

POLIZZA BATTE SPORTELLO

ELENA BONANNI

Le mani forti hanno già preso posizione. Dal guru di Wall Street, Warren Buffett, che ha comprato il 3% di Swiss Re, al private equity newyorkese Jc Flowers che ha preso il 2,7% della britannica Friends Provident ed è interessato a una possibile offerta. La lista si allunga poi con Jp Morgan, salita al 7,7% dal 5,4% di Ambac, senza contare i possibili piani di takeover del magnate Wilbur Ross. Non manca, infine, l'interesse degli activist: da Algebris (Generali) a Carl Icahn (Munich Re). Insomma, per quanto i mercati facciano paura, i grandi investitori scommettono sugli assicurativi. Che tuttavia il retail assimila alle banche. E vende. Da inizio anno il comparto italiano ha perso il 10% (-6% nel 2007), poco meno del bancario (-12% da inizio anno e -16% nel 2007). Eppure le pesanti svalutazioni hanno riguardato quasi solo banche (circa 150 miliardi di dollari a livello

**Buferà subprime: le assicurazioni pagano il conto, ma restano più solide delle banche
Meno svalutazioni e strutturati in pancia**

mondiale), mentre le sofferenze nelle assicurazioni sono state assai inferiori. Così se Ubs registra il primo rosso dalla sua nascita (-4,4 miliardi di franchi), Munich Re aumenta il dividendo 2007 del 22%, a 5,5 euro per azione. Del resto, le valutazioni attraenti, un business meno colpito di quello bancario, aggiunto a una logica di investimento strutturalmente più prudente, sono buoni motivi per fare distinzioni. È vero che ci si interroga sull'incubo delle «monoline», ma le compagnie italiane non sono esposte alla bufera.

DISCORSO PRUDENZIALE. «Le assicurazioni - conferma Federico Faccio, analista di Fitch Ratings - sono sempre considerate più rischiose delle banche: si pensa che di fronte a eventi imprevedibili le compagnie possano fallire, le banche no». E invece, in questi mesi, è successo il contrario. Domanda: è solo la calma prima della tempesta? «Hanno svalutato poco - afferma Faccio - perché hanno poco in portafoglio. Strutturalmente c'è un discorso prudenziale per cui i prodotti strutturati entrano meno nei loro portafogli, sia per motivi di vigilanza, sia per ragioni di liquidità». Già, la tanto agognata liquidità. «La banca - afferma Claudio Cacciamani, docente di Economia degli intermediari finanziari all'Università di Parma - non deve dimostrare solo la solvibilità, ma anche la liquidità. Una carenza può portare a vendere asset a un valore inferiore a quello di bilancio, con conseguente situazione di insolvenza». Un problema che per le assicurazioni è meno rilevante e che ha, permesso di destreggiarsi meglio. Non a caso ad apparire più deboli sono state le assicurazioni con maggiore prossimità alle attività bancarie.

Allianz, ad esempio, detiene «solo» 100 milioni di euro di esposizione ai subpri-

me, ma ha due miliardi in pancia del broker Dresdner. In aggiunta, per Cacciamani ci sono problemi seri nella filiera di investimento, con commistioni tra banche e assicurazioni, e problemi di coordinamento tra le diverse autorità di vigilanza (su questo è atteso il 7 febbraio al G7 di Tokyo l'intervento di Mario Draghi, presidente del Financial Stability Forum). Ma non tali da fare di ogni erba un fascio. Eppure il mercato, sconvolto da mesi di sorprese, teme il peggio. E liquida, memore del 2002, quando le assicurazioni si sono trovate ad avere un'esposizione verso l'equity enorme rispetto al book value e hanno dovuto ricorrere ad aumenti di capitale. «Da allora sono rimaste scottate - spiega Claudia Gaspari, analista di Lehman Brothers - hanno rischiato di fallire per una gestione cattiva del rischio e hanno sviluppato sistemi di controllo molto più sofisticati di prima». Tutto a posto, quindi? Non è così semplice. Certo, la stessa natura del business (soprattutto per le italiane, che però go-

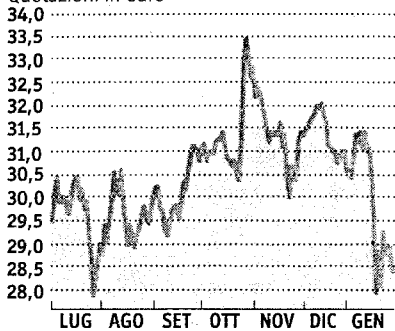
Generali in Est Europa, l'M&A delle piccole tricolori. Gli analisti: «I prezzi scontano già una severa recessione, il recupero sarà veloce»

dono di un mercato meno competitivo) porta le compagnie a investire soprattutto in strumenti di liquidità e bond governativi a lungo termine. Inoltre, nelle unit e index linked, il rischio di investimento è sopportato direttamente dagli assicurati. Ma non finisce qui. «Esistono anche altre tipologie di prodotto - continua Gaspari - che portano l'asset allocation verso altri investimenti come, per esempio, i bond garantiti».

