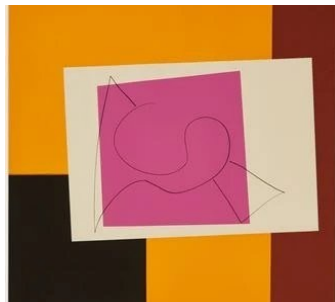


L'AI, VISTA DAI BOND

Una relazione più complessa di come potrebbe sembrare



R. Mortensen.
Kiel. 1971

Ora che il rialzo azionario trainato dall'AI sembra volersi prendere una pausa, chi prende profitto sulla tecnologia si trova a dovere riposizionare la liquidità. Poiché è probabile che non si tratti della fine del ciclo azionario, a quelli che fanno questa scelta converrà probabilmente restare parcheggiati sul monetario, in attesa che l'estate, con il suo mercato sottile, o l'autunno, con le sue correzioni stagionali, ricreino un'occasione per rientrare.

Per chi però sceglie di dichiararsi soddisfatto e di non volere più inseguire valutazioni già generose o per chi ritiene che l'AI, come le ferrovie di metà Ottocento, si costruisca una volta sola, per cui a un certo punto la domanda di data center e semiconduttori inevitabilmente rallenterà, le alternative non si fermano alla liquidità, ma includono in questa fase le materie prime e i bond.

Oggi ci concentreremo sui bond, prima provando ad affrontare la questione molto dibattuta dell'influenza dell'AI sull'inflazione e poi facendo brevemente il punto sugli altri fattori che tradizionalmente ne influenzano il corso.

Notiamo prima di tutto che, sorpresa, c'è una consistente inflazione da costi interna all'AI. La domanda fortissima di capacità di calcolo sta creando numerose strozzature lungo la filiera che va dai linguaggi ai data center. Il prezzo delle memorie più diffuse è cresciuto di sei volte in due anni, mentre le retribuzioni degli specialisti del settore continuano a lievitare, come abbiamo visto con il premio straordinario di 400mila dollari concesso in Corea al personale dei reparti che producono semiconduttori. Anche il costo dell'energia che alimenta i data center sta rapidamente crescendo.

Colpiti da questi costi, gli hyperscalers e i produttori di linguaggi stanno cercando di alzare le tariffe per gli utilizzatori finali di AI. Gli abbonamenti mensili da 20 dollari offrono ora un numero limitato di token e chi vuole di più deve passare ad abbonamenti più costosi o pagare a consumo. Si noti che l'AI agentica, quella che sta avendo il maggiore sviluppo, utilizza enormi quantità di token.

Se è legittimo immaginare che i progressi della tecnologia abbasseranno il costo unitario dei token, il loro utilizzo totale continuerà a crescere esponenzialmente man mano che l'AI sarà chiamata a rispondere a problemi più complessi. Al punto che, nella scrittura di alcuni tipi di programmi software, gli umani potrebbero tornare a essere competitivi rispetto all'AI.



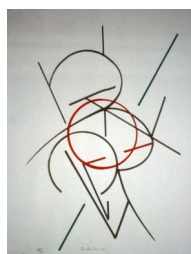
*R. Mortensen.
Composizione. 1975*

Qui veniamo al tema della produttività e alle sue conseguenze sull'inflazione. L'AI, si dice, accelera la crescita della produttività per due vie, alternative o complementari tra loro. La prima è l'AI che sostituisce gli umani e fa le stesse cose a un costo inferiore (cosa non sempre scontata, come abbiamo visto). La seconda è l'AI che potenzia il lavoro degli umani che mantengono il posto di lavoro. In questo secondo caso c'è certamente un aumento dell'output, ma anche i costi di input crescono, perché l'azienda, oltre a pagare la persona, deve ora pagare anche la bolletta dell'AI. In genere, se a un manovale si forniscono gli attrezzi, la sua produttività esplode. Se però uno specialista di software che rivede riga per riga un programma scritto dall'AI impiega lo stesso tempo che avrebbe passato a scriverlo direttamente lui, allora la produttività si contrae.

Supponiamo però, come è probabile, che la produttività complessiva, grazie all'AI, aumenti davvero. Il nuovo governatore della Fed, Kevin Warsh, sostiene che questo permetterà di tagliare i tassi. Nel suo ragionamento è sottinteso che l'accelerazione della produttività, a parità di altre condizioni, abbasserà l'inflazione.

