
Ersei Outlook

Mar. 2023



“

Nuovi mondi artificiali

Mercati azionari
Mercati obbligazionari
Mercati valutari
Le nostre linee

 **OpenAI**



Nuovi mondi artificiali

Se ne parla ormai in tutti i contesti e in ogni tipo di conversazione.



Una svolta cruciale

Da quando a fine novembre è stato presentato, ChatGPT si è diffuso come un virus. Il programma di Intelligenza artificiale, che in un lampo risponde a domande scrive testi e sa creare immagini e musiche, già nella prima settimana dal lancio contava su più di un milione di iscritti. Da quel momento il passaparola ha fatto il resto. L'avanzata è stata inarrestabile e oggi milioni di persone in tutto il mondo interrogano ogni giorno il software alla scoperta dei progressi dell'Intelligenza artificiale. Certo ChatGPT non manca di errori e di inesattezze, usa schemi predefiniti e molte volte dà l'impressione di arrampicarsi sugli specchi. Il sistema però è solo ai suoi primi passi e l'ipotesi è che possa migliorare a gran velocità. Altri tentativi di chat intelligenti erano già apparsi negli anni passati, per esempio Siri (Apple) e Alexa (Amazon), ma nessuno aveva raggiunto un modello di conversazione così avanzata e naturale nel padroneggiare la conoscenza umana. Siamo solo agli inizi di questa nuova frontiera e intorno a questo nuovo mondo c'è molto fermento: soltanto nella Silicon Valley oggi più di 150 start up stanno cercando di tradurre l'Intelligenza artificiale in nuovi modelli di business. I venture capitalist sono in coda per

contribuire a finanziare il nuovo boom.

Nel frattempo la discussione intorno a questa novità è accesa. Semplificando molto, le posizioni si dividono tra quelle dei «conservatori», che minimizzano la portata di ChatGPT, e quella degli «esploratori euforici» che all'opposto sono convinti di vivere l'inizio di una nuova rivoluzione. Non mancano le opportunità ma ci sono anche tanti rischi. Certo è che le attese sono davvero grandi. Il dibattito è concentrato anche sui tanti cambiamenti che l'Intelligenza artificiale porterà all'economia globale e alla società nel suo complesso. Per ora l'obiettivo dichiarato da OpenAI, la fondazione non a scopo di lucro che ha messo a punto ChatGPT e che negli anni ha ricevuto finanziamenti miliardari da nomi dell'imprenditoria tech tra cui l'attuale Ceo Sam Altman, Elon Musk (Tesla), Peter Thiel (cofondatore di PayPal) e Reid Hoffman (cofondatore di LinkedIn), è quello di «Portare benefici a tutta l'umanità». Questo almeno è quel che si legge nello statuto dell'organizzazione. Il timore però è che il nuovo bot e i suoi fratelli possano mettere sotto sopra il mondo. Nel frattempo ChatGPT sta già mostrando la sua forza dirompente. I primi effetti si vedranno su Internet. Il nuovo sistema



potrebbe cambiare radicalmente il funzionamento del web. Fino ad ora i protagonisti indiscussi della rete sono sempre stati i motori di ricerca che hanno la funzione di guidare verso i siti online. La gran parte delle operazioni che facciamo in Internet partono da Google. In futuro, probabilmente, passeremo molto più tempo insieme all'Intelligenza artificiale da cui arriveranno risposte dirette ai nostri quesiti. Per questa ragione Microsoft ha già investito 11 miliardi in OpenAI. E ora la big tech è pronta a integrare l'IA nel suo pacchetto «Office» oltre che nel suo motore di ricerca «Bing». Con questa mossa, il colosso di Bill Gates conta di guadagnare terreno sui suoi rivali storici. Colossi come Google rischiano di scoprirsi con i piedi d'argilla e in un colpo solo Microsoft potrebbe spazzare via tutta la concorrenza. Nel mirino non c'è soltanto Internet. ChatGPT e altri modelli analoghi di elaborazione del linguaggio naturale hanno il potenziale per rivoluzionare interi settori e ambiti di attività.

