

Massimo Luvie
Assistant Manager
Finance Department,
Banco di Sardegna



Finance market expectations

Si sta rendendo sempre più palpabile la consapevolezza circa la dinamica in atto nel settore assicurativo, che vede la criticità dell'elemento dimensionale come decisivo per lo sviluppo. La bancassicurazione vi si inserisce come fenomeno di spinta, in quanto derivante sostanzialmente da tre punti cardinali.

Il primo è costituito dalla presenza di un'imponente domanda di prodotti di tipo previdenziale ad alto contenuto finanziario. Il secondo è l'inequivocabile opportunità di "cross-selling" che si manifesta all'interno delle strutture assicurative e finanziarie che partecipano alla costruzione di tali prodotti. Il terzo è la formazione di una massa finanziaria enorme, che può essere gestita - quindi creare business - da parte di entrambe le categorie istituzionali.

I modelli organizzativi dai quali derivano le soluzioni per il confezionamento dell'offerta vengono poi strutturati su base negoziale tra banche ed assicurazioni. L'argomento che vorrei tuttavia proporvi è - acquisita la consapevolezza del fenomeno dell'accrescimento dimensionale in atto - vedere come si rispecchia su un importante attore che partecipa a questo fenomeno. Vale a dire l'investitore in azioni bancarie o assicurative, che sostanzialmente anticipa nei prezzi di borsa una tendenza in atto e premia - o enfatizza - una strategia dichiarata.

Non a caso, sono sempre più frequenti le presentazioni agli investitori istituzionali - da parte di compagnie e di banche - di quanto vogliono intraprendere nel corso dei prossimi anni.

L'analisi di questo fenomeno esprime un trend e si ripercuote successivamente su tutto il mercato di riferimento. L'analisi che viene proposta non è di tipo quantitativo, ma riguarda il percorso logico che un investitore istituzionale - per esempio un fondo comune d'investimento - sviluppa al fine di decidere se investire o no in un dato settore. E, all'interno di quel settore, le valutazioni in termini relativi che l'investitore fa' tra i titoli quotati.

Questo processo logico si articola in tre punti, simili ad una tecnica di gestione di tipo "top down": si parte da uno scenario macroeconomico, si individua il settore, e, all'interno del settore, si vanno ad individuare quei fattori d'attrazione che colpiscono determinati titoli.

Abbiamo assistito ad una massiccia crescita economica negli ultimi dieci anni, che poi è stata messa in crisi in modo drammatico nel corso dell'estate scorsa, quando - in due mesi - abbiamo assistito alla caduta degli indici di borsa in tutti i paesi - compresi

There is increasing awareness of the dynamics in play within the insurance sector; the sector believes that size is critical for development. Bank insurance acts as a driving force, as it essentially derives from three

cardinal points:

The first is the presence of an enormous demand for social security products with a high financial content. The second is the unequivocal opportunity for cross-selling that emerges within insurance and financial structures that participate creating these products; the third is the formation of an enormous financial mass that can be managed (and thus create business) by both institutional categories.

The organizational models that give rise to solutions for packaging the offer are then structured on a contractual basis between banks and insurance. The issue I'd nevertheless like to propose to you is, having become aware of the current phenomenon of growth in size, to see how it reflects on an important player in this phenomenon - the investor in bank or insurance stocks, who essentially anticipates a current trend in stock prices and rewards or emphasizes a declared strategy.

Not coincidentally, companies and banks more and more frequently make presentations to institutional investors on what they would like to undertake over upcoming years.

An analysis of this phenomenon reveals a trend that has repercussions on the entire market of reference. The analysis proposed is not the quantitative type, but regards the logical route that an institutional investor - for example a mutual fund - develops for purposes of deciding whether to invest in a certain sector or not. And, within that sector, the evaluations in relative terms that the investor makes of the quoted securities.

This logical process can be broken down into three points, similar to a top down management technique: we start from a macroeconomic scenario, we identify the sector, and the factors of attraction that affect certain securities are identified within that sector.

We have seen massive economic growth in the past ten

quelli di maggiore riferimento - in misura doppia rispetto ai massimi.

