

GAME CHANGER

Il futuro prossimo venturo

Torna la "Rosa dei venti", la newsletter di Azimut su argomenti di attualità, economici, storici o culturali che abbiano rilevanza o implicazioni per i mercati finanziari. L'occasione è ghiotta per cercare di approfondire il tema del momento per le forti implicazioni al contesto economico finanziario: l'"intelligenza artificiale".

Si anticipò già in passato su queste pagine quanto l'avvento del digitale stesse prepotentemente entrando nella vita delle persone e delle aziende. La Rosa dei venti del novembre 2015 "Economia digitale" affrontò il tema di come la crescita della tecnologia portasse ad una inevitabile riduzione della forza lavoro umana, soprattutto da parte delle grandi aziende big tech americane. Nel febbraio 2018 uscì la newsletter "Intelligenza? Artificiale" che riprese il pensiero di Marvin Minsky, il pioniere dell'intelligenza artificiale, sugli impatti delle macchine capaci di pensare in modo simile a quello umano e sulla nascita della nuova "intelligenza" di questo secolo formata da individui o enormi aziende tecnologiche, americane o cinesi, con il potere dato dall'economia digitale, dall'utilizzo dei big data e dalla manipolazione di algoritmi sempre più complessi.

In questi anni lo scenario si è evoluto ulteriormente ma possiamo riconoscere che il punto di svolta (almeno temporaneo), il game changer, vada associato a quanto realizzato dal laboratorio di ricerca di OpenAI con il rilascio di ChatGPT.

Intelligenza "amichevole"

Nel dicembre 2015 Elon Musk e Sam Altman fondano il laboratorio di ricerca OpenAI che si pone l'obiettivo di promuovere e sviluppare un'intelligenza artificiale "friendly" a beneficio all'intera umanità.

Ne scaturirono in seguito due società operative: quella appunto no-profit OpenAI, Inc e la sua sussidiaria for-profit OpenAI, L.P.

Alcuni scienziati, tra cui Stephen Hawking e Stuart Russell, erano convinti che un'intelligenza artificiale avanzata avrebbe acquisito l'abilità di riprogettarsi da sola a una velocità sempre più elevata, portando ad una "esplosione di intelligenza" inarrestabile ed incontrollabile, con minaccia per l'intera umanità. Lo stesso Musk definì l'IA come la "minaccia più grande per l'esistenza" del genere umano. Per questo motivo OpenAI è stata strutturata come non profit affinché possa concentrarsi nella ricerca di un impatto positivo a lungo termine. Altman e Musk hanno affermato in diverse occasioni che "è difficile rendersi conto di quanto la società possa beneficiare di una IA al livello umano", e che è ugualmente difficile comprendere "quanto possa essere dannosa se prodotta o usata impropriamente". Le ricerche sulla sicurezza non possono essere posticipate: "a causa della sorprendente storia della IA è difficile predire quando l'intelligenza artificiale arriverà al livello umano". Musk

afferma infine che l'IA "dovrebbe essere un'estensione della volontà umana individuale e, nello spirito della libertà, distribuita il più ampiamente e equamente possibile. Questo pensiero è stato espresso anche in un'altra circostanza, in riferimento a una classe potenzialmente enorme di prodotti con IA: "Siamo disposti a lasciare che la nostra società sia infiltrata da software autonomi e hardware i cui contenuti sono noti solo a pochi scelti? Naturalmente no".

Alla ricerca della crescita di domani

Secondo Raj Shant, Managing Director di Jennison Associates "Siamo all'inizio di un trend di crescita secolare che può fornire ulteriore sostegno ai prezzi delle azioni in futuro". "La trasformazione tecnologica guidata dall'IA generativa sarà altrettanto significativa e duratura dell'arrivo di Internet e del mobile computing. Nei prossimi anni, prevediamo che i casi d'uso e le applicazioni dell'IA generativa si diffonderanno dai fornitori e dagli sviluppatori di tecnologia a un'ampia gamma di settori".

