

# PER FCA È INIZIATO IL CONTO ALLA ROVESCIA?



*Da un anno a questa parte la quotazione delle azioni di FCA è cresciuta di oltre il 100%, ben più dell'indice Standard&Poor 500 che nello stesso periodo ha guadagnato poco oltre l'11%. Una corsa veramente sorprendente, se pensiamo ai già elevatissimi livelli di partenza dei mercati azionari un anno fa.*



La notizia dell'apprezzamento da parte del mercato per un'azienda che è ancora un po' italiana è molto positiva, tanto per i detentori del titolo quanto per entrambe le Borse Valori dove è quotato: Wall Street e Milano ma, ovviamente la domanda sulla bocca di tutti è stata: **“che succede?”**

Apparentemente la risposta ai continui rialzi della valutazione che il mercato esprime sembra essere arrivata con la notizia che il gruppo cinese “Grande Muraglia” (Great Wall) conferma di esserne interessato all'acquisizione, sebbene invece FCA smentisca. Poco dopo è arrivata anche la smentita dai cinesi: interesse all'acquisto sì ma sino ad oggi nessun approccio concreto a FCA.

Quindi né questa notizia né quella dell'ottimo andamento aziendale di FCA bastano a giustificare la sua generosa sovraperformance in borsa, tantomeno se teniamo conto del fatto che la capitalizzazione di borsa (in Cina) di Great Wall è di circa 18 miliardi di Dollari, cioè poco superiore a quella di FCA (circa \$16,5 miliardi). Great Wall ha inoltre una posizione di cassa appena positiva (pari a meno di mezzo miliardo di Dollari) dunque se volesse davvero procedere all'acquisto di FCA essa dovrebbe prima assicurarsi la disponibilità di cassa di non meno di una decina di miliardi di Dollari, che oggi non ha.

Infine sono in molti a prevedere dei probabili ostacoli alla possibilità che le autorità

americane permettano a un gruppo cinese di acquisire il controllo di uno dei tre colossi automobilistici nazionali, sebbene tecnicamente sia controllato dall'estero.

### ***Per questi motivi l'acquisizione di FCA da parte di Great Wall non è così probabile***

Ma se è relativamente improbabile che la concorrente cinese possa effettivamente riuscire a completare l'acquisizione, negoziare un prezzo vantaggioso e riuscire a procurarsi le risorse finanziarie per farlo, allora quali altri scenari si aprono per giustificare una così forte corsa al rialzo del titolo FCA? Per cercare di fare luce sulla vicenda va doverosamente ripercorsa la sua storia recente a partire da alcuni fatti importanti che la contraddistinguono:



- l'essere oggi un'impresa automobilista che, grazie al salvataggio e all'integrazione della vecchia Chrysler avvenuta pochi anni fa sotto la presidenza di Obama, può oggi vantare una fortissima presenza in America (è uno dei tre gruppi principali insieme a Ford e General Motors);

- l'appartenere ad un gruppo di azionisti che fa capo alla famiglia Agnelli-Elkan che ha chiaramente mostrato segni di disinteresse alla prosecuzione della permanenza nel controllo della stessa;

- l'avere in corso un processo di ricambio al vertice aziendale (oggi inconfutabilmente rappresentato dal solo Marchionne), che risulta tutt'altro che concluso e che richiede tempi lunghi;

- l'avere in pancia numerosi "pezzi da novanta": a partire dalla proprietà della Magneti Marelli e quella dello storico marchio "Jeep" che alcuni analisti stimano valere da solo buona parte della capitalizzazione di borsa complessiva del gruppo. FCA controlla anche i marchi Chrysler, Fiat Lancia, Alfa Romeo, Maserati, Dodge Ram eccetera;

- il mantenere un forte collegamento con Ferrari, che da sola capitalizza in borsa più della FCA (ben 22 miliardi) e che rimane controllata da Exor, finanziaria della stessa famiglia Agnelli-Elkann e presieduta dallo stesso Marchionne;

- il fatto che FCA non venda praticamente nulla in Asia, il mercato di sbocco considerato di gran lunga più promettente per il settore auto, tanto per il divario da colmare con il resto del mondo quanto a numero di veicoli per abitante, quanto per la forte dinamica demografica. Questo rende FCA la preda perfetta per un acquirente asiatico.



