

LO SCANDALO FACEBOOK ACCENDE I RIFLETTORI SULLA VOLATILITÀ DEI TITOLI TECNOLOGICI



Nella sola giornata di borsa di lunedì i 6 più famosi tra i titoli cosiddetti “tecnologici” (FAAMGN: Facebook, Apple, Amazon, Google, Netflix e Microsoft) hanno perduto valore per complessivi quasi 12 miliardi di dollari (100 miliardi di euro). L’occasione che ha acceso la scintilla delle vendite è stata sicuramente il ribasso sul titolo Facebook, a causa del fatto che la polemica sull’elezione di Donald Trump l’ha coinvolta per aver permesso l’accesso ai dati personali di 50 milioni di suoi utenti a una società di consulenza che lavorava per l’elezione del futuro presidente. Ma la caduta nel valore di capitalizzazione di Facebook è valsa solo 39 miliardi di dollari, mentre gli effetti complessivi sui FAAMGN sono assommati a tre volte tanto.

L’evento, per nulla inusuale sui mercati borsistici internazionali quando si parla di titoli a larghissima capitalizzazione e legati alla sfera di Internet (vedi tabella)



ha comunque scatenato una caterva di timori, considerazioni e commenti da parte degli analisti di borsa, e non a caso.

Molti segnali di allarme circondano i mercati finanziari da quando i valori di borsa sono andati alle stelle e soprattutto riguardo ai titoli tecnologici, che sono quelli cresciuti maggiormente nell’ultimo anno. Bisogna infatti ricordare che l’intero comparto è cresciuto nell’ultimo anno del 31% e che l’indice dei titoli tecnologici (lo SP500 Information Technology Index) è arrivato a una valutazione media di quasi 19 volte gli utili attesi, il 12% della sua media di lungo periodo (15 anni).

Da tempo diversi investitori con una filosofia di approccio di tipo etico hanno iniziato a

dismettere le loro partecipazioni in questo genere di azioni quotate, nel timore di qualche scandalo, mentre anche Apple sta da tempo fronteggiando perplessità legate alla tenuta della sua filiera di approvvigionamento di materiali e componenti pregiati (vedi grafico)



Rimangono inoltre irrisolti i dubbi sulla possibilità che un'ondata di nuove regolamentazioni possano limitare le aspettative di crescita del commercio elettronico e dei social media e poi in molti si interrogano circa la validità della scelta della Federal Reserve Bank of America (la banca centrale americana) di alzare ancora una volta i tassi di un altro quarto di punto (sapremo mercoledì se lo farà davvero) nonostante l'inflazione non abbia ancora dato segni preoccupanti e le borse appaiano decisamente più caute.

Ma soprattutto i dubbi degli investitori si concentrano sulla possibilità che i picchi raggiunti dalle quotazioni negli ultimi mesi possano scatenare sulle quotazioni borsistiche le medesime conseguenze che ebbe all'inizio del nuovo millennio lo scoppio della bolla speculativa dei titoli della "new economy" detta anche "bolla delle Dot Com" (vedi grafico). Dall'inizio dell'anno ad oggi i titoli del settore "public utilities" (acqua, elettricità, servizi pubblici eccetera) sono scesi del 5% mentre i titoli tecnologici sono saliti del 7% e mostrano spesso valutazioni completamente scollegate con gli usuali criteri finanziari.



Continueranno a scendere fino a creare una vera e propria valanga? Probabilmente no: non sembrano esserci le condizioni perché si formi una vera e propria voragine sui mercati. Ma come già altre volte abbiamo già preso atto, quest'anno la volatilità sembra essere di nuovo protagonista, e non è detto che il futuro non ci riservi nuove terribili sorprese!

Stefano di Tommaso

CACCIA AI GESTORI DI PATRIMONI



SALE LA FEBBRE DELLE ACQUISIZIONI PER SOCIETÀ DI GESTIONE E IN PARTICOLARE PER QUELLE SPECIALIZZATE IN INVESTIMENTI ALTERNATIVI

Un certo numero di grandi gruppi finanziari ha stanziato negli ultimi tempi somme importanti per identificare e acquisire società di gestione dei patrimoni, banche specializzate nel settore “private” e compagnie assicurative del ramo “vita” in tutti i Paesi industrialmente più avanzati.