Anche il CIO di Candriam Nicolas Forest, riguardo ad AI afferma: "L'idea è che ci troviamo agli inizi di una profonda trasformazione delle aziende in tutti i settori: non soltanto l'IT, ma anche healthcare, finanza, media e industria. Entro il 2026, in base alle stime dell'IDC (international Data Corporation) Worldwide, le dimensioni del mercato dell'intelligenza artificiale potrebbero raddoppiare, con una spesa che dovrebbe triplicare nei prossimi anni nel solo settore bancario". "Il settore tecnologico è una convinzione a lungo termine che non evidenzia affatto una bolla delle valutazioni, come è avvenuto alla fine degli anni '90".

Il crescente impiego dell'intelligenza artificiale comporta però un aumento del consumo dell'energia elettrica, spinto dal consumo dei data center AI. Il ceo di Emerson Lal Karsanbhai ha commentato che una ricerca condotta su ChatGPT consuma da sei a dieci volte l'energia di una ricerca tradizionale su Google". Le stime della spesa in conto capitale necessaria per costruire l'infrastruttura AI continueranno perciò a salire.

Altro tema importante da considerare, relativo ai data center, riguarda il processo di raffreddamento e l'alimentazione elettrica stabile. L'esigenza di forniture di energia resilienti e la lentezza degli upgrade alla rete elettrica portano a potenziali opportunità per le aziende che offrono generazione di energia di back-up, apparecchiature di alimentazione ininterrotta e quelle operanti nel settore del raffreddamento.

Tecnologia e produttività

La produttività del lavoro nel settore delle imprese private non agricole, che costituisce la misurazione più rilevante della produttività, ha registrato negli Stati Uniti, secondo i dati del BLS (Bureau of Labor Statistics), un tasso di crescita medio annuo del 2,5% circa sia nel periodo 1995-2000 sia in quello 2000-2007. In questi periodi la produttività ha quindi marcato

una netta accelerazione, dopo che per oltre vent'anni, tra il 1973 e il 1995, aveva mantenuto un ritmo di crescita molto più contenuto, pari all'1,44% annuo.

Il processo di digitalizzazione, conseguente alla sempre maggior diffusione di Internet portò, a partire dalla seconda metà degli anni Novanta ad un notevole incremento di produttività nell'economia americana, ad una stabilizzazione dell'inflazione nonostante la forte dinamica della domanda da parte dei consumatori, ad un incremento di flussi finanziari provenienti dall'estero, ad un incremento del mercato azionario e ad una conseguente maggior ricchezza delle famiglie.

Nella seconda metà degli anni Novanta l'accrescimento della ricchezza netta fu principalmente guidato dai rialzi delle quotazioni azionarie, che traevano la loro origine dall'innalzamento del potenziale di crescita dell'economia statunitense, ma che risentivano anche di un eccesso di ottimismo sulle potenzialità dei settori più direttamente coinvolti nello sviluppo delle nuove tecnologie. Nei primi anni del 21° secolo invece un'influenza crescente sull'andamento della ricchezza netta è stata indubbiamente esercitata dall'aumento dei prezzi degli immobili.

Nei primi anni del 21° sec. gli afflussi di capitale provenienti dai paesi emergenti (a seguito delle crisi degli anni '97 e '98) e dai paesi esportatori di petrolio, riversandosi prevalentemente nell'acquisizione di obbligazioni statunitensi, contribuirono a mantenere straordinariamente bassi i tassi di interesse a lungo termine ed un più facile accesso al credito da parte delle famiglie, influenzando quindi in maniera indiretta il rialzo dei prezzi degli immobili. Questo processo di alta crescita economica e di utili aziendali ma in un contesto di bassi tassi di interesse, fu permesso dal forte aumento di produttività portato dalla tecnologia, che manteneva relativamente bassa l'inflazione.