Dunque possiamo tranquillamente affermare che la crescita del valore del titolo in Borsa da un lato è ampiamente giustificata da una precedente sottovalutazione e dall'altro si può ben comprendere come mai sia rimasta compressa fino a poco tempo fa: una doppia transizione in corso -tanto manageriale quanto dell'azionariato di controllo - non lascia mai tranquilli gli azionisti di minoranza !

### ***Ma torniamo alla domanda delle domande: perché il titolo corre tanto in borsa?***

Innanzitutto riprendiamo il tema della valutazione in forma analitica: quanto valgono i singoli pezzi che compongono la galassia FCA? La risposta, se togliamo il valore presumibile della partecipazione in Magneti Marelli (€3 miliardi) e quello del marchio Jeep (stimata in circa €17 miliardi per analogia con le altre case automobilistiche) l'attuale capitalizzazione di borsa (€16,5 miliardi) porterebbe il valore dei restanti marchi (Chrysler, Fiat, Alfa Romeo, Maserati, Ram eccetera) anche al netto degli €4 miliardi di debiti, in territorio negativo. La sola divisione Maserati-Alfa Romeo potrebbe valere 10 miliardi di Euro!



È evidente perciò che l'attuale capitalizzazione di borsa non esprime tutto il potenziale che salterebbe fuori da un eventuale break-up (spezzatino) del gruppo (appunto almeno una decina di miliardi di euro in più di quanto esprimano oggi le borse) e che questo è anche il vero motivo per il quale con ogni probabilità con Great Wall non c'è partita.

### ***Il ruolo di Sergio Marchionne***



Ma soprattutto è evidente che a Marchionne -il quale con la programmazione obbligata della sua successione ha avuto dagli azionisti di controllo di fatto il compito di disporre al meglio della loro partecipazione in FCA- **sta riuscendo il gioco di portarla gradualmente alla sua corretta valorizzazione**, rendendola contendibile non soltanto nel suo complesso ma anche a "pezzetti", cosa che peraltro faciliterebbe la soddisfazione degli appetiti degli operatori asiatici (gli unici veri acquirenti sul mercato), i quali altrimenti rischiano di trovarsi la strada politicamente bloccata ad acquisire intere aziende che risultino in un modo o nell'altro americane.

Il prossimo passaggio del complicato risiko cui gioca Marchionne è quindi ***l'indiretta sollecitazione di altri possibili interessi***, magari solo per alcune singole tessere del puzzle FCA (Jeep o Maserati, per esempio), ma gli analisti più avveduti sono convinti che la fine dei giochi l'operazione che prenderà forma non consisterà in uno spezzatino, bensì nella possibile fusione di FCA intera con uno dei grandi concorrenti che fino a ieri hanno

storto il naso ad un'aggregazione (GM, FORD, TOYOTA, TATA, PSA ecc...) e che oggi, di fronte all'evidenza di alternative credibili per FCA, non potranno più rimandare una decisione al riguardo.

Una soluzione che risulterebbe molto più psichedelica di quelle oggi circolano sul mercato, e sicuramente la più interessante per un uomo tanto ambizioso quanto machiavellico come lui!

**Stefano di Tommaso**

---

# L'EFFETTO "AMAZON" SULLA CRESCITA E SUI CONSUMI GLOBALI



***Una delle obiezioni più frequenti mosse dagli scettici nel rifiutare di voler prendere atto di un nuovo ciclo economico espansivo risulta essere proprio la debolezza dell'inflazione riscontrata nelle ultime statistiche.***

Se ci fosse davvero una crescita economica -essi notano- allora la spesa per consumi crescerebbe ben di più di quanto viene riscontrato di recente dai principali istituti di statistica, così come -per effetto di quest'ultima- si innescerebbe una dinamica non solo di maggiore occupazione, ma anche di incrementi salariali che sfocerebbe in una risalita dell'inflazione. Invece l'inflazione cresce poco o nulla e gli scettici obiettano che dunque manca la prova di una ripresa economica effettiva.