INCUBO MONOLINE. Ad accendere i timori sugli assicurativi si sono aggiunte le svalutazioni nel quarto trimestre annunciate dai colossi Usa della riassicurazione Ambac e Mbia (rispettivamente 5,4 e 2,3 miliardi). Su cui incombe la scure di un possibile downgrade di Moody's (Fitch ha già tagliato Ambac ad AA). Ciò potrebbe creare un effetto domino su tutto l'universo delle obbligazioni. Un'ul-

Generali

Quotazioni in euro



teriore minaccia per i gruppi finanziari Usa che, per Meredith Whitney, analista della società di brokeraggio Oppenheimer, saranno costretti ad effettuare altre svalutazioni per circa 70 miliardi di dollari. Tanto che otto istituti di credito hanno costituito un consorzio teso a salvare Mbia. Un allarme anche per i titoli assicurativi? Nel complesso le grandi compagnie europee sono poco esposte. Tra le più a rischio ci sono Aegon, Swiss Re, Hannover Re e Ing. E anche qui pesano i legami con i business bancari.

Mentre per le italiane l'esposizione è minima, considerando anche le minority e i titolari di polizze. Nel caso di Generali, per esempio, l'analista Andrew Cole stima che «il corporate bond portfolio sia di 17,7 miliardi di euro da cui deriverebbe un livello di svalutazioni di 144 milioni nello scenario base e di 277 milioni in quello peggiore del modello usato», che applica un tasso di default di cinque volte la media storica. Nulla è poi l'esposizione azionaria diretta ai monoline e quella ai bond da loro assicurati: al netto dei policy holders, è di soli 42 milioni. Ancora inferiore l'esposizione per Alleanza (vedere tabella del test di Citigroup) e di Fonsai.

I DRIVER DEL COMPARTO. Certo, le assicurazioni sono pur sempre titoli legati al ciclo economico e all'andamento dei mercati (Ubs stima una riduzione dei profitti 2008 tra il 5% e il 7%). Ma, rispetto al 2002 la loro «sensibilità» ai listini è passata da un livello superiore al 100% al 56% in media e molte hanno già coperto nei mesi scorsi l'esposizione verso l'equity. «Crediamo che il prezzo delle azioni - scrivono gli analisti di Deutsche Bank - continui a scontare una severa recessione. Il comparto dovrebbe rivelarsi relativamente difensivo in caso di *hard landing* e recuperare velocemente in caso contrario». Inoltre, a livello di business, in caso di recessione ad essere colpite di più sarebbero le banche. Tra le italiane, in ottica di lungo periodo Deutsche Bank sceglie Mediolanum (buy con target price di 3,5 euro in virtù del potenziale di crescita e di un modello di business che le permette di adattarsi a circostanze difficili) mentre è più scettica su Fonsai, maggiormente sensibile nelle ipotesi del broker a uno scenario di recessione. Gaspari di Lehman punta invece l'attenzione su quei gruppi che hanno avviato un processo di ristrutturazione e risparmio dei costi che potrà offrire un cuscinetto ai profitti. Così consiglia di sovrappesare Alleanza (anche in virtù del possibile buyout delle minority da parte di Generali) e Unipol. Quest'ultima, penalizzata dal mercato negli ultimi tempi (-14% con un balzo del 7% venerdì 1 febbraio), nonostante la distribuzione di un dividendo straordinario (1 miliardo), ha archiviato nel preconsuntivo 2007 un balzo degli utili del 27% a 460 milioni prospettando ulteriori miglioramenti per il 2008. Ma per il broker anche Generali è da tenere in virtù dell'alta visibilità dei profitti, dei bassi rischi di bilancio e della possibilità che batta le attese di utile nel breve periodo. Il gruppo ha messo una fiche da 1 miliardo per acquisizioni nell'Europa dell'est ed è già in short list per acquisire la rumena Asiban (cui guar-

Polizza batte sportello

derebbe anche FonSai). E la campagna acquisti è partita anche tra le piccole, con Cattolica che punta a chiudere un deal entro giugno (probabilmente Chiara Vita o Bcc Vita) e la messa in vendita di Ergo previdenza da parte di Munich Re.

Certo, il 2007 è stato un anno difficile per le assicurazioni italiane, soprattutto in termini di raccolta nel ramo Vita. «In questo comparto - spiega Federica Orsini, senior manager di Prometeia - c'è una graduale trasformazione dai prodotti a pre-

mio unico verso l'operatività a premio periodico, cui si aggiunge un po' di sofferenza sul fronte delle unit linked».

Eppure il 2008 dovrebbe essere in ripresa. «Dovrebbe evidenziarsi - continua la ricercatrice - una relativa ripresa del mercato che potrebbe ulteriormente consolidarsi nel 2009-2010, trainata dai prodotti unit, soprattutto a premio periodico, e da quelli tradizionali di ramo I». Inoltre la probabile inversione di tendenza sui tassi di interesse potrebbe alleggerire le pressioni patrimoniali sulle compagnie, che vedrebbero l'ingente portafoglio obbligazionario rivalutarsi. «L'aumento dei tassi - spiega Faccio - comporta perdite di patrimonio perché le variazioni di valore dei titoli disponibili per la vendita devono essere iscritte a patrimonio netto (la prima voce considerata per stabilire il patrimonio di vigilanza). Proprio per questo l'anno scorso ha causato dei grossi problemi alle compagnie in termini di deterioramento del patrimonio».

Alleanza, Fondiaria Sai e Unipol a confronto

Grafico normalizzato in base 100 - Fonte: Bloomberg

