

BORSA/3 Lo spread impatterà sui conti di luglio-settembre di banche e assicurazioni. Il pricing power aiuterà Moncler e Campari, mentre il caro-energia favorirà Eni, Saras e Tenaris. Le utility? Sono il jolly

Trimestre in bilico

di **Francesca Gerosa**

Si è chiuso un trimestre caldo in tutti i sensi. Non solo per il clima, ma per il ritmo record con cui le banche centrali hanno alzato i tassi, cercando di calmierare l'inflazione. Un processo doloroso che può portare una recessione in Europa, figlia della guerra in Ucraina che ha fatto impennare i prezzi di gas e petrolio. E in questo contesto già difficile l'Italia a luglio ha perso il suo miglior scudo anti-spread: Mario Draghi. Risultato: il differenziale di rendimento Italia/Germania è balzato da 191 a 241 punti base, il rendimento del Btp 10 anni dal 3,39% al 4,5% (4,91% il top del 28 settembre), con l'indice Ftse Mib che ha perso il 2,45% e ora tratta a multipli che già prezzano un rallentamento economico (prezzo/utile adjusted 2023 pari a 8 volte contro una media storica di 13, scontando un taglio delle stime di utile per azione del 35-40%, ovvero 10/15% sotto i livelli del 2019). Tre mesi difficili che avranno lasciato il segno nei bilanci del terzo trimestre delle blue chip di Piazza Affari che verranno pubblicati a partire dal 26 ottobre, con Unicredit che aprirà le danze.

Lo spread sostenibile per le banche. «Finora le banche italiane si sono dimostrate molto solide», sottolinea a Milano Finanza Manuela Meroni, analista direzione studi e ricerche Intesa Sanpaolo. «I dati di agosto mostrano depositi in crescita rispetto al trimestre precedente e non vedo tensioni né sul fronte della liquidità né dei coefficienti patrimoniali. Anche qualora dovesse arrivare una recessione, comunque non profonda, le banche sono in una situazione migliore rispetto alle crisi passate: hanno uno stock di

crediti deteriorati più basso e un capitale più forte. L'allargamento degli spread impatterà sul loro capitale nel terzo trimestre, ma in misura gestibile». Anche sul fronte dei crediti deteriorati, nei mesi estivi, l'esperta non si aspetta che ci sia stato un aumento dei flussi, che potrebbe arrivare, invece, a fine anno o all'inizio del prossimo: «nei prossimi trimestri mi aspetto un deterioramento dell'asset quality senza, però, che vada a impattare significativamente il capitale delle banche, anche grazie agli accantonamenti anticipati nei precedenti trimestri». Inoltre, il terzo trimestre stagionalmente non registra rilevanti accantonamenti su crediti: c'è, tuttavia, la possibilità che vengano aumentate le coperture sui crediti, soprattutto da parte di quelle banche che hanno intenzione di cedere portafogli di Npl. Invece, il trimestre beneficerà dell'aumento dei tassi d'interesse che dovrebbe più che controbilanciare l'effetto negativo della fine, a giugno, dello special rate period del Tltro III (con cui la Bce erogava prestiti alle banche a tassi stracciati). Meroni vede i costi operativi sotto controllo. E alla voce ricavi sarà il margine di interesse a beneficiare del rialzo dei tassi, compensando la debolezza delle commissioni, un fattore stagionale, visto il periodo estivo. Banco Bpm presenta elementi di attrattività tra i titoli coperti da Meroni, perché beneficia del rialzo dei tassi, tratta a multipli bassi e potrebbe partecipare al processo di consolidamento, un aspetto non incorporato nei prezzi dell'azione. Invece, Intesa Sanpaolo presenta un'esposizione marginale sul mercato russo e ha liquidità sufficiente per continuare a garantire una remunerazione interessante, aggiunge Edoardo Fusco Femiano, fondatore di Dld Capital. Mentre su Unicredit c'è grande interesse, dopo le recenti dichiarazioni del

ceo Orcel circa le prospettive del business e la liquidità, nonostante la banca sia il secondo player

straniero in Russia. Anche Alberto Villa, responsabile equity research di Intermonte, si aspetta buone indicazioni da Unicredit, Banco Bpm, Fineco e Banca Mediolanum. Mentre Nexi dovrebbe evidenziare trend positivi grazie al recupero dei flussi turistici e dei consumi durante la stagione estiva.