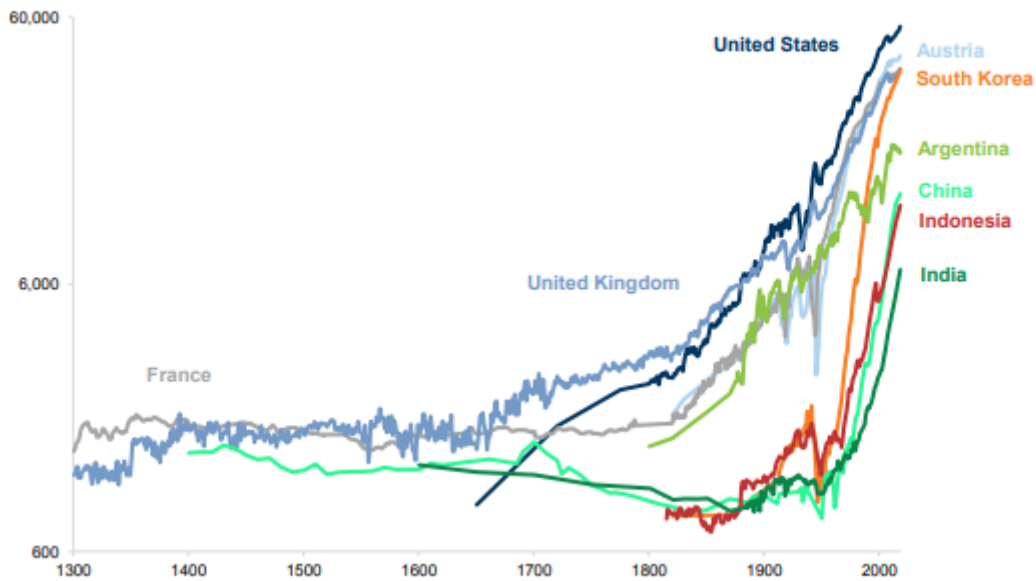
Possiamo quindi affermare che l'introduzione della tecnologia basata inizialmente su Internet portò ad un notevole incremento di produttività nell'economia americana. Questo permise una revisione al rialzo delle stime del suo potenziale di crescita e, nonostante lo "scoppio" della bolla delle dot.com del 2000, dovuta ad una eccessiva valutazione dei prezzi di mercato, non venne interrotto il proseguimento del trend di aumento della produttività che permise un secondo ciclo di bull market del mercato azionario che si concluse nel 2007.

FOCUS AI

A TUTTI I CONSULENTI DI AZIMUT HOLDING

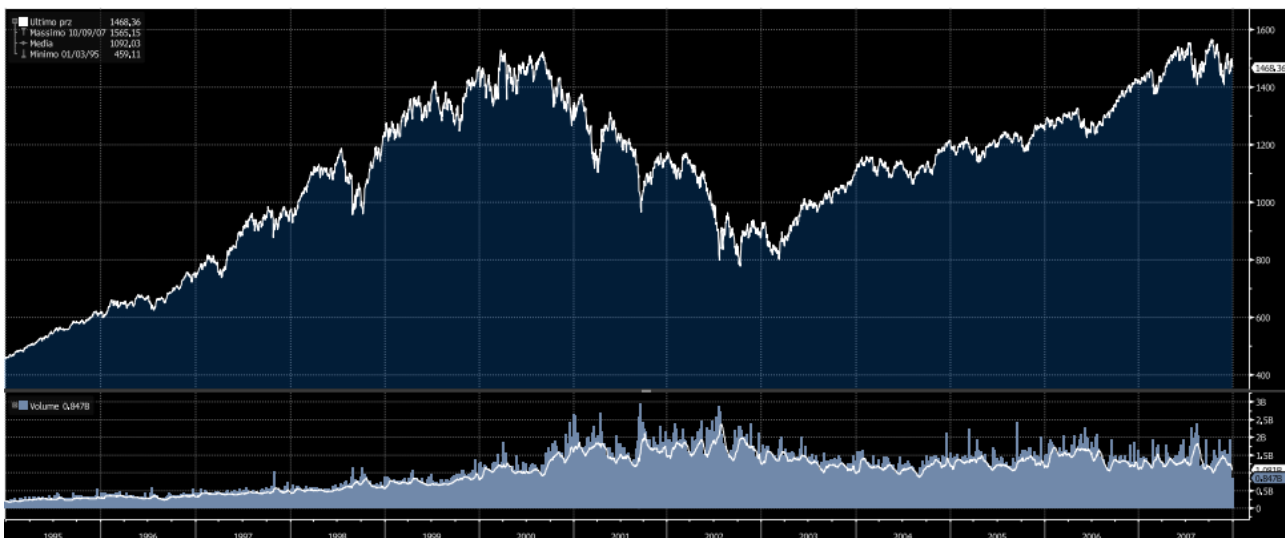
Exhibit 21: Newer technologies have enhanced productivity

