

NON PUOI BATTERE I MERCATI AZIONARI USA!

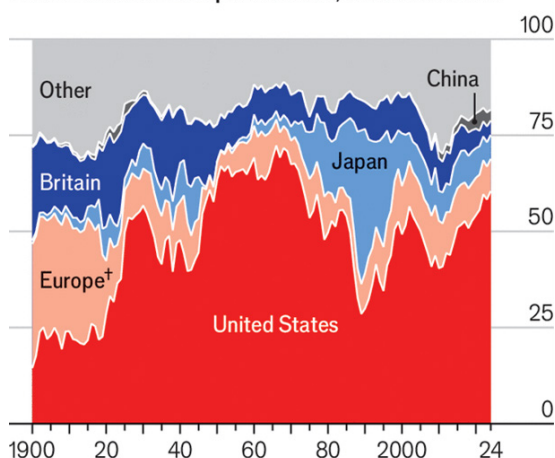
Il titolo di questa lezione, la n° 561, è la traduzione in italiano del titolo di un articolo dell'Economist uscito nel numero di metà ottobre. Molto interessante perché la figura sottostante (che si accompagna a questo numero) è in certo qual modo la sintesi di quello che è successo in questo secolo: un ritorno ai tempi della mia giovinezza, segnati anche allora dalla superiorità USA.

La figura compendia infatti un complesso di fenomeni collegati tra loro:

1. La regressione verso la media
2. L'importanza della rivoluzione tecnologica
3. L'influenza della rivoluzione tecnologica sui valori di borsa
4. Il passaggio dai mondi del tangibile ai mondi dell'intangibile.

You can't beat Wall Street

Free-float market capitalisation*, % of world total



*Publicly traded shares. At start of the year

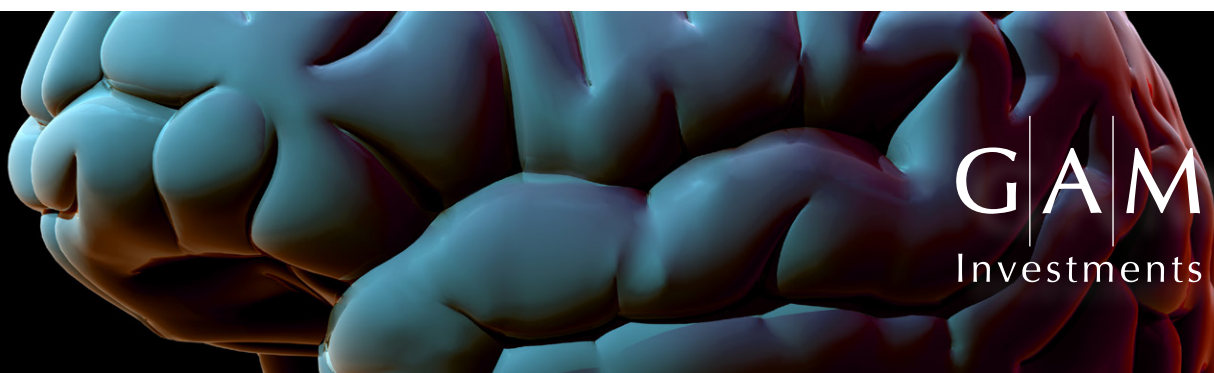
†Austria, France, Germany, Netherlands and Switzerland

Source: "American exceptionalism: the long-term evidence", by E. Dimson, P. Marsh and M. Staunton, 2021

La figura mostra i rapporti percentuali delle capitalizzazioni delle borse azionarie presenti nelle principali economie mondiali dal 1900 al principio del 2024. Fonte: Economist modificata.