Sono oggetto di maggior interesse in particolare quelle europee e specializzate in forme di investimento alternative, nel private equity e negli investimenti immobiliari. Evidentemente quel che risulta chiaro agli attori di tali iniziative è che la crescita organica risulta troppo lenta o poco remunerativa in comparazione con la possibilità di crescere per linee esterne, cioè attraverso acquisizioni.

UNA PROSPETTIVA DI MERCATO INTERESSANTE MA IL SETTORE SI AVVIA AD ESSERE SEMPRE PIÙ CONCENTRATO IN POCHE FORTI MANI



I prossimi anni vedranno infatti un affollamento di pensionamenti dei “baby boomers” nati negli anni cinquanta e sessanta, ciascuno con il suo piccolo o grande malloppo di risparmi per la vecchiaia, mentre un sempre minor numero dei medesimi appare intenzionato a “fare da sè” nella gestione degli investimenti. Una prospettiva dunque in crescita e con margini apprezzabili, sebbene la sempre maggior concentrazione del mercato del risparmio gestito in pochi grandi “player” e la scarsità di società “obiettivo” non faccia che aumentare decisamente le valutazioni di queste ultime. È notizia fresca ([Financial Times](#) di venerdì 16/3) che anche Amundi (che l’anno scorso ha acquisito Pioneer in Italia) si sia lanciata nella corsa stanziando circa mezzo miliardo di euro, mentre sta per quotarsi in Borsa a Londra DWS, il ramo di private banking di Deutsche Bank mentre anche le americane Goldman Sachs e Blackstone, l’australiana Challenger stanno partecipando alla corsa per acquisire tanto patrimoni in gestione quando competenze specialistiche e specificità territoriali mentre infine Elliot Management (la medesima al centro della

querelle su TIM) si prepara a una mega-acquisizione della compagnia di assicurazioni “vita” americana Prosperity Life.

UNO SCENARIO COMPLESSIVO EVIDENTEMENTE RASSICURANTE MA ANCHE L’OPPORTUNITÀ DI UNA CRESCITA CONCATENATA

Evidentemente lo scenario dei mercati finanziari non appare a nessuno di questi grandi gruppi così preoccupante, la corsa alla risalita dei tassi un fenomeno non certo destabilizzante e le prospettive economiche non certamente tali da inibire valutazioni da capogiro e forti incentivi ai managers che ci lavorano. Si parla infatti di valori d’azienda compresi tra le 9 e le 11 volte il margine di intermediazione, con punte anche molto superiori. L’aspettativa implicita degli acquirenti è dunque che i mercati finanziari non vivranno a breve grandi sconvolgimenti, che i robo-advisers non devasteranno il mercato, che le commissioni di gestione non subiranno ulteriori riduzioni.



Bisogna d’altronde notare che il mercato del risparmio gestito continua la sua crescita e parallelamente prosegue la corsa alla sua concentrazione in poche grandi mani. Le acquisizioni in questione possono infatti riservare due differenti vantaggi ai loro promotori: crescere in velocità dimensionalmente, per raggiungere le opportune economie di scala in un settore - quello del risparmio gestito - sempre più globalizzato, ma anche eventualmente attivare un interessante gioco di scatole cinesi facendo sì che ciascuna società o banca acquisita possa a sua volta utilizzare le risorse finanziarie in gestione per effettuare altre acquisizioni a valle, cogliendo un’opportunità di leva implicita in un settore che evidentemente rimane nonostante tutto ancora relativamente poco monitorato dalle autorità di vigilanza.

Stefano di Tommaso

L’INFLAZIONE NON ARRIVA



Secondo [l'Economist](#) il livello dei tassi di interesse reali non è mai stato così basso dall'epoca della grande crisi finanziaria del 2008. Questa sarebbe la prima ragione per cui le banche centrali starebbero tornando a far crescere i rendimenti nominali, dolcemente ma continuamente e per la quale continueranno a farlo ancora per molto tempo in avanti. Ma di certezze riguardo alla misura dell'inflazione in giro ce ne sono davvero poche. Anzi, ancora una volta come già era successo a Ottobre, l'allarme inflazione almeno negli Stati Uniti d'America sembra di nuovo essere rientrato. L'inflazione avanza sì, ma con grande moderazione.