GDP per capita adjusted for inflation and price differences between countries. Measured in international \$ in 2011 prices. Logarithmic scale



Source: Our World in Data, Goldman Sachs Global Investment Research

Indice S&P500 dal 1995 al 2007



Fonte: Bloomberg

Il lato oscuro di AI

Non è facile concordare una definizione completa di deepfake. Il termine deepfake combina le parole deep (da deep learning) e fake. La tecnologia Deepfake utilizza il comportamento di qualcuno, come la voce, le immagini o le tipiche espressioni facciali o i movimenti del corpo, per creare contenuti completamente nuovi che sono praticamente indistinguibili dai contenuti autentici. Questa tecnologia può essere utilizzata anche per far sembrare che persone reali dicano o facciano cose che non hanno mai detto o fatto, o per sostituire qualcuno in un video esistente, o addirittura per creare contenuti video con personaggi famosi, celebrità o politici. L'uso di deepfake ha il potenziale per essere un enorme rischio per la sicurezza e la destabilizzazione politica, poiché la tecnologia può essere utilizzata per diffondere notizie false e portare ad un aumento di scandali falsi, criminalità informatica, revenge porn, molestie e abusi. Ci sono anche buone probabilità che le riprese video e audio diventino presto inammissibili come prove nei casi giudiziari poiché i deepfake stanno diventando sempre più indistinguibili dai contenuti autentici. Secondo la Brookings Institution, i pericoli sociali e politici posti dai deepfake includono "la distorsione del discorso democratico, la manipolazione delle elezioni; perdita di fiducia nelle istituzioni, l'indebolimento del giornalismo, l'esacerbare le divisioni sociali, il minare la sicurezza pubblica e infliggere danni difficili da riparare alla reputazione di personalità di spicco, inclusi funzionari eletti e candidati alla carica".

Per non parlare delle minacce al sistema economico e finanziario. Alcuni esempi includono un'azienda energetica britannica che è stata ingannata con un trasferimento fraudolento di 243 milioni di dollari e un deepfake audio utilizzato per truffare un CEO americano per 10 milioni di dollari. Ma esistono tanti altri esempi.

