

## L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE E I GRANDI TENORI DIGITALI

Commento Maggio 2023

Dopo la pandemia i titoli della digitalizzazione sembravano aver perso il loro smalto. Le persone, si pensava, ora che possono uscire liberamente di casa, preferiscono andare nei negozi per i loro acquisti, recuperando quei rapporti sociali ai quali erano stati costretti a rinunciare. Le prospettive di crescita dei titoli del commercio *on-line*, come Amazon, si sarebbero ridimensionate. La necessità di nuovi computer e le relative periferiche avrebbe perso l'urgenza di chi si era abituato a considerare la propria vita essenzialmente davanti ad uno schermo. Le vendite di computer e *iPad* della Apple dovevano chiaramente rallentare. Passando meno tempo a navigare, anche la pubblicità sui motori di ricerca sarebbe stata meno efficace, banalizzando la forza di titoli quali Alphabet. La rinascita dei rapporti sociali diretti avrebbe derubricato anche la forza di Facebook, tanto che il fondatore, Mark Zuckerberg, ha deciso di darle una nuova missione chiamandola Meta.

Queste aspettative, di per sé deprimenti, si sono caricate di un altro fardello: quello dell'inflazione. La pandemia, la guerra in Ucraina, il ridimensionamento della globalizzazione, il pensionamento di molti *baby boomer*, hanno acceso la miccia del rincaro dei prezzi. Le banche centrali, dopo qualche tentennamento, hanno deciso per la stabilità anche a costo di portare le economie in recessione. Gli Stati Uniti, traino del mondo finanziario tramite il dollaro, hanno incrementato in pochi mesi i tassi d'interesse da zero a oltre il 5%. I primi a subirne le conseguenze sono stati i titoli della digitalizzazione i cui valori scontavano utili calcolati con tassi quasi inesistenti proiettati nel futuro. Diminuendo gli utili futuri perché adattati a costi finanziari tra il 3.5% e il 5%, i corsi delle azioni erano inevitabilmente destinati a correggere. Il fenomeno ha evidentemente conseguenze sull'andamento dell'economia. Molte aziende, in attesa di capire il nuovo contesto, hanno quindi

deciso di mettere un freno al nuovo *trend* di spesa che le spingeva a trasferire i loro dati sui *cloud* di Microsoft, Amazon o società come Salesforce, che si sono affermate negli ultimi anni.

A tutto ciò si aggiunge un altro aspetto da non sottovalutare. I vecchi investitori, grazie alla loro esperienza, sono grandi conoscitori di mercati, ma non sono cresciuti con la tecnologia e spesso non la capiscono. Perfino le performance della Berkshire di Warren Buffett sono l'espressione di quest'incomprensione: hanno toccato il massimo negli anni '80, si sono indebolite negli anni '90 e hanno sottoperformato dal 2017. Solo quando l'Oracolo di Omaha ha deciso di acquistare pesantemente la Apple, le azioni della sua *holding* sono tornate a brillare. Buffett ha scelto d'intervenire nell'azienda più capitalizzata del mondo perché ha un mercato che capisce, basato sulla vendita di telefoni cellulari che trascinano altre opportunità di sviluppo digitale. È un contesto che, sotto certi aspetti, appare maturo e quindi prevedibile secondo i vecchi canoni dell'investitore che cerca il valore intrinseco dell'azienda. Si tratta, in un certo senso, della variazione moderna del bene di consumo.

Diversamente da altre società tecnologiche Apple è relativamente poco ambiziosa per quanto riguarda l'aggressione di nuovi mercati: spende in ricerca, per rapporto alle vendite, un terzo di quanto investono Alphabet, Microsoft e Meta. Nell'ultimo decennio la società ha agito come un vecchio allocatore di capitali, utilizzando il *cash flow* per acquistare le sue azioni sul mercato aperto.

Buffett, forte dei suoi ragionamenti, non abbandona facilmente il titolo. Diverso è il caso di molti altri professionisti di Wall Street che hanno dovuto piegarsi al *trend* senza veramente crederci. Questi interpretano i segnali di crisi come una conferma delle loro convinzioni più profonde: la nuova economia è vittima dei propri investimenti e la legge di Moore (che vede crescere la digitalizzazione secondo una progressione geometrica) ha dei limiti aritmetici.

Ebbene, Apple, dai minimi pandemici di marzo 2021, 116 usd, quota ora 175 usd, prossima ai massimi assoluti di 182 usd; Amazon dai 147 usd è scesa a 120 usd, ma con un poderoso recupero da 80 usd; Alphabet da 102 usd è ora a 124 usd; Microsoft da 227 usd è ora a 332 usd;

Meta, da 225 usd è tornata quasi allo stesso livello, ma dopo aver visto un minimo sotto i 90 usd a novembre 2022. Ognuna di queste aziende ha una propria dinamica di fronte agli avvenimenti che si sono prodotti negli ultimi tormentati tre anni. Ma tutte, in maniera diversa, continuano a sorprendere per la loro capacità di adattarsi ai cambiamenti tramite poderosi investimenti e capacità di aumentare il valore per l'azionista.