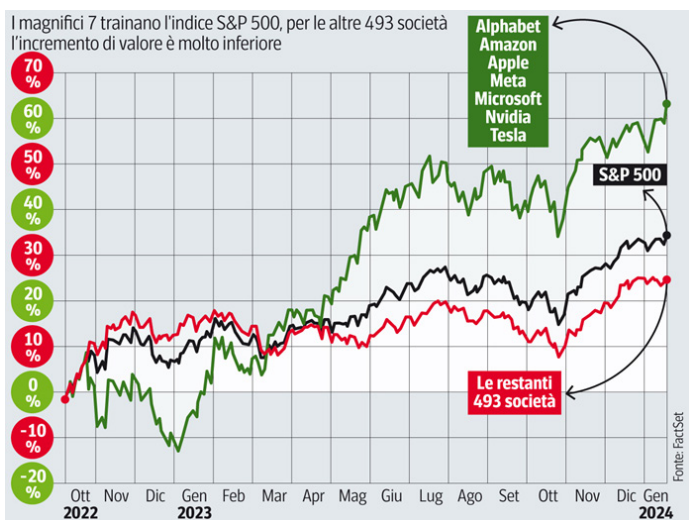
Prof. Paolo Legrenzi
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia



Commenterò ora ciascuno dei 4 punti:

1. La regressione verso la media: la superiorità USA nei mondi del tangibile dedicato ai prodotti e servizi collegati ai consumi e alla salute delle persone caratterizza gli anni 70, proprio quando io ho cominciato a lavorare in questo settore. Poi molti altri attori entrano in questo settore, in primis gli europei e poi altri (cfr. GRANOLA qui sotto: GSK (Glaxo-Smith-Kline, Roche, Nestle and Louis Vuitton), e la superiorità USA decresce. Negli ultimi anni, la crescita degli asset intangibili ha cambiato il modo in cui valutiamo le aziende. Si tratta di una regressione verso la media volta a confermare di nuovo la superiorità USA: prima nella società dei consumi (materiali), ora nella società dei servizi (immateriali). <https://search.app/EXk69URHe8o9Fi3R8>

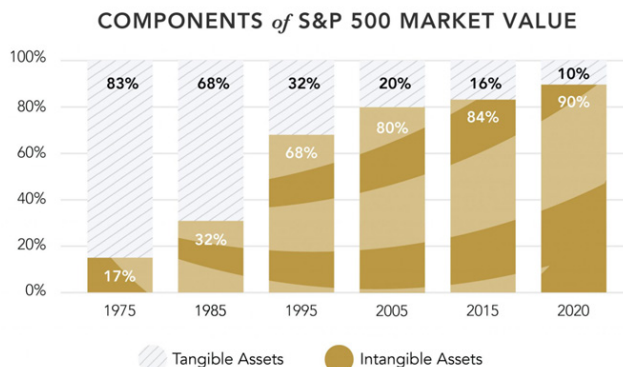
2. L'importanza della rivoluzione tecnologica: segna il passaggio dai prodotti e servizi materiali (cfr. 1) a quelli immateriali grazie all'uso di internet e delle applicazioni collegate, a partire dal 2000 fino ai recenti successi dell'intelligenza artificiale celebrati dal premio Nobel a Hopfield e Hinton del 2024 (cfr. sotto). Nulla mostra meglio l'affermarsi dell'immateriale della seguente figura:



L'affermarsi dell'immateriale è dimostrata dal peso crescente in borsa fin dall'inizio del secolo e dell'impennata con l'introduzione dell'intelligenza artificiale generativa. Il trend è destinato a durare. Fonte: FactSet modificata.