LA RICERCA DI BAIN & Co SUL FUTURO DELL'AUTOMAZIONE

Questa volta a sostenere che -almeno nel breve termine- i tassi cresceranno anche più di quanto oggi ci si possa attendere è l'autorevole società di consulenza e investimenti americana [Bain&Co.](#) che afferma che sarà proprio lo sviluppo dell'automazione e della robotica a premere per un nuovo rialzo dei tassi, dal momento che sempre più aziende cercheranno di spingere sull'accelerazione degli investimenti in tal senso, facendo innalzare la domanda dei capitali oltre il limite della loro offerta.

Non importa invece all'Economist che Bain affermi altresì che tali investimenti innalzeranno la produttività del lavoro (e dunque l'offerta di beni e servizi) nonché la disoccupazione (almeno quella di breve termine), due fattori fondamentali per il loro effetto deflattivo, né conta il fatto che gli investimenti industriali si portano dietro un sempre maggiore livello di investimenti collaterali in software, di ingegneria, di finanza e di altri servizi accessori, i quali tutti insieme dovrebbero dare una spinta considerevole tanto al livello di output industriale (che è ancora la prima componente del Prodotto Lordo dell'economia) quanto all'occupazione giovanile, alla creazione di start-up tecnologiche, e alla domanda di nuovi investimenti infrastrutturali, proprio quelli che -dipendendo fortemente dalla politica- a tutt'oggi ancora non si sono visti sullo scenario globale.

L'ECONOMIST CI RICAMA SOPRA

Secondo l' Economist invece l'innalzamento della domanda di investimenti, unita a quello dell'inflazione, procurerà stress ai mercati finanziari, che potrebbero reagire nervosamente. Potrebbero, certo, così come molti altri fattori fondamentali dell'economia potrebbero determinare sfiducia negli operatori economici, ma fino ad oggi l' Economist lo ha scritto da almeno un anno e mezzo e quello che è accaduto è sotto gli occhi di tutti: l'esatto opposto.

NON SARÀ LA DOMANDA DI CAPITALI A FAR CRESCERE I TASSI, BENSÌ LA POLITICA DELLE BANCHE CENTRALI

Quantomeno bisogna osservare che -se la domanda di capitali e finanziamenti per sostenere gli investimenti sarà elevata- per osservare un'eventuale innalzamento del loro prezzo bisognerà guardare anche a cosa succede alla loro offerta, vale a dire all'ammontare complessivo di liquidità in circolazione e alla capacità del sistema finanziario di convogliarla in direzione dell'economia reale. E la liquidità in circolazione -è ben noto- è governata dalle politiche monetarie delle banche centrali. Se queste ultime risulteranno inutilmente o eccessivamente restrittive è certo possibile che la domanda di capitali ne supererà l'offerta, portando al rialzo i tassi di interesse reali. Quelli cioè che vengono misurati dopo aver depurato l'effetto dell'inflazione.



Ma abbiamo appena visto che tra i Paesi maggiormente sviluppati nel mondo l'inflazione non corre, anzi si limita all'intorno del tasso fisiologico lungamente auspicato sino ad oggi dalle banche centrali, quel famoso 2% considerato -non si sa bene perché- "salutare" per l'economia. Dunque se i tassi reali sono rimasti fino ad oggi così bassi un motivo ce lo avranno avuto. Questo motivo è stato l'elevato livello di liquidità immesso sul mercato globale dei capitali proprio dalle banche centrali, perché almeno una piccola parte di essi sgocciolasse più a valle, a stimolare l'economia reale. Ciò confermerebbe l'assunto che, se i tassi saliranno o meno, dipenderà assai poco da domanda e offerta di capitali, e assai più dalle politiche monetarie delle banche centrali, le quali a tutt'oggi non avrebbero molte ragioni per andare a guastare la sincronia meravigliosa che, complice il Dollaro debole, si è creata attorno al mondo nella crescita economica.