**NEL 2017 LA CRESCITA ECONOMICA GLOBALE DOVREBBE RAGGIUNGERE IL 4% MA LE STATISTICHE REGISTRANO UNA DINAMICA PIÙ LIMITATA DEI PREZZI AL CONSUMO**



Con diverse gradazioni di intensità la questione dell'apparente scarsità di domanda di beni e servizi si pone un po' dappertutto nel mondo, a partire dai Paesi "OCSE" (i più ricchi), e tra questi a partire dagli Stati Uniti d'America, ove l'espansione del P.I.L. prosegue al ritmo più o meno costante del 2% annuo (ma è vecchia di otto/nove anni e perciò sono in molti a presagire un'imminente inversione del ciclo) per proseguire poi con i Paesi dell'Asia continentale, dove la crescita è ben più impetuosa (intorno al 6%) e dal Giappone, che finalmente sembra aver registrato nell'ultimo trimestre (il secondo del 2017) una crescita su base annua dell'ordine del 4%, in linea con la media globale che dovremmo registrare a fine anno (il miglior risultato da anni).

L'Europa invece quest'anno a mala pena dovrebbe toccare l'1,9%, pur registrando la sua crescita del prodotto interno lordo più elevata dai tempi della crisi del 2008 e solo se tutto dovesse andare nel migliore dei modi e l'innalzamento del cambio non rovinerà troppo la festa alle imprese esportatrici. In tutte queste regioni del mondo però la crescita del prodotto interno lordo è più elevata di quella della spesa per consumi. La spiegazione ovvia che se ne potrebbe dare è che la domanda di beni e servizi resta debole, nonostante la ripresa, ma se proviamo ad approfondire, emergono altre dinamiche, ben più complesse!

### ***LA DIFFUSIONE DEL COMMERCIO ELETTRONICO LIMITA L'INFLAZIONE***

La diffusione di internet e delle vendite online ha infatti una forza deflativa sui prezzi che resta ancora da misurare con precisione. Ma la riduzione dei prezzi (che si contrappone e annulla l'effetto della crescita dei prezzi dovuta alla maggior domanda di beni e servizi) imputabile alle vendite online (il cosiddetto "Effetto Amazon") contribuisce solo per una parte alla creazione fenomeno di limitata inflazione cui assistiamo.

L'utilizzo di applicazioni per il telefono cellulare che "in virtualità" sostituiscono beni e servizi (buona parte dei quali è gratuito perché sono sostenuti da ecosistemi di "sharing economy") è vastissimo e pieno di implicazioni pratiche. Eccone ad esempio un piccolo elenco comparativo (a sx gli strumenti precedentemente utilizzati e a dx quello che si può fare con uno smartphone):



### ***LA DIGITALIZZAZIONE, LA SHARING ECONOMY E LE NUOVE TECNOLOGIE CONTRIBUISCONO AL CONTENIMENTO DEI PREZZI E ALLA DIFFICOLTÀ DI RILEVARE LA VERA CRESCITA DEI CONSUMI***

Per non parlare della miriade di servizi offerti tramite la digitalizzazione dell'economia :

dalla diffusione del “car sharing” al successo mondiale dell’affitto breve delle unità abitative legato alle catene di Bed&Breakfast e all’esplosione della catena AIRBNB, dei servizi finanziari che vengono forniti con la consulenza computerizzata, per non parlare di tutti i sistemi innovativi di risparmio energetico, dell’aumento della disponibilità globale di pezzi di ricambio e di strumenti tecnici a buon mercato venduti o affittati online, della diminuzione del numero di viaggi aziendali dovuta ai sistemi di videoconferenza, eccetera...

La stessa disponibilità dell’accesso alla rete è migliorata ed è divenuta più economica, dal momento che i costi di connessione tramite cellulari “intelligenti” sono crollati, e con essi è lievitato il consumo di servizi tramite accesso mobile.



L’offerta di beni e servizi è inoltre anch’essa in crescita, a causa della costante espansione della capacità produttiva per i beni a minor valore aggiunto nell’intero sud-est asiatico. Cosa che contribuisce a limitare la pressione inflattiva nonostante la vivacità della domanda, che scaturisce tanto dalla crescita globale quanto dalla dinamica demografica dei Paesi Emergenti.

