

VALE ANCORA LA PENA DI INVESTIRE NELLE BANCHE ITALIANE?

Focus

■ Dopo un ottimo 2004, le banche italiane quotate hanno fatto registrare da inizio anno brillanti performance.

■ Conviene ancora puntare sui titoli bancari, o il rialzo c'è già stato e si rischia di entrare tardi?

■ In realtà le condizioni favorevoli che hanno permesso alle banche buoni risultati permangono. E oltretutto i buoni dividendi rappresentano una specie di paracadute dell'investimento

■ Anche senza considerare eventuali nuovi capitoli dell'integrazione tra banche, che hanno sinora favorito le quotazioni, si può investire con una certa tranquillità

Le grandi performance da inizio anno sembrano incorporare ormai buona parte del rialzo potenziale. Ma il quadro favorevole per i conti degli istituti di credito non è destinato a mutare. E i dividendi sono un buon paracadute. Senza contare che il Risiko non è finito

■ di Sergio Pigoli

La tabella di pagina 32 evidenzia, al di là di ogni ulteriore considerazione, come l'interesse degli investitori abbia premiato durante l'anno in corso i titoli appartenenti al settore bancario. Le performances del 2005 vanno ad aggiungersi a quelle, già lusinghiere, registrate lo scorso anno. A quali fattori sono da attribuire risultati così positivi?

La domanda è opportuna proprio ora che le valutazioni hanno fatto registrare aumenti così rilevanti. Indubbiamente le quotazioni hanno recepito miglioramenti gestionali significativi. Se si confrontano gli utili in corso di formazione per quest'anno e li si paragonano con quelli non solo dello scorso anno, ma con quelli del 2003, la crescita sembra sbalorditiva. Quali sono state le ragioni di quella che appare essere una



Luigi Abete, presidente di Bnl, con Pier Luigi Fabrizi, presidente Montepaschi

AZIONI

SETTORE BANCARIO

Da inizio anno grandi performance in Borsa

BANCA	PREZZO	VARIAZIONE DA 1/1/2005	DIVIDENDO	PREZZO/ PATRIMONIO NETTO
BANCA FINNAT EURAMERICA	14,03	+117,959	0,7128	4,71
BANCA POPOLARE DI SPOLETO	11,00	+59,420	3,0570	1,61
BANCA IFIS	14,659	+50,195	0,9550	5,60
BANCO DESIO E BRIANZA	7,979	+44,025	1,0401	4,64
BANCA INTERMOBILIARE	7,857	+42,214	2,2172	3,34
CREDITO BERGAMASCO	27,49	+41,482	2,9829	1,94
MEDIOBANCA	16,605	+39,421	2,8933	2,43
BANCA POPOLARE DELL'ETRURIA	14,87	+38,677	1,3306	1,87
BANCA ANTONVENETA	26,21	+35,103	1,7169	2,56
CAPITALIA	4,458	+32,246	1,7967	1,50
FINECO	7,391	+30,077	2,7064	2,80
CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE	2,303	+28,516	2,2609	2,41
BANCA POPOLARE DI MILANO	8,343	+27,941	1,5588	1,37
BANCA FIDEURAM	4,863	+27,638	3,2902	6,84
PICCOLO CREDITO VALTELLINESE	11,758	+26,430	3,3985	1,64
BANCA MONTE DEI PASCHI	3,29	+25,333	2,6140	1,50
BANCA PROFILO	2,165	+23,644	5,0808	2,34
BANCO DI SARDEGNA	17,702	+22,931	2,8810	1,04
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	2,67	+21,696	0,0000	1,71
BANCA LOMBARDA E PIEMONTESE	11,933	+21,517	2,9330	1,88
BANCA POPOLARE DI DELL'EMILIA ROMAGNA	42,71	+21,301	2,2477	2,24
CREDITO EMILIANO	8,817	+20,616	2,8377	2,54
SANPAOLO IMI	12,597	+18,840	3,7331	1,93
CREDITO ARTIGIANO	3,584	+14,872	3,1417	1,41
BANCHE POPOLARI UNITE	16,719	+11,810	4,0120	1,44
UNICREDITO	4,729	+11,797	4,3383	2,13
BANCA INTESA	3,947	+11,497	2,6602	1,95
BANCA POPOLARE DI INTRA	12,623	+4,521	1,58350	1,59
BANCA POPOLARE ITALIANA	8,429	+3,751	3,2471	0,94
BANCA CARIGE	3,063	+3,550	2,3627	2,22
BANCA POPOLARE DI VERONA E NOVARA	15,145	+1,237	3,3047	1,47
MELIORBANCA	3,382	-0,236	0,0000	1,39
RETI BANCARIE	36,06	-5,130	5,5556	0,88