Quel che accadrà è difficile da prevedere. Per cercare di orientarsi lo sguardo è rivolto al passato e i paragoni che circolano sono davvero tanti. Un'ipotesi suggestiva è che l'Intelligenza artificiale possa cambiare l'economia come ha fatto l'elettricità nel XX secolo. Se sarà così, vuol dire che nasceranno nuove industrie, nuove macchine e applicazioni di cui non possiamo immaginare ancora nulla. Intanto la meraviglia è grande, proprio come nel 1879 quando si accesero le prime lampadine elettriche. Chi allora le osservava, ancora non poteva immaginare l'arrivo, tanti decenni dopo, di innovazioni epocali come il computer e lo smartphone.



Mercati azionari

Da inizio anno i principali listini azionari fanno registrare performance positive, particolarmente forti nell'ambito della tecnologia e dei temi più penalizzati nel 2022.

“

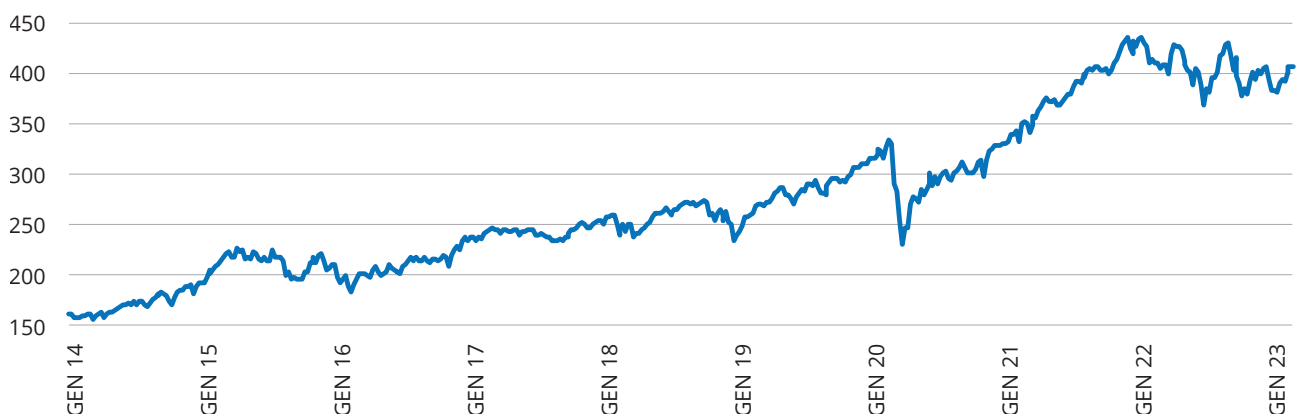
Performance positive da inizio anno

Nella maggior parte dei casi si tratta di ricoperture e la partecipazione degli investitori privati è nuovamente elevata: tutto questo porta ad un certo scetticismo sulla sostenibilità e durata del movimento. In generale la probabilità di recessione implicita nelle valutazioni è scesa fino a poter dire che i mercati azionari in aggregato non scontano più uno scenario particolarmente negativo nei prossimi 12 mesi. Infatti, le varie metriche di posizionamento e sentiment, driver molto rilevanti nella ripresa dei mercati, sono tornate su livelli vicini alla normalità. Il mercato si è mostrato in molti casi propenso a "comprare" aspettative caute o negative puntando alla possibilità che il rischio di delusioni nei prossimi trimestri sia diminuito.

Cruciale (e molto complicato) capire quanto sarà profonda la recessione utili: se fosse piatta il minimo nei multipli di valutazioni potrebbe essere vicino.

Fase positiva in termini assoluti e relativi per l'Europa, come non succedeva da tempo. In effetti la combinazione tra posizionamento scarico, minori pressioni sul fronte geopolitico/energetico e andamento migliore, sia in termini macro che di revisione degli utili, giustifica in modo chiaro l'outperformance. Come al solito sull'Europa è difficile assumere che la performance fondamentale rimanga superiore in modo strutturale; è corretto che il risk premium rimanga più elevato ma l'outperformance è finalmente giustificata.