I fattori che hanno concorso ad una revisione delle aspettative tanto marcata sono i seguenti:

- Eccesso di capacità produttiva nel Sistema Economico Mondiale (Paesi industrializzati e Paesi emergenti o in via di sviluppo).
- Crisi finanziaria nell'Area Asiatica
- Indebitamento eccessivo
- Mancanza di controlli sulla qualità del credito
- Crescita della domanda di gran lunga inferiore ai ritmi di crescita dell'offerta (insostenibilità degli oneri)
- Trappola della Liquidità in Giappone
- Collasso dell'ex Unione Sovietica
- Mancanza di leadership nel mondo
- Usa - Giappone - Euro
- FMI - Banche Centrali

Effetto Domino

- Diminuzione della domanda globale
- Diminuzione della crescita attesa
- Diminuzione dei profitti aziendali
- Diminuzione delle materie prime (America Latina)

Conseguentemente la crisi ha prodotto effetti di natura reale sull'economia, incidendo sul livello di ricchezza della popolazione, specie nell'area orientale, e sulle aspettative future che costituiscono le determinanti dei comportamenti attuali.

I dati relativi al prodotto lordo attesi sono del tre per cento negli Stati Uniti, del 2 per cento in Europa, del meno 2,5 per cento in Giappone.

In assenza di problemi inflazionistici i paesi del G7 si aspettano un dato dell'1,7, gli USA un 1,4 e il Giappone uno 0,4.

Si profilano così timori di tipo deflazionistico recessivo.

L'attuale volatilità dei mercati è spiegata dall'incertezza circa l'orientamento del trend economico verso due scenari contrapposti: il primo "negativo-catastrofico" che chiamerei improntato al "pessimismo della ragione" e il secondo che chiamerei "positivo-riposizionamento di crescita" caratterizzabile con l'impronta dell'ottimismo della volontà.

Chi propende per il cosiddetto "pessimismo della ragione" presuppone uno scivolamento per inerzia della situazione attuale verso un contesto fortemente recessivo, caratterizzato da:

- crollo dei prezzi
- alta disoccupazione
- prevalenza dell'effetto domino

Al contrario, chi si orienta sull'"ottimismo della volontà" assume come prevalente il concetto che i sistemi economici sono paragonabili a organismi viventi, con capacità di assumere schemi comportamentali adatti ai mutamenti sopravvenuti. Le determinanti di fondo sono:

- trend "secolare" di crescita economica spiegata da fattori reali deflazionistici e demografici
- smaltita la "bolla" finanziaria che aveva gonfiato tutti i prezzi, le valutazioni degli "assets" si riposizionano su contenuti "reali"
- politiche economiche di tipo espansivo che ac-

years, which then experienced a dramatic crisis last summer, when over a two month period, we saw the stock markets indexes drop for all countries, including the most important ones, twice as far as the maximums for the variations .

The factors that led to such a marked change in expectations are as follows:

- *Excess production capacity* in the World Economic System (industrialized countries and emerging or developing countries).
- *Financial crisis* in Asia
- Excessive debt
- Lack of controls on the quality of credit
- Growth in demand much lower than the growth of supply (burdens cannot be met)
- Liquidity Trap in Japan
- *Collapse of the former Soviet Union*
- *Failure of leadership* in the world
- USA - Japan - Euro
- IMF - Central Banks

Domino Effect

- Decrease in global demand
- Decrease in expected growth
- Decrease in company profits
- Decrease in raw materials (Latin America)

Consequently, the crisis had a real effect on the economy, affecting the population's level of wealth, especially in the Orient, and on future expectations on which current behavior is based.

The data relative to gross expected profit are three percent for the United States, 2 percent in Europe, and a negative 2.5 percent in Japan.

In the absence of inflation, G7 countries anticipate a figure of 1.7, the USA 1.4, and Japan 0.4.

This therefore indicates fears of a recessive deflationary nature.

