

Interest Rate Strategy

Nuova normalità per gli spread intra euro

Gli spread intra euro sono stati finora molto correlati alla direzionalità dei rendimenti core. L'avvio di una fase di rialzo dei tassi da parte della BCE dovrebbe spingere al rialzo i rendimenti reali nel medio termine, esponendo gli spread ad ulteriori fasi di allargamento.

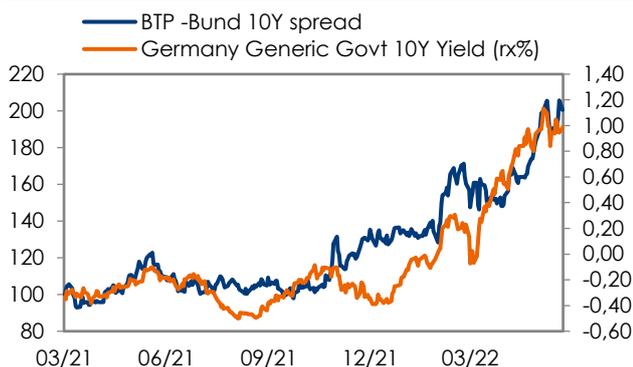
Ad agire da supporto al mercato dopo la chiusura del QE resterà comunque la stagionalità favorevole dell'offerta nella seconda parte dell'anno, mentre maggiori pressioni si verificheranno il prossimo anno.

L'analisi delle componenti del rischio di credito degli emittenti euro mostra che il rischio di ridenominazione ha giocato un ruolo importante nel caso dell'Italia. In futuro, continuerà a essere sensibile alle vicende politiche proprie dei singoli paesi. Invece, il rischio di default dovrebbe restare sotto controllo data la dinamica positiva del parametro "r-g".

L'aumento del rischio di credito tra i paesi dell'Eurozona è stato diffuso a tutti gli emittenti e a tutte le scadenze. La dinamica degli spread intra euro è stata fortemente e positivamente correlata con la direzione dei rendimenti dei Bund: sulla base della semplice relazione lineare tra Bund a 10 anni e spread su un intervallo temporale recente, un aumento del rendimento del Bund di 10pb genera un allargamento di 6pb dello spread BTP-Bund e di 3pb dello spread Bonos-Bund.

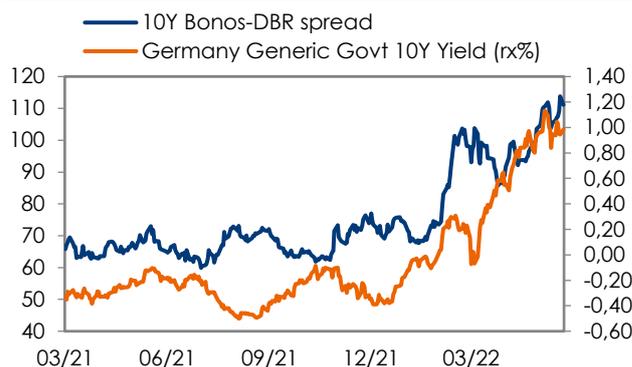
Il movimento recente sembra quindi essere una normale risposta dei premi per il rischio ad un cambiamento delle aspettative sui tassi, come conferma il fatto che anche gli emittenti semi-core sono stati penalizzati, soprattutto sul tratto intermedio e lungo della curva: la Finlandia a 10 anni ha allargato contro Bund da 24pb di inizio anno a 43pb, l'Olanda ha allargato da 13pb a 28pb sul tratto a 10 anni e da circa zero a 11pb sul tratto a 5 anni. Anche lo spread delle obbligazioni EU a 10 anni si è allargato passando dall'area 20-25pb di inizio anno ai 45-55pb nelle ultime settimane.