Indice MSCI World in euro



Fonte: Ersel



Mercati obbligazionari

Nell'ultimo mese i dati hanno portato a una riduzione delle probabilità di recessione in USA e nell'area Euro nel primo trimestre del 2023, e allo stesso tempo ad un riprezzamento delle aspettative sui tassi di interesse.

Le banche centrali sono dichiaratamente dipendenti dai dati e questi ultimi sono usciti più in linea con le aspettative delle banche centrali stesse piuttosto che con quelle dei mercati finanziari, soprattutto sul fronte dell'inflazione. Ne è conseguito che i tassi sono saliti sia in Europa che negli Stati Uniti, tornando sui livelli di fine 2022, con il movimento concentrato nei giorni successivi ai dati del mercato del lavoro americano. La stessa curva USA mostra ancora una banca centrale aggressiva a fronte dell'attesa disinflazione, con una certa probabilità di recessione nel corso del 2023. Gli asset swap in Europa (differenza tra swap e tasso governativo tedesco) si sono stabilizzati intorno a 60 punti base, con un valore di equilibrio che si può stimare vicino a 40, anche

considerando i rischi derivanti dal *Quantitative Tightening*. Le breakeven continuano a riflettere la disinflazione e un ritorno verso il target. I livelli odierni, data la reattività di questi indicatori, riflettono tuttora la relativa aggressività della banca centrale nei confronti dell'inflazione. Gli spread delle obbligazioni societarie hanno beneficiato di una crescita più resiliente, nonostante banche centrali che dovrebbero essere più aggressive. Nel futuro prossimo è ancora fondamentale monitorare l'andamento del mercato del lavoro USA (salari, disoccupazione e apertura di nuove posizioni lavorative), del mercato immobiliare (affitti soprattutto) e la dimensione e persistenza della disinflazione sui beni. Ancora più importante sarà verificare la sensibilità della FED.

“

Ancora aggressiva la politica della FED



Mercati valutari

Forza e debolezza del dollaro americano si alternano a seconda delle aspettative sul macro tema della politica monetaria americana.

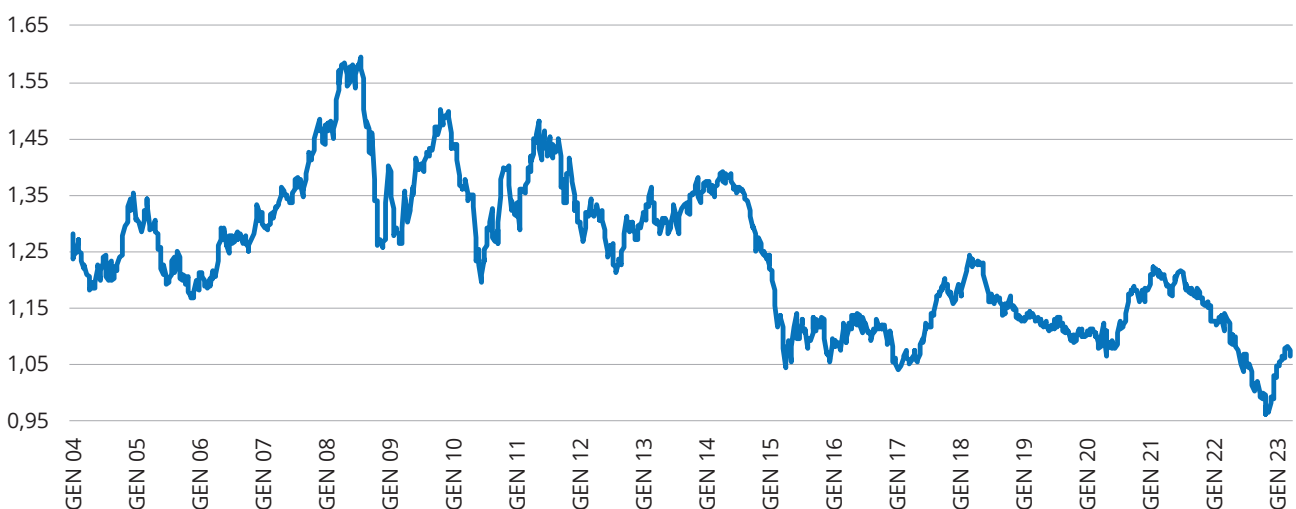
Le prime settimane del 2023 avevano visto un indebolimento generalizzato della valuta statunitense; con il dato sull'occupazione USA e le successive letture per inflazione e vendite al dettaglio il trend si è nuovamente invertito, a causa di aspettative più aggressive circa la politica monetaria americana. Per quanto riguarda il cross con lo yen, oltre alla ben nota sopravvalutazione da modelli di natura fondamentale, si aggiungono fattori specifici, come la concreta possibilità di abbandono da parte della Banca centrale giapponese della politica