I ROBOT PORTERANNO L'AUMENTO DELLE DISUGUAGLIANZE SOCIALI

In una cosa l' Economist sembra invece aver ragione da vendere: in assenza di politiche fiscali incisive e mirate l'incremento degli investimenti in automazione industriale porterà

un incremento delle diseguaglianze economiche e della necessità di politiche mirate di sussidio. Secondo Bain lo sviluppo dell'automazione e dell'intelligenza artificiale porterà infatti entro il 2030 alla cancellazione del 20-25% degli attuali posti di lavoro, soprattutto tra quelli meno qualificati, mentre saranno ancor meglio pagate le professionalità più richieste per permettere di funzionare ad un sistema industriale sempre più automatizzato.

L'INFLAZIONE NON CRESCERÀ PIÙ DI TANTO

Ma c'è da scommetterci che i consumi non cresceranno altrettanto quanto i Prodotti Lordi dell'economia, perché chi già si trova nel benessere tende a risparmiare molto più di quanto facciano le classi meno agiate, con il risultato che potremmo trovarci nella stessa situazione vista negli ultimi anni di "congestione dei risparmi" (savings glut) che ha contribuito a determinare la discesa dei rendimenti e la cavalcata delle borse negli ultimi anni. Come dire che ci sono buone ragioni per credere che, al contrario di quanto affermino ripetutamente da qualche anno le cornacchie dei mercati finanziari, l'inflazione non salirà significativamente e i rendimenti reali potrebbero riprendersi solo un po', ma non troppo.



I TASSI NON POTRANNO CRESCERE TROPPO

Un ulteriore motivo per rimanere relativamente ottimisti sul fatto che, a maggior ragione se ci si aspetta che l'inflazione possa crescere leggermente, i tassi di interesse reale potrebbero salire sì, ma di molto poco, è anche quello dell'eccesso di debito che affligge da almeno un decennio l'economia globale. Per non parlare dei debiti pubblici, i quali a tutt'oggi continuano a crescere e se- come sembra- le necessità di sussidi pubblici non si ridurranno bensì saranno affiancate dalle esigenze di investimenti pubblici infrastrutturali, quei debiti continueranno a restare eccessivi, rendendo politicamente inaccettabili le velleità odierne delle banche centrali di ridurre la liquidità in circolazione e far crescere molto gli interessi.

Come dire che le attese dei mercati sono quelle di molta moderazione nella crescita dei tassi di interesse e, di conseguenza, non troppo negative per le Borse e anzi tutto sommato positive per le banche italiane, che della moderata risalita dei tassi beneficeranno decisamente, erogando più prestiti alle imprese senza che ciò arrivi a deprimere le proprie ragioni di credito. Cosa che aiuterà la nostra economia a riavvicinarsi ai ritmi di crescita del resto dell'Unione.

Stefano di Tommaso

FCA PREPARA LE DISMISSIONI



Sin dall'inizio 2016 è divenuto chiaro a tutti gli analisti e operatori di borsa che Marchionne, in previsione del suo ritiro nel 2019, avrebbe perseguito più o meno a qualsiasi costo l'obiettivo dichiarato di far crescere il valore delle azioni FCA (e di quelle Ferrari) che detiene a vario titolo e che sono oggetto della sua stock option. E sino ad oggi sembra esserci riuscito molto bene, soprattutto se confrontiamo l'andamento del titolo azionario con quello dei più diretti concorrenti (nei grafici a 5 anni anche Daimler, VW, Toyota e GM).



Ma il futuro dell'auto non sembra a breve essere così roseo: nell'ultimo mese le vendite di veicoli nuovi in Italia sono scese del 10% e in America di poco meno, sebbene FCA sembri cavarsela meglio degli altri grandi gruppi. E poi ci sono i rincari delle materie prime anche se il dollaro debole controbilancia i maggiori costi della produzione in USA che deriveranno dalle tariffe doganali di acciaio e alluminio.



La vera sfida sembra provenire dalla necessità di cambiare radicalmente strategia sulla tecnologia delle auto, dopo che è divenuto chiaro a tutti che la produzione dei motori diesel

ha i mesi contati e che tutti i grandi “incumbent” del settore automobilistico dovranno investire pesantemente per sostenere gli investimenti necessari a passare all’ibrido-elettrico, all’interconnessione digitale e alla guida autonoma.