Allo stato attuale, il numero di video deepfake che circolano online è aumentato a un tasso annuo sorprendente stimato del 900%. Poiché i progressi tecnologici hanno reso sempre più semplice la produzione di contenuti deepfake, vengono sollevate domande sui modi per prevenire l'uso dannoso di questa tecnologia. Un modo, proprio come nel caso della criminalità informatica e del phishing, è sensibilizzare l'opinione pubblica ed educare le persone sui pericoli dei deepfake. Molte aziende, infatti, hanno lanciato tecnologie che possono essere utilizzate per individuare contenuti falsi, prevenirne la diffusione o autenticare contenuti reali utilizzando blockchain o filigrane. Gli svantaggi sono, tuttavia, che questi rilevatori o autenticatori possono anche essere immediatamente "giocati" da quegli stessi attori malintenzionati per creare deepfake ancora più convincenti. I ricercatori dell'Università di Buffalo hanno escogitato un nuovo ingegnoso strumento per individuare i deepfake super realistici. Nel loro giornale, i ricercatori spiegano come hanno creato un metodo per distinguere le immagini autentiche da quelle generate dalla tecnologia deepfake, e fondamentalmente lo fanno osservando da vicino gli occhi della persona nell'immagine. Ciò che i ricercatori hanno scoperto è che i riflessi in entrambi gli occhi della persona in una fotografia autentica sono generalmente identici a causa dello stesso ambiente luminoso. La loro tecnologia, testata su immagini generate da deepfake, è riuscita a individuare i deepfake nel 94% dei casi.

In ogni caso la concorrenza tra la creazione, il rilevamento e la prevenzione dei deepfake diventerà sempre più agguerrita in futuro, con la tecnologia deepfake. Essa non solo diventerà più facile da accedere, ma i contenuti deepfake saranno più facili da creare e progressivamente più difficili da distinguere dal reale.

Anatomia di una bolla

La crescente narrativa sulla potenziale evoluzione dell'intelligenza artificiale sta ponendo la domanda se l'impatto sui mercati azionari e la concentrazione delle blue chips tecnologiche americane sia il potenziale per una nuova bolla speculativa. Così come abbiamo visto durante l'avvento di Internet, ogni volta che emerge una nuova tecnologia, spesso si assiste ad una crescente esuberanza da parte degli investitori, ad un flusso crescente di capitali nel settore ed a una rapida espansione del numero di nuove aziende che si propongono come nuovi attori. Tanto più cresce l'interesse di chi vuole investire in questa nuova tecnologia, tanto più cresce la speculazione. La storia degli ultimi duecento anni ha evidenziato l'introduzione di molteplici nuove tecnologie. Alla fine del diciottesimo secolo l'innovazione dei trasporti tramite lo scavo di canali navigabili fu una importante componente della prima rivoluzione industriale. I primi canali generarono un notevole ritorno da parte dei finanziatori che attrasse nuovi flussi in ingresso, con contestuale salita dei prezzi. Il boom delle azioni dei canali raggiunse il picco nel 1793. Dopo pochi anni, però solo un quarto delle azioni del settore fu in grado di pagare un dividendo. Ciononostante l'infrastruttura dei canali divenne funzionale alla riorganizzazione delle industrie e delle aziende agricole che portò alla crescita di altre nuove aziende, a nuovi business e a nuovi prodotti.

Una simile esuberanza accadde durante il diciannovesimo secolo con l'espansione delle ferrovie. Nel secolo scorso, dopo le due guerre mondiali, si vide una massiva domanda per beni di consumo: prima la radio, poi la tecnologia della televisione ed infine l'espansione dei personal computer. Sul finire degli anni '90, questa modalità si ripresentò con Internet e la conseguente bolla.

La modalità è sempre la stessa: l'euforia portata dalla potenzialità della nuova tecnologia attrae nuovi attori e competitori. Così come l'aumento della speculazione accentua la pressione sugli investitori rimasti fermi ad entrare (fear of missing out). Con lo scoppio della bolla, le valutazioni si riportano ad un livello sostenibile, il settore si riduce nel numero di competitori e l'industria tende a recuperare per tornare spesso verso un nuovo ciclo.

Questa modalità è stata evidente anche negli ultimi due decenni. La rapida evoluzione di Internet e la relativa tecnologia ha permesso lo sviluppo e la penetrazione sul mercato degli smartphone, poi di coloro che producono Apps usati da questi telefoni (dai taxi alla consegna del cibo a domicilio, ad esempio) fino ad "Internet of things" con la connessione fra applicazioni ed apparecchi.

