’auto, i prezzi dei servizi *core* al netto degli affitti hanno comunque registrato un andamento decisamente migliore delle attese (ma il dato è talmente sorprendente che è verosimile supporre che non sia replicabile nel corso dei prossimi mesi, anche alla luce dell’accelerazione della dinamica dei salari evidente nei dati relativi al mese di maggio): ciò detto, comunque, le altre componenti dell’inflazione *core* si sono mosse largamente in linea con le attese, così come non vi sono state infine sorprese nelle componenti non *core*, con i prezzi degli alimentari in aumento dello 0.1% e quelli energetici in calo del -2.0% m/m. Per quanto poi riguarda il meeting della banca centrale americana, i punti salienti sono così sintetizzabili:

1. La FED ha lasciato i tassi invariati, come largamente atteso dal consenso, prospettando un solo taglio entro fine anno;
2. La riunione del FOMC ha esplicitato caratteri decisamente sorprendenti rispetto alle precedenti riunioni, in quanto nessun membro si è detto favorevole a tre tagli (e dopo la sorpresa al rialzo dell’inflazione di marzo, ci aspettavamo che il numero dei membri del FOMC favorevoli a tre tagli si sarebbe ampiamente ridotto, ma non che si sarebbe azzerato);
3. Alla luce di quanto premesso nei primi due punti, l’esito della riunione di settembre diventa ancor di più una *close call*: riteniamo infatti che le nuove proiezioni della FED



probabilmente non incorporano ancora appieno la notevole sorpresa al ribasso nell'inflazione core di maggio;

4. Escludendo la sorpresa nei *dots*, non vi sono stati elementi di particolare novità nella riunione. Il comunicato stampa emesso alla fine della riunione stessa è rimasto completamente invariato rispetto al precedente, a parte il riconoscimento del miglioramento recente nei dati d'inflazione (il nuovo profilo dei tassi prevede un posticipo dell'inizio dei tagli, ma nel complesso l'ammontare di tagli previsto entro fine 2026 rimane invariato);
5. Infine, pur prendendo atto che le nuove proiezioni sui tassi della FED hanno certamente rappresentato una notevole sorpresa, il nostro scenario centrale per il momento non cambia e continuiamo a stimare un primo taglio nella riunione di settembre, ma non possiamo escludere di rivedere questo scenario nelle prossime settimane se i dati d'inflazione non confermassero la decelerazione che prevediamo.

I saldi dei principali listini azionari hanno ancora una volta premiato Wall Street, che ha superato di slancio la doppia sfida con l'inflazione attesa e la riunione della FED, posizionandosi stabilmente oltre quota 5400, mentre per Europa (Eurostoxx 600), Giappone (Topix) e Cina (Shanghai Composite) ha prevalso una settimana di consolidamento oltre i rispettivi valori topici (500, 2700 e 3000).

Universo obbligazionario decisamente profittevole nella scorsa ottava, con il rendimento decennale americano scivolato al test di 4.2% e il corrispettivo tedesco sotto la soglia 2.4%, a fronte di uno spread Btp-Bund in accelerazione nell'intorno dei 150-160 punti base.

Moneta unica sostanzialmente laterale, chiusa nel range 1.0852-1.07 (salvo poi scendere in area 1.0670 in chiusura di ottava)

In tema di commodities, il petrolio ha ritentato (senza successo) la scalata verso gli 80 dollari, dopo che l'Arabia Saudita ha lasciato intendere di abbandonare il proposito di un aumento provvisorio dell'offerta secondo quanto pianificato.



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.