Morale: non possiamo non tenere conto dei fenomeni economici collegati al concetto di digitalizzazione dell’economia globale nel chiederci per quale motivo l’inflazione non corre altrettanto quanto gli utili aziendali e quanto la crescita del Prodotto Interno Lordo. La corretta interpretazione dei fenomeni economici che discendono da essa sarà probabilmente oggetto di studio ancora per molti anni.

Quando però ci chiediamo perché il mercato mobiliare corra ancora nonostante tutti i segnali di attenzione che da oramai molti mesi gli analisti rilevano, ecco che dobbiamo guardare anche all’altro lato della medaglia: quello che esprime una crescita dell’economia globale, ancora solo parzialmente rilevata dai sistemi statistici di misurazione delle attività economiche basate sulla rete!

***Stefano di Tommaso***

---

# LA CHIMERA DELLA CRESCITA ITALIANA



***Quando nel corso di una trasmissione televisiva Paolo Gentiloni ha deciso di attribuirsi qualche merito relativamente ai risultati economici dell'Italia nel periodo del suo governo mi sono posto una domanda: ma davvero la ripresa economica italiana in corso dipende dall' incisiva azione di questo governo? Per dimostrare che non è così, proverò a rispondere a questa domanda con qualche numero.***

A un primo sguardo sembrerebbe di sì: a Luglio la crescita del Prodotto Interno Lordo nel 2017 era proiettata all'1,3-1,4% (la prima cifra è una stima del Fondo Monetario Internazionale, la seconda della Banca d'Italia), la disoccupazione è scesa all'11% (ma è sempre troppo alta, e poi è la triluissiana "media del pollo" tra quella del sud e quella del nord), e persino le vendite al dettaglio sono cresciute dello 0,6% a Giugno scorso, mentre l'inflazione rimane vicina allo zero (0,1%).



Ma poi dobbiamo ricordarci delle politiche monetarie accomodanti della Banca Centrale Europea e, se paragoniamo la nostra situazione con quella del resto d'Europa il quadro cambia completamente. E ci rendiamo conto dell'essere ancora una volta il fanalino di coda della locomotiva della ripresa economica: la crescita media prevista per il 2017 nel resto dell'Eurozona è quasi del 2% mentre la disoccupazione europea in media è scesa al 7,7% (Italia inclusa).





Per essere onesti fino in fondo bisogna ammettere che la produzione industriale italiana è cresciuta da inizio anno al ritmo del 5,3%, ben al di sopra dunque della media europea, molta parte della quale è però dovuta alle esportazioni e alla crescita del settore automotive la cui stagione dorata sta oggi per concludersi.

Questo è anche il limite del discorso di Gentiloni: quanto i risultati economici del Paese sono dipesi dalle politiche del governo e quanto invece dall'impetuosa crescita dell'economia mondiale (le stime per il 2017 parlano di un tasso tendenziale del 4%) e dalla svalutazione dell'Euro nel primo trimestre (che invece nell'ultimo periodo si è notevolmente apprezzato?). Poco, probabilmente, visto che con una così forte risalita della produzione industriale (probabilmente collegata all'impennata delle esportazioni) è presumibile che tutti gli altri indicatori economici siano rimasti al suo traino.

Il problema della rivalutazione della divisa unica dipende peraltro dalla stessa radice della crescita economica: le esportazioni dell'Eurozona già a Maggio avevano creato un surplus commerciale di 22 miliardi di euro, provocando un apprezzamento del cambio che oggi (nonostante i venti di guerra nel sud-est asiatico) resta orientato al superamento della barriera psicologica dell'1,20 contro dollaro. Quella è anche la soglia di dolore oltre la quale chi esporta negli Stati Uniti e in generale nel resto del mondo inizia a fare fatica e teme impatti significativi sui propri ricavi e margini.

La domanda che ne consegue è: come impatterà la rivalutazione della divisa unica sui conti delle imprese italiane? Se lo è chiesto Intermonte SIM che ha pubblicato uno studio riportato dal Sole24Ore:



Come si può vedere, pur avendo in generale un impatto negativo, molto dipende dalla percentuale di esportazioni in dollari, oltre che dalla percentuale dei costi che vengono sostenuti in quella valuta. Altro fattore critico è la competitività delle nostre esportazioni: più alto è il valore aggiunto e maggiore è la capacità di difendersi dalla rivalutazione della propria valuta. Va da sé che anche in questo l'Italia non brilla: laddove non si tratti di lusso, design e meccanica di precisione, le imprese italiane rischiano di essere esposte più di quelle del nord Europa alle oscillazioni dell'Euro, così come l'intera economia nazionale.