Così, mentre le big tech mondiali di questi anni probabilmente rimarranno dominanti nei loro rispettivi mercati, la rapida innovazione, in particolare attorno al machine learning ed all'intelligenza artificiale, creeranno una nuova onda di tech superstars e nuovi possibili prodotti e servizi neppure immaginabili.

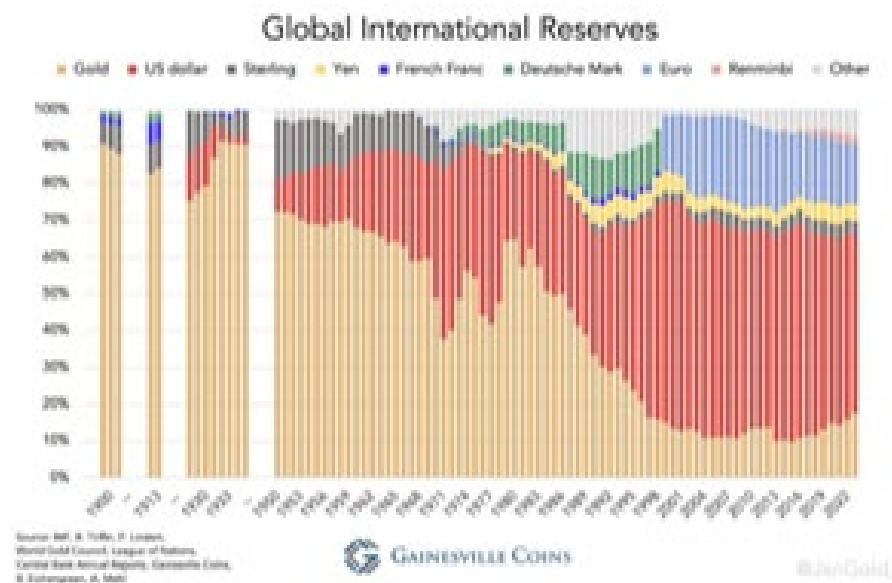
Non è detto però che gli iniziali vincitori, le aziende che investono risorse nei tools di AI e nei computer saranno anche i più importanti beneficiari nel nuovo ciclo, così come abbiamo visto durante l'espansione di Internet. Potenzialmente potrebbero trarre profitto le aziende che utilizzano AI per migliorare i propri servizi nel settore della educazione o della salute o che adottano soluzioni per ridurre i propri costi operativi, oppure quelle che porteranno ai consumatori nuovi servizi più economici.

In ogni caso l'evoluzione della tecnologia, con i propri alti e bassi, risulterà deflattiva con una riduzione dei costi ed un aumento dei benefici per i partecipanti sia diretti ma soprattutto indiretti.

Il mercato emergente del 21° secolo

Cosa si intende normalmente per mercato emergente? La nozione fu coniata negli anni Ottanta per designare i paesi in via di sviluppo il cui dinamismo economico e demografico alimentava un potenziale di crescita superiore a quello dei paesi sviluppati, volto ad offrire migliori opportunità di investimento agli investitori. È appunto l'aspettativa di un ritorno finanziario superiore per chi investe su questi mercati ad attrarre i capitali. Se però eliminassimo la distinzione fra paesi sviluppati ed in via di sviluppo e ci concentrasimo solo sull'aspettativa di maggior ritorno sugli investimenti, probabilmente vedremmo le cose da una prospettiva diversa.