I CAPITALI REPERITI DALLE DISMISSIONI SARANNO CONCENTRATI SULLO SVILUPPO COMMERCIALE

Dove trovare dunque le risorse finanziarie senza intaccare il valore di mercato di un titolo che nelle ultime settimane è già stato messo a dura prova dalla riduzione dei moltiplicatori se non dalle dismissioni di tutte le attività di fabbricazione di componenti (parte dei quali con le nuove auto non servirà più) e in generale non “strategiche”?

Potremmo discutere a lungo su cosa è davvero strategico e cosa non lo è nell’automotive, ma la buona sostanza è che in momenti come quello attuale con attese di riduzione del numero dei veicoli venduti, è meno necessario produrre in casa propria e cresce invece la disponibilità dei terzisti a fornire componenti a buon mercato e a sobbarcarsi loro gli investimenti necessari agli adeguamenti tecnologici, togliendo dunque più ci una preoccupazione in tal senso alla FCA che deve invece impegnarsi seriamente a rilanciare la scommessa del mercato sui nuovi modelli, come si è visto nel Salone di Ginevra di questi giorni.

LA CAUTELA NEI CONFRONTI DELLE PARTI SOCIALI PORTA A TERZIARIZZARE



Ma FCA non può esporsi troppo nel dichiarare la sua strategia di dismissioni della produzione di componentistica (quantomeno sono circolati i nomi di Magneti Marelli e Teksid, ma la lista potrebbe allungarsi), adesso che ci sono forti rimostranze sindacali e a pochi giorni dal voto politico. Molto meglio parlarne dopo, quando le acque si saranno calmate e magari saranno stati individuati nuovi datori di lavoro con sufficiente credibilità affinché i sindacati non abbiano molto da ridire. Gli acquirenti di quegli stabilimenti sanno che avranno vita relativamente breve, e che potranno sopravvivere soltanto sulla base di diversificazioni e profonde trasformazioni, ma in cambio possono acquisire aziende importanti a prezzi interessanti e con uno “scivolo” significativo da parte del cedente, che continuerà a lungo a rendersi acquirente dei pezzi prodotti. Poi evidentemente questa bonanza si esaurirà e molti stabilimenti chiuderanno, ma non sarà stata FCA a farlo. E’ il mercato che cambia troppo in fretta, diranno. Ma non è così.



LA STRATEGIA DI CREAZIONE DI VALORE PER GLI AZIONISTI PASSA DALLE

DISMISSIONI

Qualcosa di valido nella strategia di dismissioni degli stabilimenti che fabbricano la componentistica peraltro c'è eccome: i grandi gruppi come Delphi Technologies o Johnson Controls, che si specializzano in determinate tecnologie "verticali" (ad esempio sull'elettronica di controllo) e possono trovare forti sinergie tanto dalla possibilità di raggiungere volumi consistenti nel fornire più di una casa produttrice, quanto dalle ricadute della loro ricerca e sviluppo globalizzate, che risultano più difficili ai singoli produttori di automobili. Ma la verità è soprattutto un'altra: un produttore di automobili che ha le mani più libere nel potersi approvvigionare da questo o quel terzista e che si concentra sulla parte di mercato finale che ha i margini più alti (quello delle vetture finite), in borsa vale più soldi e può liberare risorse finanziarie per concentrarle sul core-business, alimentando aspettative di crescita e rinnovamento.

Questo concetto (quello di adattarsi o morire nel giro di pochissimi anni) è sempre stato ben chiaro a Sergio Marchionne che sa inoltre di non avere le dimensioni industriali o la capacità di investimento a lungo termine di gruppi come Toyota o come Volkswagen o Daimler, e proprio per questo motivo deve completare prima degli altri la propria metamorfosi industriale -non importa con quali "externalities"- prima che il settore venga ri-definito completamente da nuovi entranti del calibro di Apple e Google, o da colossi produttivi come quelli cinesi o indiani, che possono contare su una leadership di costo che FCA non avrà forse mai. E al momento in questa metamorfosi è il più avanti di tutti, almeno secondo l'opinione delle Borse Valori!

Stefano di Tommaso