Già le previsioni economiche per l'intero vecchio continente erano meno positive per il 2018 ma oggi, con la minor competitività delle imprese italiane rispetto alle consorelle europee, c'è il rischio che da noi l'effetto del buon andamento delle esportazioni divenga nullo in anticipo, rimangiandosi nella seconda parte dell'anno parte dei progressi realizzati sul fronte macroeconomico, esattamente come è avvenuto nel 2016.





Se questo governo volesse davvero segnare la differenza con quelli che lo hanno preceduto (Renzi compreso) *dovrebbe dare segnali forti di cambiamento nella riduzione della tassazione delle attività produttive, nell'eliminazione dell'IRAP (una iniqua tassa sul lavoro) e nello snellimento della burocrazia che frena la nascita di nuove iniziative.* E se proprio volesse esagerare potrebbe cercare di spianare la strada a quelle opere infrastrutturali che più di tutte provocherebbero un forte stimolo alla crescita economica. Basterebbe solo iniziarne il processo per innestare un circuito virtuoso che, alla lunga, amplierebbe la base occupazionale e renderebbe più allettante per l'industria il fare ritorno in Italia.

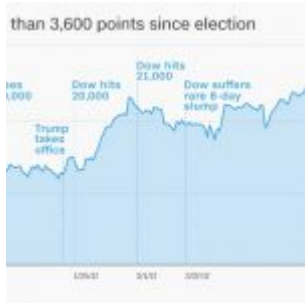
È chiaro però che -al di là del fatto che ci vorrebbe una strenua volontà politica- le risorse per realizzare tutto ciò non possono provenire né da nuovo debito e neppure dall'incremento della tassazione (che oramai è chiarissimo provocherebbe solo nuove fughe di concittadini all'estero e una immediata riduzione del gettito complessivo). Perciò quelle risorse possono solo arrivare dalla sottrazione ad altri capitoli di spesa, come quella per i migranti, quella per le maxi-pensioni e per le rendite vitalizie legate alle alte cariche dello Stato (che incidono moltissimo sul disavanzo dell'INPS) e quella per tutte le inutili spese clientelari della politica italiana.

Ma nulla di tutto ciò sembra davvero realizzabile, mentre dovremmo ricordare che la spesa pubblica italiana, in assenza di significative sterzate, è invece votata a una crescita tanto certa quanto insostenibile con poco più dell'1% di avanzamento del prodotto interno lordo. Come dimostrato dall'ultimo DPEF 2016 i cui numeri non sono mai cambiati. Perciò quando Gentiloni ci racconta quelle storielle e poi aspetta solo il momento buono per rialzare l'aliquota IVA, ricordiamoci che la crescita economica italiana in questa situazione resta solo una chimera che, per chi non lo rammentasse, è un leggendario mostro mitologico dalla fiera testa di leone e la viscida coda di serpente!

**Stefano di Tommaso**

---

# PER UN PUGNO DI DOLLARI



***L'America si è risvegliata all'inizio di Agosto con l'indice Dow Jones che ha superato quota 22000, in un contesto estremamente favorevole per gli investitori nel quale l'economia cresce ma non si surriscalda.***

Tutti citano infatti in questi giorni lo “scenario Goldilocks” vale a dire quello della bambola dai riccioli d'oro che persegue su qualsiasi fronte un ideale di moderazione: non troppo né troppo poco. Ciò vale per il prodotto interno lordo, per l'inflazione, la pressione salariale la disponibilità di credito, i profitti delle imprese e la crescita dei tassi di interesse (che però rimangono ai minimi termini in assoluto).

È chiaro che in un tale scenario i risparmi e i capitali guadagnati dagli Americani si riversano sull'investimento azionario, sebbene le migliori soddisfazioni essi le abbiano ottenute dalle borse europee, cresciute ancora di più se misurate in Dollari.