Rendimento Bund e spread BTP-Bund a 10 anni



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Rendimento Bund e spread Bonos-Bund a 10 anni



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Se analizziamo i flussi netti di titoli governativi risulta evidente che il mercato deve trovare un nuovo equilibrio, dato che la prospettiva da giugno in poi è di perdere il principale acquirente degli ultimi due anni, l'Eurosistema, acquirente per di più non sensibile ai prezzi. Sulla base dei dati forniti dalla BCE relativi ai programmi rivolti ai titoli del settore pubblico, elaborati per depurarli dalla quota di titoli degli enti locali e delle agenzie e corretti per il prezzo medio di acquisto, risulta che l'Eurosistema ha permesso agli investitori istituzionali e privati di ridurre lo stock detenuto di governativi di circa 180 miliardi nel 2020 e 210 miliardi nel 2021. Con la graduale riduzione degli acquisti decisa dalla BCE, nei primi cinque mesi di quest'anno il mercato ha

25 maggio 2022 12:18 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX and Commodities Research

Chiara Manenti

Fixed Income Strategist

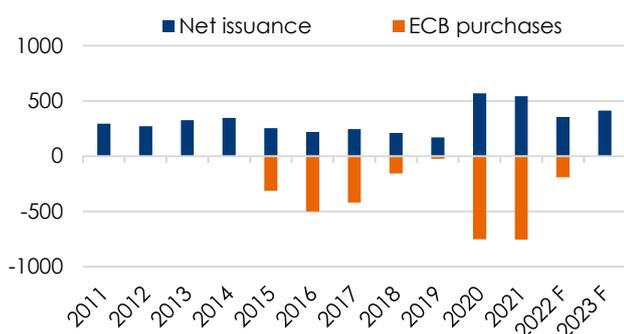
25 maggio 2022 12:22 CET

Data e ora di circolazione

dovuto assorbire circa 41 miliardi di euro di governativi e secondo le nostre previsioni di offerta nel mese di giugno saranno emessi, al netto di acquisti BCE pari a 20 miliardi di euro, circa 60 miliardi di euro di titoli. Nel secondo semestre dell'anno, la stagionalità dell'offerta netta dovrebbe risultare favorevole, con emissioni nette pari a 28 miliardi in T3 e 44 miliardi in T4.

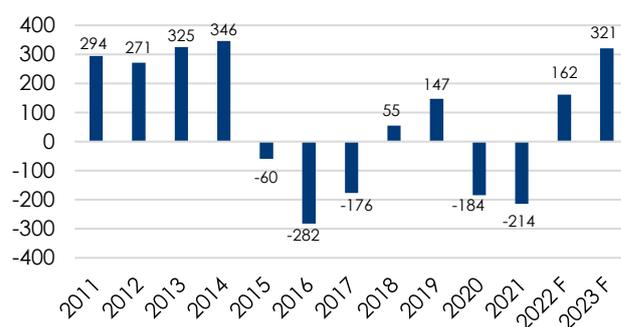
L'offerta netta salirà poi ancora l'anno prossimo, sui livelli analoghi a quelli realizzati prima dell'introduzione del QE nel 2015: sulla base degli obiettivi di deficit disponibili per i vari paesi, a livello annuale l'offerta netta è attesa in aumento a 320 miliardi di euro nel 2023 da 162 miliardi complessivi di quest'anno.

Governativi euro: emissioni nette e acquisti netti Eurosistema (mld euro)



Fonte: BCE, Intesa Sanpaolo

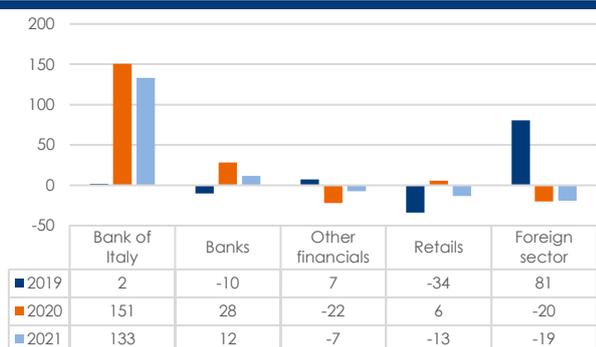
Governativi euro: offerta netta netta QE (mld euro, previsioni 2022-2023)