Current market volatility is explained by uncertainty regarding the economic trend, which could be headed in two different directions: the first is a "negative-catastrophic" scenario that I would say is characterized by "pessimism of the mind," and the second, which I could call "positive-repositioning of growth," characterized by "optimism of the will."

Those who tend toward the so-called "pessimism of the mind" expect the current situation to slip, through inertia, into a strong recession characterized by:

- price collapse
- high unemployment
- prevalence of the domino effect

compagnino un trend di crescita (politiche fiscali) forza degli Stati Uniti che compensa cali di domanda aggregata generata altrove.

Venendo al quadro Europa/Italia, ci troviamo di fronte al decollo dell'Unione Monetaria in un contesto complesso, con, tuttavia, importanti elementi da considerare, capaci di fronteggiare uno scenario difficile.

In particolare evidenzierò: le considerevoli risorse finanziarie, la stabilità politica continentale e la possibilità di articolare interventi di politica fiscale di natura espansiva di tipo concertato, finalizzati al rilancio della domanda e al contenimento del tasso di disoccupazione.

Quest'ultimo aspetto presuppone un "governo europeo" autorevole (si evidenzia un problema di leadership) non sostituibile come portata ed efficacia di intervento dalle autorità monetarie (Banca Centrale Europea).

Infatti, in presenza di bassa inflazione, di bassi tassi di interesse e alta disoccupazione (calo dei consumi), la leva monetaria risulta scarsamente efficace. L'Europa si presenterà, in definitiva, come un sistema all'interno del quale i diversi Paesi saranno accomunati dalle stesse regole di valutazione, da parte di tutti gli attori economici, senza la distorsione dell'effetto cambio. Saranno anche caratterizzati da un medesimo orientamento di politica economica, sviluppato dai governi locali e, infine, dovranno competere tra loro per attrarre capacità produttiva e quindi creazione di valore.

In particolare, l'Italia presenta - rispetto agli altri Paesi, l'aggravante di avere minor leva fiscale disponibile, stante il vincolo del rispetto dei ratios di bilancio nel rapporto fra debito pubblico e prodotto interno lordo.

In ogni caso, il consensus circa la previsione di crescita del PIL europeo per il 1999 è pari al 2 per cento con possibilità di revisione al ribasso.

Sottolineo inoltre che non si profila l'aspettativa che l'Europa possa svolgere il ruolo di "locomotiva".

La crescita attesa per l'Italia si attesta invece tra l'1,8 e il 2 per cento, confidando nel fatto che l'ultimo gradino nel processo di convergenza dei tassi d'interesse, specie quelli a breve, possa dare un impulso - anche modesto - agli investimenti.

Venendo al particolare, cioè al Settore Assicurativo, riscontriamo quelle che sono le caratteristiche tradizionali del settore, agli occhi di un investitore istituzionale.

È arcinoto che quello in assicurazioni è un investimento "anticiclico", che ha scarso legame con le fasi del ciclo economico. Peraltro la raccolta premi mostra una maggior elasticità in fasi espansionistiche rispetto a quella riscontrata in fasi recessive.

Investire in azioni di compagnie assicurative rappresenta un investimento di tipo difensivo: scarsa, al momento, risulta essere l'esposizione dei portafogli sui mercati azionari. Il beta del comparto assicurativo quotato in Italia è pari a 0,97 (variazione dell'indice di settore, al variare dell'indice generale della Borsa).

Provo a esaminare la situazione delle compagnie quotate nell'attuale contesto economico, considerando quelli che si presentano come "fattori di

On the contrary, those who favor "optimism of the will" believe that economic systems are comparable to living organisms, with the ability to adapt their behavior to changes that occur.

The basic determinants are:

- a "secular" trend in economic growth explained by deflationary and demographic real factors
- when the financial "bubble" that inflated all price bursts, asset values return to "real" levels
- expansion-type economic policies that accompany a growth trend (fiscal policies)
- the strength of the United States, which offsets reductions in aggregate demand generated elsewhere

Coming to the Europe/Italy situation, the Monetary Union is taking off within a complex situation. Nevertheless, there are important elements to consider that are capable of handling a difficult scenario.