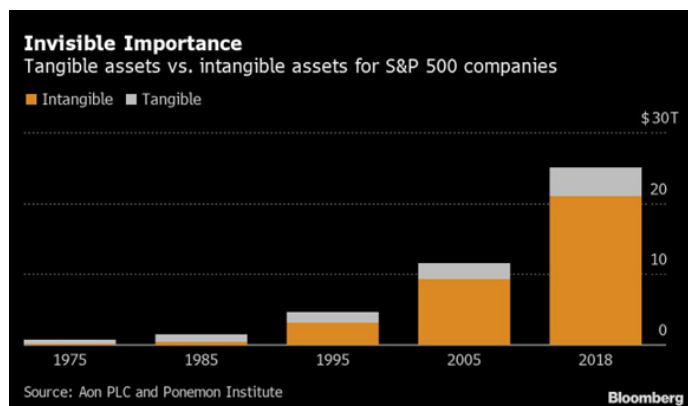
3. L'influenza della rivoluzione tecnologica sui valori di borsa: è da quando gli USA portano via all'Europa, a partire dal 1900, la supremazia globale nell'innovazione - prima nel campo dell'introduzione di servizi e prodotti materiali - poi, nel corso nostro secolo attuale, dell'immateriale che la supremazia USA si afferma.

4. Il passaggio dai mondi economici del tangibile ai mondi dell'intangibile. Se esaminate e confrontate i vari settori dello S&P 500 (cfr. Sole24Ore del 19 ottobre 2024, p. 8) potrete constatare che al 19/10/24 il settore con crescita dei ricavi e degli utili attesi più alta è proprio il settore tecnologico (rispettivamente 14,7% e 11,7%).



SOURCE: OCEAN TOMO, A PART OF J.S. HELD, INTANGIBLE ASSET MARKET VALUE STUDY, 2020

Fonti del valore delle società quotate sullo S&P500 separando le percentuali degli asset tangibili rispetto alla percentuale degli asset tangibili: dal 1975 al 2020. Siamo passati dal 17% al 90%. Fonte: Bloomberg modificata.



Fonti del valore delle società quotate sullo S&P500 separando le percentuali degli asset tangibili rispetto alla percentuale degli asset tangibili: dal 1975 al 2018. Fonte: Bloomberg modificata.

Questi due ultimi due punti, 3 e 4, relativi alla supremazia USA sono stati celebrati dall'Accademia Reale Svedese delle Scienze. Nel 2024 sono stati premiati con il Nobel per la fisica John Hopfield, professore emerito dell'Università di Princeton, e Geoffrey Hinton dell'università di Toronto. I due studiosi hanno affrontato e risolto sfide complementari: Hopfield "ha creato una struttura fisica che può immagazzinare e ricostruire le informazioni", Hinton "ha inventato un metodo per scoprire proprietà nei dati rilevanti per l'intelligenza artificiale".

Tutto il settore della finanza, oggi, non potrebbe funzionare e dare frutti senza il contributo del filone di studi a cui appartengono di questi due studiosi.

Progressi rivoluzionari: i programmi da loro inventati sono profondamente differenti da quelli tradizionali che funzionano in base a sequenze di istruzioni, un po' come delle ricette che descrivono ingredienti e prescrivono procedure allo scopo di cucinare qualcosa. Nel cosiddetto apprendimento automatico (machine learning), al contrario, i computer imparano da soli sfruttando quantità enorme di dati e calcolando i legami tra le informazioni. Quando Hopfield, un fisico, fu invitato a un convegno di neuroscienziati cominciò ad approfondire i modi di funzionare del cervello umano. Inventò delle reti dove i nodi, come i neuroni del cervello, sono collegati gli uni agli altri in modi più o meno forti. Hopfield pubblicò il suo lavoro sulla memoria associativa nel 1982 quando Hinton era arrivato negli Stati Uniti dopo aver studiato psicologia sperimentale in Gran Bretagna. Hinton si domandò se una macchina fosse in grado di apprendere ed elaborare schemi di informazioni come fa il cervello umano trovando autonomamente le categorie per raggruppare e interpretare i dati. Il computer impara da solo aggiornando via via i valori delle connessioni e dei nodi senza essere guidato da istruzioni come in una ricetta di cucina ma dalle correlazioni presenti in miriadi di informazioni. Dato un obiettivo, prevale il risultato che emerge sugli altri in quanto più probabile alla fine del processo. Proprio come si mostra in "Imitation Game" (2014), il film che racconta la nascita della prima macchina di Turing, l'odierno computer.