È vero? Sì, è vero, evviva. Attenzione però, perché l'aumento della produttività, da manuale, fa salire i tassi reali. Poiché il rendimento dei bond è costituito dalla somma di inflazione e tasso reale, se la prima scende e il secondo sale, il tasso finale può anche restare dove si trova.

Sintetizzando, per ora è presto per affermare che la diffusione dell'AI giustifichi di per sé tassi più bassi. Vediamo allora gli altri fattori, quelli più tradizionali, che hanno un'influenza sull'inflazione.



*Richard Mortensen.
Composizione. 1977*

Il primo è l'occupazione. È vero, la curva di Phillips non gode di grande salute e la rilevanza della piena occupazione nello spingere i salari all'insù non è affatto scontata, se non sul lungo periodo. È però altrettanto vero che la piena occupazione, la condizione in cui si trova praticamente tutto il mondo industrializzato, non spinge certo i salari all'ingiù. Quanto all'immigrazione, la perdita di consenso da parte dei governi che l'hanno spinta di più, sta inducendo a una stabilizzazione dei flussi o a una loro riduzione (come in Canada, Australia e Stati Uniti). Difficile, dunque, che per questa via arrivi disinflazione salariale.

Il secondo fattore sono i disavanzi pubblici, che sono alti (e a lungo termine insostenibili) ma non altissimi e sostanzialmente stabili. In America la crescita e i dazi hanno generato per il Tesoro ottimi ricavi fiscali, ma

l'aumento delle uscite ha impedito un miglioramento significativo del disavanzo. Quest'anno, anno elettorale, la spesa continuerà a crescere e il disavanzo tornerà vicino al 6 per cento. La Commissione Europea, dal canto suo, nelle sue stime pubblicate il 21 maggio prevede un aumento del disavanzo dal 3.1 del 2025 al 3.6 di quest'anno. Tra le cause, la minore crescita dell'economia, le maggiori spese per interessi, il riarmo e i sussidi per l'energia.

Fin qui i fattori strutturali che, come si vede, non giustificano attese di tagli dei tassi. Se questi, in America, ci saranno lo stesso nel caso la Fed si pieghi alle pressioni politiche, la parte lunga della curva non ne trarrà beneficio e la curva diventerà più ripida.



Richard Mortensen.
Composizione

Nel breve termine va infine considerata la non guerra-non pace in Medio Oriente, con lo stretto di Hormuz non più chiuso ma socchiuso (un terzo circa delle navi viene lasciato passare) e il petrolio stabilizzato sopra i 90 dollari. Per ora non c'è voglia di ripresa del conflitto, ma la questione libanese da una parte e l'idea iraniana che il tempo giochi contro l'America dall'altra tendono a prolungare lo status quo, che costituisce per tutti, in questo momento, la linea di minore resistenza.

Che conclusioni operative trarre da queste considerazioni? Tatticamente, tutto dipende da Hormuz. Strategicamente, siamo in equilibrio. I bond lunghi vengono solitamente comprati per due ragioni. Una è il carry (il maggiore rendimento del lungo rispetto al breve) e l'altra è la possibilità di capital gain se i tassi di mercato scenderanno. Gli investitori individuali sono solitamente motivati dal carry, gli istituzionali dal capital gain. In questo clima di apparente stabilità e di possibile (ma non ancora probabile) fine della guerra entrambe le strategie potrebbero dare qualche soddisfazione. Dall'altro lato, però, il prolungarsi della crisi in Medio Oriente e la possibilità di tagli politici dei tassi, malvisti dai mercati, costituiscono un rischio.

Alla fine, restare su scadenze brevi o comprare titoli indicizzati all'inflazione continua a essere una scelta prudente e ragionevole.

Alessandro Fugnoli
Strategist

Kairos Partners SGR SpA
Via San Prospero, 2
20121 Milano - Italia
T +39 02 77718.1
www.kairospartners.com



Disclaimer

Kairos Partners SGR S.p.A. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos. Il presente materiale non può essere in nessun caso interpretato come consulenza, invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né costituisce sollecitazione al pubblico risparmio. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento. I dati e le informazioni contenute nel presente materiale sono ritenuti affidabili, ma Kairos non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza e completezza degli stessi. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione.

Kairos è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione della presente avvertenza e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza anche in materia di pubblicità.