Fonte: BCE, Intesa Sanpaolo

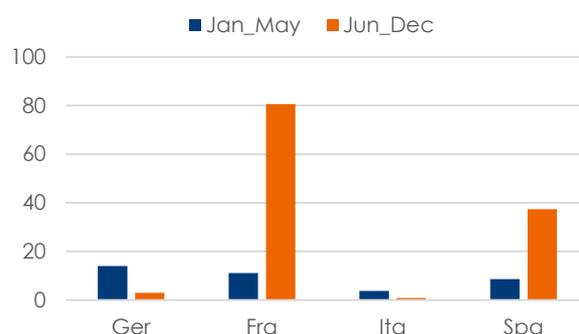
Nello specifico per l'Italia, i dati di Banca d'Italia confermano la tendenza dell'Eurozona in termini di flussi. Come mostra la tabella sottostante, negli ultimi due anni la Banca d'Italia è stata acquirente netta di titoli per 280 miliardi a fronte di emissioni nette pari a 246 miliardi di euro, mentre gli altri settori hanno registrato modeste variazioni del portafoglio titoli. Quest'anno l'offerta netta del MEF dovrebbe essere storicamente bassa, grazie ad una buona dinamica del deficit e dei versamenti dei fondi di NGEU, ed anche senza l'intervento della BCE le emissioni nette (nette BOT) dovrebbero comunque essere vicine a zero da qui a fine anno (grafico). Le pressioni da offerta saranno più evidenti nel 2023 con un'offerta netta prevista nell'ordine di 70 miliardi di euro.

Titoli governativi italiani: flussi netti annuali (mld euro)



Fonte: Banca d'Italia, Intesa Sanpaolo

Offerta netta di titoli governativi al netto QE (previsioni ISP basate su fine QE a luglio '22, mld euro)



Fonte: BCE, Intesa Sanpaolo

Se da un lato l'andamento degli spread intra euro segnala un normale rischio in aumento dettato da un livello dei tassi e del costo del debito più elevati, dall'altro il mercato dei CDS offre interessanti indicazioni sulla natura di questo rischio. Nei grafici sottostanti, abbiamo calcolato il rischio di default e di ridenominazione per Italia, Spagna e Francia utilizzando il differenziale tra CDS ISDA 2003 e ISDA 2014. Nel caso dell'Italia, il recente aumento del rischio di credito è dovuto sia alla componente rischio di default sia di ridenominazione, ma l'aumento di quest'ultima è

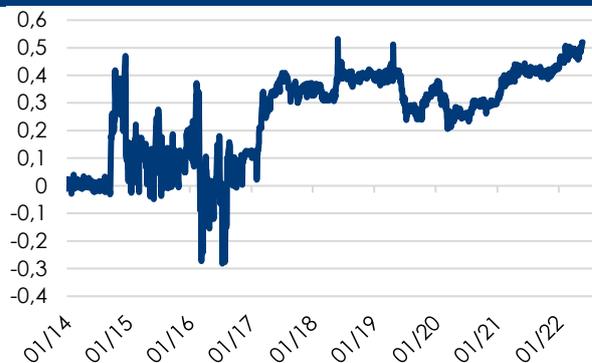
stato predominante e segna la vera differenza fra Spagna e Italia. Come si osserva nel grafico sotto a destra, il peso del rischio di ridenominazione sul rischio totale è salito oggi al 52% da un minimo del 20% all'inizio della pandemia. Sulla Francia, il rischio di ridenominazione è stato più elevato di quello di default da marzo 2020 e solo dopo le recenti elezioni presidenziali si è sostanzialmente ridotto. Sulla Spagna, il rischio di default è sempre stato più elevato di quello di ridenominazione, che spiega attualmente solo il 27% del rischio complessivo. È interessante segnalare che, seppure rimanga su livelli molto bassi (12pb), anche il CDS sulla Germania è aumentato con l'invasione dell'Ucraina, ma soprattutto sulla componente di rischio default mentre la componente rischio ridenominazione è sul livello simile a quello della Spagna (27%). Questa analisi conferma quindi che all'interno dei paesi europei resta un'ampia divergenza nei movimenti delle componenti del rischio di credito legata alle vicende politiche domestiche ed è probabile che, nel caso dell'Italia, l'avvicinarsi della fine della legislatura a marzo 2023 terrà sotto pressione il rischio di ridenominazione.

Rischio implicito nei CDS Italia a 5 anni (pb)



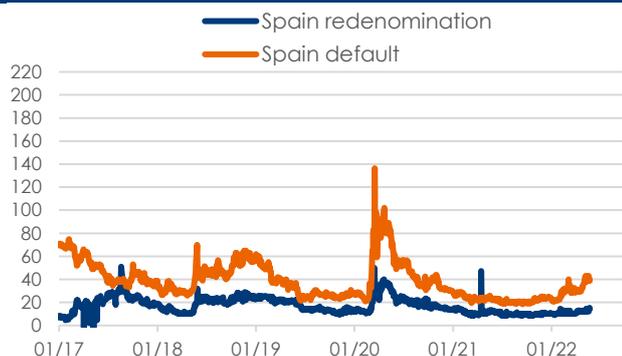
Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Rischio di ridenominazione implicito nei CDS Italia a 5 anni in % rischio totale