In particular, I would note: considerable financial resources, continental political stability and the ability to organize agreed fiscal policy of an expansive type, aimed at restoring demand and limiting the unemployment rate.

This last aspect assumes an authoritative "European government" (there is an evident leadership problem) that cannot be replaced by the monetary authorities (European Central Bank) in the ability to take effective action.

In fact, when inflation is low, interest rates are low, and unemployment is high (drop in consumption), the monetary lever has little effect.

In short, Europe will become a system where the various countries will all have the same evaluation rules governing all economic players, without the distortion of the exchange rate effect. They will also be characterized by the same position on economic policy, developed by local governments, and finally, must compete with each other in attracting production capacity and thus creating value.

In particular, compared with other countries, Italy has the aggravating circumstance of having less of a fiscal lever available, due to the obligation to comply with the balance ratios in the ratio between public debt and gross domestic product.

In any case, consensus has it that predicted growth in European GDP for 1999 will be 2 percent, with a possible adjustment down.

I should also emphasize that Europe is not expected to act as a "locomotive."

Expected growth for Italy will instead be between 1.8

attrazione" per l'investitore.

Dopo una performance di borsa che nel '97 era in linea con l'indice generale (+54%), nel corso del '98 si è registrata un'outperformance dell'11%.

Infatti al 4.11.'98 l'indice assicurativo è a +30 (mentre il Comit Generale è a +19%).

In larga misura questo risultato è attribuibile all'eccezionale sviluppo del settore Vita negli ultimi due anni. Ma non basta: è forte la convinzione che il fenomeno debba continuare, realizzando un raddoppio delle masse premi entro i prossimi due anni.

Altri fattori d'attrazione: la riquilificazione degli assets patrimoniali, mirati al perseguimento di Roe più elevati e una composizione degli attivi che mantengono un basso profilo di rischio.

Il confronto fra le performances borsistiche, tra il '96 e il '98, delle compagnie specializzate nel vita (Alleanza, Fideuram, Mediolanum) e le compagnie che esercitano, insieme, vita e danni (Generali, Ras, Sai, Toro, Unipol e Ina) evidenzia una dominante che non ha bisogno di commenti.

Il settore finanziario si sta consolidando e crea "players" globali.

Il processo di concentrazione che caratterizza il settore bancario si estenderà anche al settore assicurativo, benché ci si attenda un ritmo più lento, dato il minor peso dei costi fissi nel conto economico delle compagnie rispetto alle banche.

L'aspettativa è la creazione di gruppi finanziari composti da banche e assicurazioni che facilitino il "cross selling" in base alla clientela e attuino un'integrazione orizzontale nella gestione del denaro (private banking asset management) come sta avvenendo fra Crédit Suisse e Winterthur e Citicorp e Travellers.

Mettendo i principali ratios a confronto vediamo che, considerando le 12 compagnie quotate in Italia e un campione delle maggiori compagnie europee, nel 1997 il Roe è stato per le imprese assicuratrici italiane del 9,7 per cento, mentre per le europee dell'11,4.

La "combined" ratio dà 106,6 (Loss ratio 83,4 e Expense ratio 23,2) per l'Italia e 105,5 per l'Europa.

Tuttavia, nel complesso, il mercato assicurativo esprime debolezze più marcate rispetto al campione delle compagnie quotate. Il panorama prospettato ne risulta stravolto.

Suddividendo il mercato in fasce, vediamo che sono 14 le compagnie definibili "grandi", ovvero con oltre 1000 miliardi di raccolta premi nei rami danni e oltre 1000 nel ramo vita.

Le medio-grandi sono 23: raccolgono oltre 300 miliardi nei rami danni e altrettanti nel vita.

Le medio-piccole (oltre 100 miliardi nei danni e oltre 100 nel vita) risultano essere 36.

Restano le piccole, quelle che raccolgono, complessivamente, fino a 200 miliardi e sono la stragrande maggioranza: 164.