L'economia degli Stati Uniti rappresenta un quarto di quella mondiale, sostenuta principalmente dai consumi privati delle famiglie, la capitalizzazione dei mercati azionari è superiore alla metà di quella mondiale, è indipendente energeticamente, più della metà delle riserve mondiali sono in dollari, ma soprattutto presenta il mercato tecnologico più sviluppato al mondo. Secondo una brillante analisi di Goldman Sachs, l'intelligenza artificiale potrebbe sostituire fino ad un quarto dei lavoratori dall'attuale lavoro. Non dovremmo però preoccuparci troppo di questa previsione perché parallelamente verrebbero creati nuovi business e nuovi lavori. La combinazione fra risparmi dal costo del lavoro e da una più elevata produttività aumenterebbe ulteriormente un boom di produttività che potrebbe sostanzialmente accelerare la crescita economica complessiva. In base a questo assunto gli economisti di Goldman, nel loro modello di dividend discount (DDM), stimano che il tasso di crescita composto degli utili per azione (EPS CAGR) dell' S&P500 possa essere più elevato dalle attuali stime per i prossimi vent'anni.



Cosa fare sui portafogli

La FED ha votato; ha votato per un rinnovo dell'attuale amministrazione americana in carica. Sono passati più di cinquant'anni da quando vennero rivelati, con lo scandalo Watergate, le conversazioni fra l'allora presidente della Banca Centrale americana Arthur F. Burns ed il presidente in carica Richard Nixon dove quest'ultimo influenzò fortemente il banchiere centrale nell'adottare politiche monetarie espansive per favorire una ripresa economica e, di conseguenza, una sua rielezione politica alle elezioni del 1972. Gli anni che seguirono sono ricordati, anche per le conseguenze della crisi petrolifera del 1973, come quelli della stagflazione, l'abbinamento di una crescita inflattiva con un mercato rallentamento economico.

Da allora l'indipendenza della FED alle pressioni politiche è sempre stata garantita, diventando un requisito fondamentale e di autorevolezza della più importante banca centrale mondiale.

Al di là della scelta probabilmente poco opportuna di ridurre di 50 bps i tassi lo scorso 18 settembre, a poco meno di due mesi dalle elezioni politiche, questo movimento può trovare una giustificazione da una tendenza disinflattiva in atto da diversi mesi. Il timore dei mercati di un ritardo nell'adottare misure di stimolo da parte della FED, con il rischio di una caduta recessiva dell'economia pare, per ora, remoto.

Ulteriore liquidità è promessa da entrambi i contendenti politici; i conservatori per il tramite della riduzione fiscale mentre i democratici per il tramite di stimoli di natura welfare. Sicuramente la crescita dell'economia americana a discapito di ulteriore deficit e debito pubblico avrà sicuramente conseguenze a tendere ma al momento i mercati non ne

paiono turbati. Inoltre, l'ultimo trimestre dell'anno vede le grandi blue chips internazionali attive nel reinvestire l'elevata disponibilità di cassa in operazioni di acquisto di azioni proprie.

Queste citate condizioni di periodo monetario espansivo ed ulteriore liquidità immessa nel sistema, abbinate ad un modesto rallentamento economico, rendono le condizioni favorevoli per i cosiddetti "risky assets" ed in particolare le azioni. Rimangono sicuramente temi di incertezza derivanti dalla geopolitica ma, almeno per il momento, riteniamo giustificato un sovrappeso nei portafogli sia di azioni che di credito, a discapito della liquidità.

Massimo Jakelich

Membro del Comitato di Asset Allocation

AVVERTENZE

Il presente documento è stato redatto da Azimut Capital Management SGR S.p.A., società facente parte del Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità ed è destinato esclusivamente alla rete di consulenti finanziari di Azimut Capital Management SGR S.p.A. a scopo informativo. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso. Si precisa che le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut Capital Management SGR S.p.A. è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Dette informazioni sono dunque fornite senza alcuna garanzia, di qualsiasi tipo, nonostante Azimut Capital Management SGR S.p.A. abbia adottato ogni ragionevole attenzione affinché le stesse rispondano a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. Azimut Capital Management SGR S.p.A. ha la facoltà di modificare, in qualsiasi momento ed a propria discrezione, il contenuto del documento, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.