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Rischio implicito nei CDS Spagna a 5 anni (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Rischio implicito nei CDS Francia a 5 anni (pb)

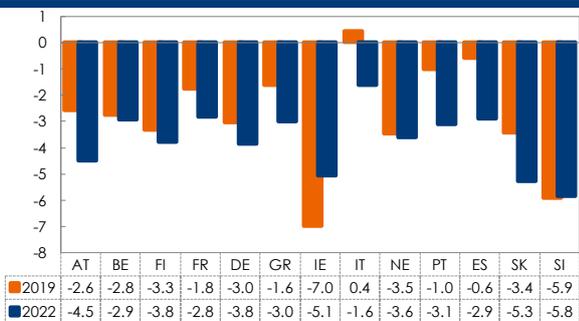


Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

La componente relativa al rischio di default dovrebbe invece restare sotto controllo nonostante la direzionalità dei tassi d'interesse e nonostante il fatto che in tutti i paesi euro si sia verificato un aumento dello stock di debito durante i due anni della pandemia, grazie ad un costo medio reale del debito molto basso che in prospettiva dovrebbe salire molto gradualmente. Sulla base delle previsioni del FMI di lungo termine, disponibili su base annuale fino al 2027, la gran parte dei paesi dell'Eurozona ha migliorato significativamente il parametro "r-g" (costo medio reale del debito meno crescita reale), importante per valutare la sostenibilità del debito. La tabella sottostante mostra come la variabile r-g, calcolata come media mobile a 5 anni delle previsioni del FMI, sia scesa rispetto ai valori di fine 2019 precedenti la crisi, con l'unica eccezione di Irlanda

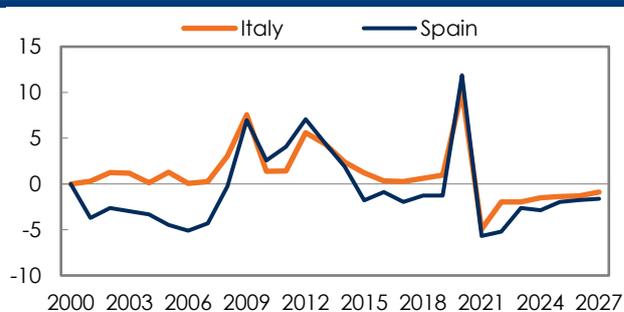
e Slovenia. Anche l'Italia, che per anni è stato l'unico emittente con r-g positivo, beneficia oggi di un differenziale negativo che aiuta la discesa del debito.

Variabile "r-g" per i paesi dell'Eurozona (media mobile 5 anni delle previsioni del FMI)



Fonte: FMI, Intesa Sanpaolo

Variabile "r-g" per Italia e Spagna (dati annuali prev. FMI)



Fonte: FMI, Intesa Sanpaolo

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Controparti Qualificate / Clienti Professionali, ad eccezione dei clienti professionali su richiesta, così come definiti dalla Direttiva MiFID II o eventualmente da parte di operatori dei Mercati o Investitori Istituzionali, che sono finanziariamente sofisticati ed in grado di valutare autonomamente i rischi di investimento, sia in generale sia in relazione a particolari operazioni e strategie di investimento.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio consulente finanziario per qualsiasi necessità di chiarimento circa il loro contenuto.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definiti dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi

tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.
Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

| | | |
|-----------------------------|-------|-----------------------------------|
| Luca Mezzomo (Responsabile) | 62170 | luca.mezzomo@intesasanpaolo.com |
| Alessio Tiberi | 62985 | alessio.tiberi@intesasanpaolo.com |

Rates, FX & Commodities Research

| | | |
|-------------------------------|-------|---------------------------------------|
| Sergio Capaldi (Rates) | 62036 | sergio.capaldi@intesasanpaolo.com |
| Chiara Manenti (Rates) | 62107 | chiara.manenti@intesasanpaolo.com |
| Federica Migliardi (Rates) | 62102 | federica.migliardi@intesasanpaolo.com |
| Asmara Jamaleh (FX) | 62111 | asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com |
| Daniela Corsini (Commodities) | 62149 | daniela.corsini@intesasanpaolo.com |