Di fronte a questo quadro, rileviamo come la media del Roe delle imprese grandi (che rappresentano numericamente il 5,9% del mercato, raccolgono il 57% dei premi, il 76,7 del patrimonio e il 102% dell'utile) è 4,1; quella delle medio grandi (pari al 9,7 delle compagnie operanti, al 22,5 dei premi raccolti,

and 2 percent, relying on the fact that the last step in the process of converging interest rates, especially short-term rates, may provide an impetus, albeit modest, to investments.

Getting to specifics, i.e. the Insurance Sector, we encounter the traditional characteristics of the sector, as seen by an institutional investor.

It is common knowledge that an insurance investment is "anti-cyclic," that it has little connection to the phases of the economic cycle. Moreover, premiums collection shows more flexibility in phases of expansion than in periods of recession.

Investing in insurance company stock is a defensive investment. At the moment, portfolios have little exposure on stock markets. The beta of the insurance sector quoted in Italy is 0.97 (a variation in the sector index, as the general Stock Market index varies).

I'll try to examine the situation of listed companies within the current economic context, considering those who are attractive to investors.

After a 1997 stock market performance that was in line with the general index (+54%), in 1998 there was a reported outperformance of 11%.

In fact, on November 4, 1998, the insurance index was +30 (while Comit Generale is at +19%).

To a large extent, this result can be attributed to the exceptional development of the Life sector over the past two years. But this is not enough: there is a strong belief that the phenomenon must continue, doubling premium volume within the next two years.

Other factors of attraction: the upgrading of property assets, aimed at pursuing higher ROE and an assets composition that maintains a low profile of risk.

The comparison between stock market performance between 1996 and 1998 for companies that specialize in life insurance (Alleanza, Fideuram, Mediolanum) and companies that offer both life and damages (Generali, Ras, Sai, Toro, Unipol and Ina) shows a dominant that requires no comment.

The financial sector is consolidating and creating global players.

The process of concentration that characterizes the banking sector is also extending to the insurance sector, although we expect a slower rhythm, due to the lesser significance of overhead costs in insurance company income statements compared to those of banks.

The expectation is the creation of financial groups comprised of banks and insurance companies that facilitate cross selling based on clientele and trigger a

al 10 % del patrimonio e al 9,2 dell'utile registrato) è del 2,9. Per le imprese medio-piccole il roe conseguito (costituiscono il 15,2 del numero di imprese operanti, raccolgono il 12,2 dei premi, rappresentano il 7,4 del patrimonio, registrano un utile pari al 7,5 del mercato) è di 3,1.

Il brutto viene per le compagnie piccole: il loro Roe è negativo, pari a una media di meno 9,9. Come numeri sono il 69,2 delle compagnie operanti, raccolgono premi per l'8,3%, hanno un patrimonio pari al 5,9 dell'intero mercato, registrano utili negativi per il 18,7 per cento.

Si può concludere che l'attuale scenario di globalizzazione dei mercati e di contestuale rallentamento della crescita economica esaspera i fattori competitivi fra tutti gli attori.

La combinazione di saldi tecnici negativi e tassi di interesse decrescenti impongono interventi sulle componenti del "combined ratio" (tariffazione, riservazione, costi) e correlazione di questi elementi con i volumi.

Va da sé che occorre ricorrere a una metodologia della gestione delle masse finanziarie diversificata e articolata.

L'enorme crescita del ramo Vita non è sufficiente, di per sé, a recuperare livelli di redditività soddisfacenti, dato il modesto contributo iniziale al conto economico.

Tuttavia risulta premiante con volumi enormi in quanto favorisce un processo di integrazione con l'inserimento di nuove aree di "business asset management", quali "mutual funds", "private banking" e "pension funds".

Una delle discriminanti di fondo è rappresentata quindi dall'aspetto dimensionale, conseguibile per livelli adeguati, attraverso processi di concentrazione tra compagnie e aggregazioni con altre istituzioni finanziarie.

In definitiva gli elementi che animano le quotazioni in borsa e attirano gli interessi degli investitori sono la tendenza a sovrappesare il settore in funzione delle buone previsioni circa i risultati del ramo Vita. C'è da dire che sono preferite, tendenzialmente, le compagnie che combinano i comparti Vita e Danni, dal momento che offrono possibilità di apprezzamento maggiore rispetto a quelle che operano solo nel Vita.

