

Ma la rivoluzione degli assetti non ingrassa i conti economici

Anche nel 2003 il settore risentirà fortemente della riduzione dei tassi. Quanto pesa il taglio di 50 punti su Unicredit, Intesa e Sanpaolo

MAX MALANDRA

Il sistema bancario, nuovamente protagonista di scossoni negli assetti di controllo e nella geografia delle alleanze, si lascia alle spalle un 2002 con qualche ombra. In verità, i conti non hanno consegnato al mercato sorprese sconvolgenti: nella maggior parte dei casi (vedere tabella in basso) i bilanci hanno mostrato una sostanziale tenuta dei margini, pur con qualche vistosa eccezione. Banca Intesa è arretrata del 4,7% a livello di margine di interesse e del 6,3% per quanto riguarda quello di intermediazione, mentre Sanpaolo Imi ha perso rispettivamente il 4,7 e il 5,10 per cento. Le prospettive per il 2003 non sono rosee, visto che lo scenario macroeconomico da fine 2002 non è mutato in modo sostanziale. Ma economia in crisi e crescita quasi nulla significano possibilità di altri tagli dei tassi di interesse ovvero, per le banche, il rischio di ulteriori contrazioni dei margini. Sul comparto bancario continueranno così a pesare quelli che, storicamente, sono gli elementi di debolezza: pressione sui ricavi, criticità degli asset creditizi, corporate governance non certo ottimale. Oltretutto l'intero compar-

to evidenzia un'elevata correlazione positiva con i movimenti dei tassi di interesse, in particolare nei momenti di calo. Gli istituti di credito italiani dipendono infatti in larga misura dagli spread sui depositi che tradizionalmente si comprimono quando i tassi scendono. Jp Morgan nelle scorse settimane ha così reiterato la propria raccomandazione di *underweight* per il comparto bancario italiano, in previsione dei tagli dei tassi che dovrebbe effettuare nel futuro Bce: il giudizio rimane negativo in quanto, secondo la casa d'investimenti americana, le banche italiane non sono preparate in termini di budget a tagli per complessivi 75 punti base. Un'analisi di sensitività dei conti bancari rispetto all'andamento dei tassi di interesse a breve mostra come l'impatto sull'utile netto previsto per il 2003 di un taglio di 50 punti base valga il 2,9% per Unicredit, ma pesi per quasi il 5% sui conti di Sanpaolo e quasi il 6% su quelli di Intesa: la diversificazione dei ricavi attuata negli ultimi anni da Unicredit le consente pertanto di mettersi almeno parzialmente al riparo da uno scenario di bassi tassi di interesse. L'istituto di piazza Cordusio, dei cinque gruppi analizzati, è anche l'unico a meritare un giudizio

di *overweight*, con un *fair value* di 4,42 euro. Nonostante la pressione sui ricavi registrata nell'ultimo trimestre dell'esercizio, Unicredit continua a riscuotere fiducia tra gli investitori istituzionali. Carlo Gentili di Nextam partners esprime fiducia nelle capacità del management e ritiene che, «nonostante la congiuntura, Unicredit si dimostrerà all'altezza della situazione». Per Jp Morgan, rimangono invece *underweight* Sanpaolo, Monte Paschi, Intesa e Antonveneta. Solo un'eventuale ripresa, ridurrebbe significativamente i rischi di avere una *bottom line* colpita ancora una volta da svalutazioni. Dopo la presentazione del bilancio, Capitalia ha beneficiato di un cambiamento di sentimento: «Il deterioramento della congiuntura economica rende il titolo ancora una scommessa molto rischiosa, tuttavia i dati dell'ultimo trimestre mostrano che la nuova politica del credito sta cominciando a dare qualche frutto», osserva Lucia Casoli di Banca Akros. Negli ultimi 12 mesi la performance del settore bancario è stata peggiore rispetto all'indice generale: a fronte di un calo del 30% per il Mibtel, l'indice di settore ha ceduto il 33,3% con Bnl, Fideuram, Sanpaolo e Capitalia sotto di oltre il 50 per cento.

8 Aprile 2003