Tutte le banche italiane quotate ordinate secondo la classifica dell'andamento in Borsa dall'inizio dell'anno. Quasi tutte hanno fatto registrare incrementi a due cifre, 22 su 33 al di sopra del 20%.

stagione assai brillante ?

Passato il periodo horribilis vissuto nel biennio 2002-2003, da lì in avanti indubbiamente le condizioni macroeconomiche hanno favorito la ripresa degli utili delle banche. A monte di tutte le considerazioni vi sono le politiche espansive che le Banche centrali di ogni parte del mondo hanno favorito per consentire la ripresa del ciclo economico. Il livello dei tassi di interesse sui mercati finanziari ha toccato minimi storici su tutte le principali valute mondiali, ed è stato accompagnato da condizioni di liquidità abbondante in tutti i sistemi. Grazie alla globalizzazione, nonostante queste politiche estremamente espansive, non si è regi-

strato un aumento significativo nel livello di inflazione come era invece avvenuto in cicli economici passati. Evidentemente i riflessi dello scenario macro hanno agito a vari livelli sulle diverse aree d'affari in cui le banche operano. Cerchiamo di analizzarli nel dettaglio.

Indubbiamente l'area che maggiormente ha trainato sono stati gli impieghi alla clientela, ma non come in passato verso il settore industriale ancora stagnante, ma nel segmento dei mutui immobiliari. Per usare le parole di un banchiere: "Abbiamo aiutato la nostra clientela a comprarsi la casa".

DOVE LE AZIENDE GUADAGNANO DI PIÙ

Di fatto il quadro macro sopradescritto si è tradotto in una spinta considerevole a tutto il settore immobiliare, sia come alternativa di investimento, ma anche come soluzione definitiva del problema abitativo. Evidentemente per le banche ciò si è tradotto in un'autentica manna. Poter aumentare i volumi in questo segmento ha consentito, con rischi decisamente contenuti in quanto altamente frazionati, di migliorare la gestione denaro.

Altra area dove i banchieri si sono sforzati di estrarre valore è stata la gestione servizi che mediamente ha consentito miglioramenti nei volumi di fatturato. Su questa parte di attività occorre soffermarsi in quanto, pur nella specificità di ogni singola banca, rappresenta un fenomeno comune all'intero settore. Tradizionalmente le banche italiane, con tassi di interessi assai più alti degli attuali, hanno avuto una gestione del denaro, misurata come differenza tra costo della raccolta e ricavi degli impieghi, assai elevata. I tassi alti consentivano di mantenere basse o nulle alcune spese che non venivano addebitate alla clientela in quanto nei fatti incorporate nel differenziale impieghi-raccolta. Con la caduta a livelli quasi incompressibili dei tassi di interesse, ovviamente non è stato più possibile per le banche dare una remunerazione negativa ai propri depositanti. Ecco che allora la gestione servizi, nella quale hanno un peso notevole le spese addebitate alla clientela, è di-

