

Interest Rate Strategy

Scenario di medio termine per i tassi in euro

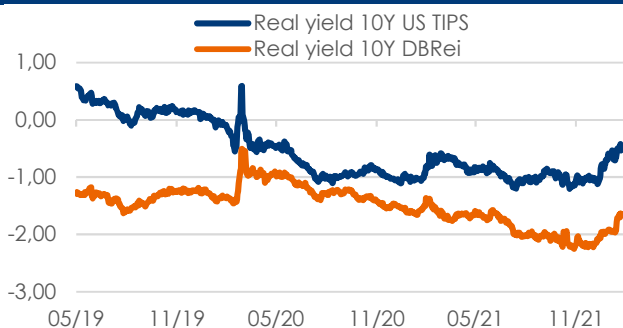
La risposta dei mercati alla nuova "stance" della BCE è stata molto aggressiva, non solo in termini di attese sui tassi a breve, ma anche sui tassi reali a medio-lungo termine. Utilizziamo il modello applicato ai tassi USD nelle scorse settimane per stimare un valore di equilibrio dei tassi in euro: la stima del tasso reale swap EUR a 10 anni basata sul nostro scenario di politica monetaria indica un fair value corrente a -1,05%, che sale in previsione a -0,6% sull'orizzonte di un anno e a -0,3% sull'orizzonte di due anni.

La BCE si è riportata in sintonia con il mercato, riconoscendo che lo scenario di un'inflazione "temporaneamente" elevata deve essere riconsiderato alla prossima riunione del 10 marzo alla luce dei nuovi dati e dei nuovi elementi emersi dopo dicembre. La risposta dei mercati è stata molto aggressiva, non solo sui tassi di mercato monetario ma anche a medio lungo termine, con i tassi swap a 10 anni aumentati di 34pb e il Bund a 10 anni di 25pb negli ultimi 10 giorni. Il fatto che la BCE abbia poi segnato con precisione il percorso di riduzione dello stimolo monetario indicando che prima di un rialzo dei tassi dovrà essere concluso il programma di acquisto titoli ha dato un ulteriore spinta al rialzo alle curve dei rendimenti dei paesi periferici, penalizzati soprattutto sulla parte a breve: lo spread BTP-Bund a 2 anni si è allargato da 47 a 70pb, lo spread SPGB-Bund a 2 anni da 28 a 44pb e persino lo spread EU-DBR a 2 anni è passato da -2bp agli attuali 15pb.

Il movimento bearish recente è spiegato quasi interamente dal rialzo dei rendimenti reali, passati da -1,6% a -1,17% sul 10 anni swap e da -1,56% a -1,29% sul 30 anni swap, mentre la componente inflazione è stata volatile, ma non ha segnato nuovi massimi rimanendo sul 10 anni swap in area 2,0% e sul 30 anni in area 2,13%.

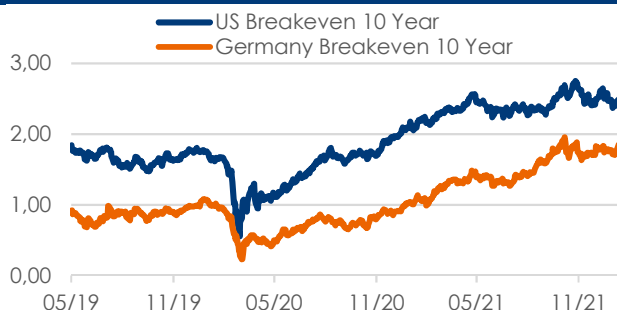
Utilizziamo il modello illustrato nelle scorse settimane per stimare un valore di equilibrio dei tassi swap dollaro alla curva in euro¹. Due variabili che si dimostrano significative nel determinare la dinamica dei tassi reali sono le attese di politica monetaria e la liquidità del sistema, misurata attraverso il bilancio delle banche centrali (in percentuale del PIL). Le aspettative di politica monetaria hanno registrato un'ampia correzione al rialzo a seguito della riunione BCE di inizio febbraio e sulla base degli OIS ESTR sui meeting della banca centrale il mercato sconta al 100% un primo rialzo di 25pb del tasso depo entro settembre e un ulteriore mossa da 25pb entro dicembre, mentre nel 2023 gli OIS forward ESTR incorporano ulteriori 60pb di rialzo cumulato con un punto di arrivo a lungo termine per i tassi poco sotto 1%.