Combined ratio in salita per le assicurazioni. Tre gli aspetti su cui concentrarsi per il terzo trimestre delle compagnie assicurative. In primis, il Solvency ratio, in quanto, dopo che è entrata in vigore la normativa Solvency 2, è aumentato il rischio di volatilità di tale indicatore, influenzato da fattori che operano in modo contrapposto: da una parte il rialzo dei tassi è positivo, dall'altra l'aumento dello spread non lo è, anche se molte compagnie hanno ridotto la loro sensitività, hanno diversificato parecchio il loro portafoglio di investimenti e hanno meno titoli di Stato in pancia. «Tra i titoli di nostra copertura, Poste Vita (Poste Italiane), in questo momento, è la più esposta ai Btp, Generali è molto diversificata e Unipol ha ridotto la sua esposizione di quasi il 15% rispetto alla fine del 2019», chiarisce Elena Perini, analista di Intesa Sanpaolo. Il secondo aspetto è l'andamento del business Vita: la nuova produzione dei primi 8 mesi ha registrato una variazione negativa rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso, «un dato che risente dell'attendimento degli investitori nell'attuale contesto, mentre il tema dei riscatti dovrebbe essere sotto controllo. Il terzo aspetto, che riguarda il ramo danni, è il combined ratio, cioè l'indice di costo. L'aumento dell'inflazione fa salire il costo dei sinistri, ma la frequenza ancora bassa nel busi-

ness auto, così come l'utilizzo della telematica, con Unipol in posizione di leadership in termini di scatole nere installate (oltre 4 milioni), ne controbilanciano, almeno in parte, l'effetto negativo. Al contempo, continua Perini, le compagnie stanno cercando di agire sulle tariffe, l'impatto sui premi medi lo si vedrà nei prossimi trimestri, non nel terzo. Inoltre, stanno crescendo tanto nel business non auto con buoni margini e questo aiuta a tenere sotto controllo il combined ratio, in aumento rispetto al 2021, con Unipol che, nel primo semestre, lo ha visto salire dal 92,6% dello stesso periodo del 2021 al 94,1% e il gruppo Generali dall'89,7% al 92,5%, complice l'iperinflazione in Argentina.

Eni, Moncler e Campari star. Mentre i livelli sostenuti del prezzo del petrolio e del gas supportano buoni risultati per il comparto energia, aggiunge Villa, che vede indicazioni positive da Tenaris, Saras ed Eni. Nel lusso, più resistente all'inflazione grazie al pricing power, Mediobanca Securities non ha dubbi: sarà Moncler a brillare con una crescita del fatturato a doppia cifra: 618 milioni nel terzo trimestre, di cui 506 da Moncler (+11% anno su anno) e 112 da Stone Island (+12%). Non sarà così per gli industriali e i consumer good (Campari l'eccezione, Equita vede il fatturato salire del +16% anno su anno organico, o +48% sul pre-covid, grazie alla forte domanda di aperitivi e all'impatto pieno degli aumenti dei prezzi). Villa vede segnali di debolezza da componentistica auto e cementieri per via dell'impatto del costo dell'energia. Quanto alle utility, «non escludiamo che le indicazioni dai risultati possano essere meno pessimistiche per il terzo trimestre e anche meno negative per l'intero 2022 di quanto non sia riflesso dalle attuali aspettative di mercato», conclude Villa. (riproduzione riservata)

LE BLUE CHIP CHE HANNO RESO DI PIÙ NEL TERZO TRIMESTRE

Titoli del Ftse Mib	Rendimento totale nel terzo trimestre 2022	Stima P/E 2022	Stima EPS 2022	Stima dividendo 2022
* Unicredit	15,12	6,41	1,69	0,637
* Prysmian	12,01	13,37	2,32	0,625
* FincoBank	9,89	20,02	0,63	0,432
* Ferrari	9,69	39,94	4,88	1,524
* Tenaris	7,40	7,48	1,90	0,377
* STMicroelectronics	7,10	9,03	3,84	0,251
* Cnh Industrial	5,46	8,82	1,37	0,307
* Nexi	5,39	16,40	0,53	0,01
* Moncler	4,42	22,13	2,08	0,802
* Stellantis	3,74	2,52	5,00	1,325
* Banca Generali	2,18	14,01	2,01	1,734
* Bca Mediolanum	1,80	11,32	0,59	0,481
* Atlantia	1,22	38,13	0,60	0,759
* Bper Banca	0,82	5,64	0,28	0,113
* Banco Bpm	-0,54	6,56	0,40	0,208

Fonte: Milano Finanza

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