Da mutui e gestione servizi un miglioramento dei conti

Il lungo rialzo



L'andamento in Borsa di Unicredit Italiano da gennaio 2004



La salita di Banca Intesa



In progresso anche Sanpaolo Imi



Il rialzo di Banca Monte Paschi è tutto nel 2005

Prezzo/patrimonio netto

NOME DEL FONDO	PREZZO PATRIMONIO NETTO
BANCA FIDEURAM	6,84
BANCA IFIS	5,60
BANCA FINNAT EURAMERICA	4,71
BANCO DESIO EBRIANZA	4,64
BANCA INTERMOBILIARE	3,34
FINECO	2,80
BANCA ANTONVENETA	2,56
CREDITO EMILIANO	2,54
MEDIOBANCA	2,43
CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE	2,41
BANCA PROFILO	2,34
BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA	2,24
BANCA CARIGE	2,22
UNICREDITO ITALIANO	2,13
BANCA INTESA	1,95
CREDITO BERGAMASCO	1,94
SANPAOLO IMI	1,93
BANCA LOMBARDA E PIEMONTESE	1,88
BANC A POPOLARE DELL'ETRURIA E DEL LAZIO	1,87
BANCA NAZION ALE DEL LAVORO	1,71
PICCOLO CREDITO VALTELLINESE	1,64
BANCA POPOLARE DI SPOLETO	1,61
BANCA POPOLARE DI INTRA	1,59
BANCA MONTE DEI PASCHI	1,50
CAPITALIA	1,50
BANCO POPOLARE DI VERONA E NOVARA	1,47
BANCHE POPOLARI UNITE	1,44
CREDITO ARTIGIANO	1,41
MELIORBANCA	1,39
BANCA POPOLARE DI MILANO	1,37
BANCO DI SARDEGNA	1,04
BANCA POPOLARE ITALIANA	0,94
RETI BANCARIE	0,88

La classifica secondo il rapporto tra prezzo di borsa e patrimonio netto. Più è alto, più il titolo è teoricamente caro



La progressione di Banca Finnat Euramerica, la cui quotazione da inizio anno è raddoppiata

AZIONI

SETTORE BANCARIO

Da sapere

■ Prezzo/
patrimonio
netto

Price/ book value. (letteralmente, dall'inglese, rapporto prezzo valore di libro). Indica il rapporto tra la quotazione di Borsa del titolo azionario e il suo patrimonio netto di bilancio per azione. In italiano, infatti, il rapporto è chiamato prezzo/ mezzi propri o prezzo/ patrimonio netto. Se, per esempio, il patrimonio netto per azioni di un titolo è pari a 10 euro e la sua quotazione di Borsa fosse di 15 euro, il rapporto price/book value ammonterebbe a 1,5 volte. E' un indicatore per scoprire quanto il mercato stia valutando (o, meglio, sopravvalutando o sottovalutando) il titolo rispetto ai propri mezzi patrimoniali. Di solito la Borsa tende a essere più generosa con i titoli ad alta crescita degli utili (che, di conseguenza, mostrano un rapporto price/book value più alto della media di mercato) mentre il rapporto relativo alle società più importanti del listino, e più solide a livello patrimoniale, si attesta intorno all'unità.



Da sinistra, Matteo Arpe, Corrado Passera e Alessandro Profumo, amministratori delegati rispettivamente di Capitalia, Banca Intesa e Unicredito. A destra, seminascosto in secondo piano, Giuseppe Zadra, direttore generale dell'Abi, l'associazione bancaria italiana.

ventata centrale nella gestione del business bancario. Il relativamente basso livello di concorrenza nel sistema ha quindi consentito comportamenti omogenei fra tutte le banche senza che ci fossero ricadute negative significative.

Un'altra grossa mano ai conti economici l'hanno data i mercati finanziari, che hanno consentito utili da trading certamente consistenti.