Le loro valutazioni misurate tramite multipli stellari, se rapportati a quelli di aziende della vecchia economia, confondono facilmente l'investitore classico che sottostima invece l'ampiezza dei margini di profitto di chi digitalizza il mondo: non è impossibile vedere società di *software* riportare margini del 90%. C'è un aspetto contabile che indispettisce soprattutto il vecchio investitore. Le spese di ricerca e sviluppo, che caratterizzano le aziende della nuova economia, sono computate nell'anno, contribuendo a ridurre l'utile. Quelle per i beni concreti, quali proprietà, impianti e attrezzature (predominanti nella vecchia economia) possono invece essere

ammortizzati su molti anni. Se si riclassificano le spese di ricerca e sviluppo nel tempo, anche i multipli delle società digitali si "normalizzano".<sup>1</sup>

Attraverso un simile esercizio, i timori che nelle ultime settimane si sia prodotta una bolla nei titoli della nuova digitalizzazione basata sull'Intelligenza Artificiale (IA) possono essere in parte ridimensionati. Da quando Microsoft ha inserito nel suo motore di ricerca la specifica funzione, ChatGPT, l'azione ha iniziato a correre in borsa trascinando tutte quelle società del mondo digitale coinvolte in questa nuova fase di sviluppo proattivo della digitalizzazione. Quindi non solo Alphabet e Meta, che in questo campo investono da tempo, ma anche le società di semiconduttori, come NVIDIA che da inizio anno ha portato a segno un +180%. Qualsiasi società che è riuscita a far apparire il termine IA fra le sue competenze ha avuto fortuna in borsa. Sotto certi aspetti ciò ricorda l'inizio degli anni 2000, quando bastava che una società indicasse di agire in qualche modo tramite internet per vedere esplodere le

---

<sup>1</sup> Adam Seessel, *Where the Money Is, Value Investing In The Digital Age*, Avid Reader Press, New York, 2022, 254 p.

sue valutazioni. A quel tempo si sviluppò la bolla delle *dot.com* che, esplodendo, ebbe disastrose conseguenze per le borse e per le economie. Allora si sopravvalutò la velocità con la quale internet avrebbe cambiato il nostro modo di vivere e lavorare. La tecnologia c'era, ma le persone, e le aziende avrebbero impiegato anni prima d'integrarla nella loro quotidianità.

Quanto gli indici stanno scontando sull'IA è completamente diverso dall'esperienza di 23 anni fa. Le borse sognano veloce e riflettono lentamente. Il sogno attuale è che l'IA sarà quasi immediatamente integrata nell'economia reale. E ciò è tecnicamente possibile anche perché Microsoft, Alphabet e Amazon che rappresentano quasi un quinto della capitalizzazione dello S&P, hanno gli strumenti per questo nuovo salto tecnologico. Inoltre, persone e aziende sono già digitalizzate: il telefonino di oggi viaggia in 5G ed è nelle mani di tutti. Alla nuova visione digitale del futuro si aggiunge quella economica: l'inflazione, che appare persistente, sarà comunque sconfitta dall'IA, che sarà intrinsecamente deflazionista. La produttività è destinata ad aumentare velocemente e la tecnologia

si sostituirà facilmente ai pensionati del *baby boom*.

Se questo è il pensiero di fondo che ha trascinato i rialzi, soprattutto il Nasdaq (+24% da inizio anno), presto arriverà il tempo della riflessione. Grandi discussioni sul ruolo sociale dell'IA e sui pericoli che implica per la *privacy*, per i posti di lavoro e quant'altro, spingeranno verso prese di profitto. È probabile che una prima fase di assestamento avvenga nel corso dell'estate. I tassi non potranno scendere così velocemente, come sembrano pensare i mercati, perché i fenomeni che hanno provocato la ripartenza dell'inflazione sono ancora presenti. L'IA, per quanto la sua applicazione possa essere veloce, necessita comunque di una complessa fase di trasformazione.

Bisogna quindi prepararsi ad un crollo delle borse? Probabilmente no. Non si andrà oltre la correzione perché assisteremo ad una rotazione settoriale. Ci sono altri due comparti che muoveranno i mercati nei prossimi anni: quello della decarbonizzazione, intrinsecamente legato alla digitalizzazione, e quello della vecchia economia basata su gas e petrolio. Per quanto ci si prepari ad un futuro verde, la

produzione stessa di elettricità è ancora dipendente da carbone, petrolio e gas. Valutando questi aspetti è possibile immaginare un andamento laterale delle borse nei prossimi mesi. Le prese di profitto tattiche nelle società della digitalizzazione saranno alternativamente collocate nel settore *Green* o in quello che produce CO2. Questo scenario però può prodursi solo in un contesto di *soft landing*. Ma per avere un rallentamento pilotato dell'economia, capace di far scendere l'inflazione senza distruggere la crescita, è necessario che i mercati continuino ad avere liquidità. Due fattori convergenti potrebbero modificare questo scenario. L'accordo sul rialzo del tetto del debito negli Stati Uniti, se avverrà come sembra, implica nuove emissioni di *Treasury* che, di fatto, toglieranno liquidità dai mercati. La Federal Reserve e la Banca centrale europea stanno inoltre predisponendo il *Quantitative Tightening (QT)*: vogliono vendere sul mercato aperto parte delle obbligazioni che hanno accumulato a bilancio. In questo modo contribuirebbero a ridurre ulteriormente la liquidità a disposizione dei mercati. Le politiche di espansione fiscale, però, possono aiutare a gestire un difficile equilibrio che deve comunque confrontarsi con la complessa

geopolitica e la sfida Russia/Ucraina, ma anche Cina/Stati Uniti. Le variabili sono quindi multiple e complesse. E, sebbene lo S&P sia salito dell'8% da inizio anno, senza i *big tech* sarebbe negativo. Aiuterà l'IA a dipanare la matassa? Difficile saperlo, ma i grandi tenori, Microsoft, Alphabet, Amazon, Apple e compagnia potranno avere fasi di riposo, ma non resteranno in panchina.