In questa storia il protagonista non è solo lo scienziato, ma anche la forza delle macchine. Nell'articolo del 1982 Hopfield usò una rete di 30 nodi: una volta collegati gli uni agli altri avete 435 connessioni. I nodi hanno i loro valori e le connessioni diverse forze: in totale ci vogliono un po' meno di 500 parametri per poter controllare il tutto. Hopfield aveva anche provato con una rete da 100 nodi ma era troppo complessa per la potenza dei computer di allora. Possiamo confrontare questi tentativi pionieristici con i programmi generativi di oggi (per esempio Gemini), forniti gratuitamente sugli ultimi computer. Oggi moltitudini di persone tengono nelle tasche o nelle borsette, a portata di mano e di occhio, reti che contengono più di un trillione di parametri (un miliardo di miliardi). Hinton ha detto: "Un progresso paragonabile alla rivoluzione industriale. Invece di potenziare la forza fisica degli umani stiamo oltrepassando le loro capacità intellettuali. Possiamo avere esperienza diretta di ciò che è più intelligente di noi".

Dal punto di vista delle scienze cognitive le principali tappe sono state tre. Prima ci siamo serviti dell'ergonomia cognitiva per razionalizzare i rapporti uomo-macchina nelle fabbriche. Poi, con Ronald Coase, abbiamo capito perché le aziende hanno determinate dimensioni. Perché risulta profittabile produrre delle cose all'interno e comprare delle componenti fuori? Dipende dai "costi di transazione", dalla convenienza relativa a servirsi di dipendenti o di fornitori esterni. Eccoci al traguardo finale, almeno per ora: immagini, prodotti e servizi creati dai computer attingendo a enormi nuvole di informazioni.

Che cosa ha caratterizzato questi passaggi? Sono stati tutti e tre contro-intuitivi, imprevedibili, quasi miracolosi. Ogni volta, tuttavia, sono emersi anche i possibili pericoli. Prima quelli dell'automazione, come nel classico "Tempi moderni" di Charlie Chaplin (1936); poi quelli della delega cieca, come nella storia de "La segretaria quasi privata" (Walter Lang, 1967). Oggi, infine, sono diventati credibili film fantascientifici come "Lei" (Spike Jonze, 2013), dove un programma funge da assistente e supera la perfezione umana al punto che si può innamorarsene. E tuttavia, l'ultimo ambito (ma probabilmente mai) in cui gli esseri umani potranno essere sostituiti dall'intelligenza artificiale è proprio quello della consulenza finanziaria perché sarà improponibile, per ancora molto tempo, affidarsi a una macchina in assenza della fiducia generata da un intermediario umano.

Appendice: L'Europa è Granola: Europeans are so granola

There are logical reasons for America's high multiples. It is home to the world's "magnificent seven" technology titans including Apple, Amazon, Meta and Nvidia, making the market overall much more weighted towards growth stocks – shares in firms that are expected to be more profitable tomorrow than today, and so naturally are valued at higher multiples. Europe does have its own group of stockmarket giants – the so-called **"GRANOLA" group, which includes GSK, Roche, Nestle and Louis Vuitton** – but they are mostly consumer-focused companies. Their growth prospects are not as good as those of the tech giants, at least if optimists about AI are to be believed. The same goes for Japan's dominant companies.

Sintesi: le grandi aziende europee sono ancora quelle legate ai consumi materiali, non al futuro che sarà guidato dall'intangibile (vedi sopra). Quelle americane hanno multipli più alti.



Fonte: Getty

In nessun paese c'è una identificazione "patriottica" tra la propria borsa e la nazione forte e simbolica come negli USA.

<https://www.economist.com/special-report/2024/10/14/why-the-american-stockmarket-reigns-supreme>

Prof. Paolo Legrenzi

Laboratorio di Economia Sperimentale
Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con GAM.
È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)

**Importanti avvertenze legali:**

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.