del controllo del livello dei tassi lungo la curva dei rendimenti (YCC), che potrebbe concretizzarsi con il cambio del governatore. Questa politica di stabilizzazione dei tassi a lunga in un contesto di crescente inflazione (anche in Giappone!) obbliga la banca centrale a immettere liquidità proprio mentre i prezzi salgono: come gettare benzina sul fuoco. Per tale motivo riteniamo probabile un cambio di rotta in termini relativamente brevi. I segnali sempre più evidenti di una svolta sulla crescita in Cina dovrebbero sostenere lo Yuan contro il dollaro, e dare supporto anche alle altre divise emergenti.

“

Segnali contrastanti dalla divisa americana

Cambio euro/dollaro



Fonte: Ersel



Le nostre linee

Dopo un inizio anno decisamente favorevole sia per i mercati azionari che per quelli obbligazionari, i recenti dati di forza dell'economia americana e di vischiosità dell'inflazione hanno portato ad una revisione delle stime da parte degli operatori sulla condotta futura della politica monetaria da parte della FED.

A nostro avviso il riprezzamento sulla politica monetaria appare ragionevole alla luce della maggiore incertezza che gli ultimi dati macro USA hanno introdotto e dell'attesa funzione di reazione della banca centrale, che a più riprese ha fatto capire di voler raccogliere un'ampia evidenza empirica prima di dichiarare vinta la battaglia contro l'inflazione. Non riteniamo che vi siano gli elementi per mutare lo scenario di riferimento. In ambito obbligazionario, i guadagni che si erano conseguiti da inizio anno si sono quasi del tutto azzerati. Non ipotizzando ulteriori ampie revisioni al rialzo nelle attese sui tassi di riferimento della FED riteniamo il movimento recente di aggiustamento e non destinato a continuare nel corso dei prossimi mesi. Manteniamo una esposizione significativa alle obbligazioni dei paesi emergenti. In ambito azionario, le perdite degli ultimi giorni attenuano, ma non mutano, un inizio anno positivo

per gli indici azionari. Ritenendo poco verosimile uno scenario di crescita e inflazione moderate non abbiamo accompagnato la salita dei mercati con significativi aumenti di esposizione. D'altro canto le assunzioni di disinflazione e moderata recessione ci hanno indotto finora a mantenere un atteggiamento non rinunciatario sulle attività di rischio. In caso di ulteriore allontanamento dei prezzi di mercato dai fondamentali valuteremo eventuali riduzioni dell'esposizione. In ambito valutario, forza e debolezza del dollaro americano si alternano a seconda delle aspettative sul macro tema della politica monetaria americana; sembrano invece esserci opportunità con un buon livello di asimmetria nello yen giapponese e nelle divise emergenti.

“

***Inizio d'anno
positivo per
i portafogli
bilanciati***

Segui i nostri podcast

su  Spotify®



A cura del Team Advisory Ersel



ERSEL
Wealth Management