Il biglietto verde si è infatti svalutato fortemente in tutto il 2017 nei confronti di quasi tutte le valute ma principalmente dell'Euro, per una serie combinata di ragioni solo apparentemente politiche che, almeno in teoria, fanno a pugni con quelle che spingono gli investitori a portare la borsa valori di Wall Street alle stelle.



L'Europa sembra trovarsi in una fase meno matura del ciclo rialzista delle borse valori e di ripresa economica, in un percorso di forte stabilizzazione politica e con un avanzo commerciale e valutario tale che non lascia escludere ulteriori rivalutazioni della sua divisa unificata.



Quello che non quadra in tutta la faccenda è che nel medio termine lo scenario Dollaro debole/Euro forte non sembra affatto sostenibile, visto che buona parte della crescita

economica continentale è trainata dalle esportazioni verso i paesi emergenti e quelli asiatici e che buona parte dell'afflusso di denaro verso la borsa americana è in realtà proveniente da questi ultimi.

Il danno strutturale dell'eccesso di forza dell'Euro è inoltre per buona parte generato nei confronti di paesi periferici come l'Italia, la Grecia o il Portogallo, la cui economia è più gravata da debiti pubblici ed è meno forte sulle produzioni a maggior valore aggiunto. Tali paesi hanno un minor numero di imprese di grandi dimensioni (quel genere di imprese che possono permettersi di amministrare i loro profitti ripartendoli tra molti luoghi del mondo e che possono continuare ad investire sullo sviluppo perché hanno abbastanza capitali per farlo) e dunque sono paesi che risentono più di altri della minor competitività delle loro produzioni se il cambio si rivaluta.

L'industria dei paesi del nord Europa si trova tendenzialmente in una situazione di minor rischio derivante dalla forza della divisa unica e, quando questa di apprezza, riduce i suoi profitti ma non la quota di mercato. Per quei paesi dunque l'effetto netto della rivalutazione dell'Euro appare positivo, soprattutto nei mesi estivi, quando il maggior salario (in termini valutari) del cittadino medio può essere monetizzato andando in vacanza all'estero con un maggior potere di acquisto.

Per l'America è diverso: il suo presidente ha a cuore la ripresa dell'industria di base americana, quella degli stati centrali dell'unione che tendono a monetizzare in più elevati consumi effettuati principalmente dentro ai confini nazionali i profitti derivanti dalle maggiori vendite in esportazione di derrate agricole, petrolio e gas, industria pesante e soluzioni internet.

Per costoro il Dollaro basso è una manna scesa dal cielo, almeno sintantochè l'inflazione non si risvegli poderosa (come ha già fatto negli ultimi mesi in Gran Bretagna e Giappone), costringendo la Federal Reserve ad una rapida accelerazione dei rialzi programmati dei tassi di interesse e a maggiori restrizioni della base monetaria, cose che interromperebbero brutalmente lo scenario dorato che vediamo oggi facendo scendere gli indici di borsa e ricrescere il Dollaro.

Ma anche per l'Euro-zona i rischi non appaiono nulli: l'incremento del differenziale di ricchezza, solidità e crescita economica tra nord e sud dell'Unione, in presenza di un Euro forte, danneggia le basi stesse della sua stabilità politica e può costringerla alternativamente al sussidio degli stati in minor salute ovvero al loro distacco.

Sino ad oggi la leva monetaria utilizzata dalla Banca Centrale ha dato l'illusione che il sussidio implicito ai debiti pubblici di staterelli come l'Italia non costasse nulla a quelli in miglior salute. Ma prima o poi potrebbe arrivare il conto da pagare, che farebbe esplodere

il problema dei debiti pubblici e costringere a fare scelte dolorose.

Dietro lo scenario della bambola dai riccioli d'oro si trova infatti una gigantesca bolla speculativa dei mercati finanziari, notoriamente rigonfiati dai ripetuti stimoli monetari delle banche centrali e si nascondono dunque molte minacce e non pochi rischi di repentino riassetamento dei mercati finanziari su valori decisamente minori rispetto a quelli attuali.

Quanto durerà l'idillio delle borse è difficile dirlo, ma sembra oggi più dipendente che mai dalla situazione innaturale di un Dollaro debole e un Euro forte e per questo motivo non appare destinata a proseguire in eterno.

***Stefano di Tommaso***