Se i fenomeni sopra descritti hanno agito a livello dei ricavi, due altri fattori hanno invece contribuito ai conti economici riducendo i costi. Storicamente il settore bancario italiano è stato caratterizzato da numeri di dipendenti generoso. Basta ricordare gli allarmi di qualche anno fa in merito ad una ventilata e mai attuata cassa integrazione per il settore bancario. Nell'ultimo biennio si è invece assistito ad un progressivo dimagri-

mento delle strutture in organico, con evidenti miglioramenti dei rapporti di efficienza senza che al momento i rapporti con la clientela siano stati modificati in misura sostanziale. In altri termini, il management bancario, preso nel suo insieme, è riuscito a sviluppare volumi crescenti con strutture più ridotte, a tutto vantaggio dei conti economici delle banche.

L'altra tendenza che si va delineando è una progressiva riduzione del livello degli accantonamenti per rischi. Se l'impatto immediato di queste politiche è evidente, meno accantonamenti significano più utili, e parzialmente giustificabile dato il minor grado di rischiosità complessiva degli attivi, su questa area si concentrano i dubbi maggiori di sostenibilità futura.

In altri termini: essendo gli accantonamenti una voce altamente discrezionale, essa rappresenta la parte più



“ Il parametro prezzo/patrimonio netto, indicatore di quante volte la quotazione rappresenta i mezzi propri contabili, per molte banche è vicino o superiore a 2 ”



Enrico Salza, presidente di Sanpaolo Imi (a sinistra) con Giovanni Bazoli, presidente di Banca Intesa

ciclica del conto economico bancario. In anni di rilevante redditività la banche storicamente tendevano ad aumentare anziché ridurre gli accantonamenti. Indubbiamente la quotazione di Borsa dei titoli impone oggi comportamenti diversi negli amministratori. La migliorata redditività ha così consentito sia un rafforzamento patrimoniale che l'attuazione di politiche di distribuzione di dividendi assai allettanti. In un contesto di tassi di interesse molto bassi, il poter remunerare gli azionisti con dividendi nell'ordine del 3-4% rappresenta indubbiamente un'attrattiva notevole in termini di alternativa di investimento. Con tutti questi elementi sul tappeto non poteva non riprendere il processo di integrazione bruscamente interrotto nel biennio 2001-2002. Come tutti i media hanno descritto le banche italiane sono state sia oggetto di

mire espansionistiche di gruppi stranieri, (come nel caso di Bnl e di Antonveneta), sia protagoniste di rilevanti operazioni cross-border (come l'acquisizione in corso di realizzazione da parte di Unicredit sulla banca tedesca Hvb) group e le sue controllate, o di acquisizioni minori mirate nei paesi dell'Est (caso Intesa).

LE VOCI DI MERCATO SPINGONO I PREZZI

Ovviamente, l'attività di fusioni & acquisizioni, basata sui presupposti di una migliore redditività, ha consentito di valorizzare appieno le potenzialità dei titoli quotati. E anche quando concretamente non sia accaduto nulla, il solo rincorrersi di voci ha costituito un propellente efficace per i prezzi. Basta dare un'occhiata alla tabella di pagina 33 per rendersi conto che il parametro Prezzo/Patrimonio

netto, indicatore di quante volte la quotazione rappresenta i mezzi propri contabili di un'azienda, sia ormai per molte banche vicino o superiore a 2. Guardando avanti sembra che la parte più consistente del rialzo nelle quotazioni bancarie sia già incorporata. Tuttavia il quadro di riferimento generale ancora non mostra segni di rilevanti cambiamenti. La stabilità dei margini e il lavoro svolto nell'opera di recupero di efficienza, in assenza di svalutazioni significative e che al momento non sembrano essere all'orizzonte, consente ancora oggi di guardare all'investimento nelle banche italiane con una certa tranquillità, con l'evidente paracadute rappresentato dalle alte remunerazioni. Certo sembra difficile pensare la ripetizione delle performances realizzate nel biennio passato. ■