Ad avere la palma delle opzioni sono le compagnie maggiori, che possono contare sul fattore dimensionale già conseguito.

Da parte degli investitori c'è consapevolezza circa periodi frizionali di inefficienza nei processi di aggregazione in atto. Viceversa vengono apprezzati gli sviluppi di piccole società che esprimano valori di eccellenza in uno specifico settore.

Va da sé che, dovendo scegliere, vengono privilegiate le società che esprimono un patrimonio di risorse umane che si fanno apprezzare.

L'auspicio è che ci possa essere - forse entro dieci anni - questo successo decretato per la RIB, con una quotazione in borsa. Almeno siamo certi che avremo un buon titolo da acquistare.

horizontal integration in money management (private banking asset management), as is occurring between Crédit Suisse and Winterthur, and Citicorp and Travellers.

Comparing the principal ratios, we see that, considering the 12 companies quoted in Italy and a sample of leading European companies, in 1997 ROE was 9.7 percent for Italian insurance companies, while it came to 11.4 percent for European companies.

The combined ratio comes to 106.6 (loss ratio 83.4 and expense ratio 23.2) for Italy and 105.5 for Europe.

Nevertheless, overall, the insurance market is weaker for the sample of listed companies. The prospective panorama is thus distorted.

Dividing the market into groups, we see that there are 14 companies that can be termed "large," i.e. with over 1000 billion in premium collections in the damages lines and over 1000 in the life sector.

There are 23 medium-large companies: they collect over 300 billion in the damages line and just as much in the life sector.

There are 36 medium-small companies (over 100 billion in damages and over 100 in life).

The remainder are small companies that overall collect up to 200 billion. They are the great majority: 164.

Faced with this situation, we see that the average ROE for large companies (who numerically represent 5.9% of the market, collect 57% of premiums, 76.7% of assets and 102% of profits) is 4.1. For medium-large companies (who account for 9.7% of companies operating, 22.5% of premiums collected, 10% of assets and 9.2% of reported profits), it is 2.9. For medium-small companies (who constitute 15.2% of the number of companies in operation, collect 12.2% of premiums, represent 7.4% of assets, and report profits of 7.5% of the market), ROE is 3.1.

The bad news comes for small companies. They have a negative ROE of an average of 9.9. In terms of numbers, they account for 69.2% of companies in operation, collect 8.3% of premiums, have assets of 5.9% of the entire market, and report negative profit of 18.7%.

We can conclude that the current scenario of globalizing markets and the contemporaneous slowdown in economic growth exacerbates the competitive factors among all players.

The combination of negative technical balances and falling interest rates requires action on the combined ratio components (rate setting, reservation, and costs) and a correlation of these elements with volumes.

It goes without saying that we need to use a diversified,

detailed management of financial volumes.

In and of itself, the enormous growth in the life sector is not sufficient to restore satisfactory profitability levels, given the modest initial contribution to the income statement.

Nevertheless, its enormous volumes are rewarding, as it encourages a process of integration with the addition of new areas of business asset management, such as mutual funds, private banking and pension funds.

One of the crucial factors is thus size, which can reach adequate levels through processes of concentration among companies and aggregations with other financial institutions.

In short, the elements that move stock market quotations and attract investor interest are the tendency to overrate the sector based on positive forecasts for life insurance line results.

I should note that there is a tendency to prefer companies that combine the life and damages lines, as they offer greater possibilities for appreciation than those operating in life insurance alone.

Those who have the best options are larger companies, who can count on their already acquired size factor.

Investors are aware of frictional periods of inefficiency in the aggregation processes underway. On the other hand, there is appreciation for the development of small companies that demonstrate values of excellence in a specific sector.

It goes without saying that, when there is a choice, companies with human resource assets are appreciated the most.

The hope is that, perhaps within the next ten years, RIB will enjoy this decreed success with a stock market listing. At least we're sure that we'll have good stock to acquire.