Rendimenti reali dei TIPS e Bund a 10 anni (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Inflazione di breakeven a 10 anni (%)

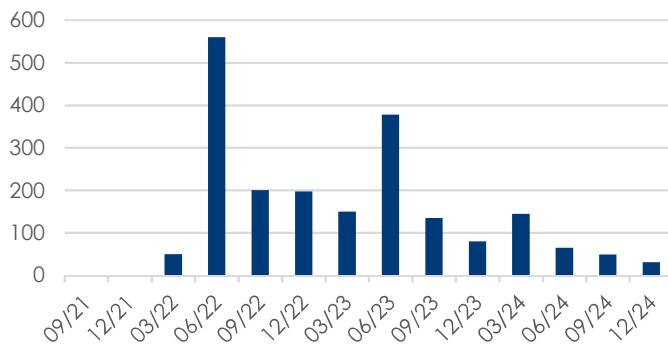


Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

¹ C. Manenti, "US Treasury: un equilibrio con tassi reali più elevati", Interest Rate Strategy, 25/01/2022 [IRS_2501222](https://www.intesa-spa.com/it/risorse/analisi/2501222)

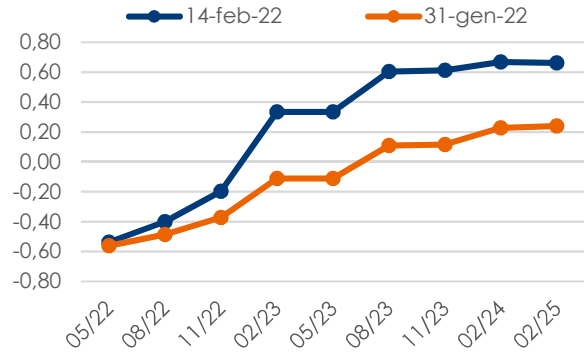
La nostra attesa sulle mosse della BCE² è meno aggressiva di quanto scontato dal mercato: riteniamo coerente con il nostro scenario di inflazione, soprattutto sull'orizzonte di medio termine, che la banca centrale possa annunciare che le condizioni per un rialzo dei tassi sono soddisfatte durante il terzo trimestre così da fermare il programma di acquisto titoli a settembre e avere la possibilità di annunciare il primo rialzo dei tassi nel quarto trimestre.

Attese di rimborsi di TLTRO III (Mld Eur)



Fonte: BCE, Survey of Monetary Analyst Febbraio 2022, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

1 mese OIS ESTR forward (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Oltre alle aspettative di politica monetaria, la dinamica dei tassi reali si mostra sensibile alle variazioni del bilancio della banca centrale. Nel caso dell'Eurozona, la BCE non ha fatto dichiarazioni riguardo alla possibilità di iniziare a non rinnovare interamente i titoli in scadenza nel suo portafoglio, a differenza della Fed che ha fatto i primi passi formali per dare avvio a questo processo. La BCE ha al contrario esteso alla riunione dello scorso dicembre il termine entro cui i titoli acquistati attraverso il programma pandemico verranno interamente rinnovati da fine 2023 alla fine del 2024, mentre per quanto riguarda i titoli acquistati attraverso l'Asset Purchase Programme il comunicato BCE recita che i reinvestimenti continueranno "per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario." Su questa parte del portafoglio la BCE potrebbe quindi decidere di iniziare a non rinnovare interamente le scadenze ben prima di fine 2024. Nel breve termine tuttavia la liquidità dell'Eurozona potrebbe ridursi significativamente per via della dinamica dei rimborsi anticipati delle TLTRO III: a giugno scadrà il periodo speciale in cui il tasso minimo di finanziamento è pari a -1%, che consente alle banche di incassare un carry di 50pb (o superiore) sulle riserve in eccesso depositate in BCE, se il benchmark sul credito è soddisfatto. Secondo la Survey of Monetary Analyst condotta dalla BCE a febbraio, il consenso degli analisti si attende rimborsi per 1 trilione di euro quest'anno (di cui 560 miliardi a giugno), per 740 miliardi nel 2023 e 290 miliardi nel 2024. Sulla base di questa aspettativa e delle nostre attese sui programmi di acquisto e rollover il bilancio della BCE dovrebbe ridursi dal 69% del PIL attuale al 57% a fine 2022 e a 49% a fine 2023. Bisogna comunque sottolineare che una parte della letteratura relativa al *tightening quantitativo*³ tende a dimostrare che l'effetto della riduzione del bilancio della banca centrale sui rendimenti risulta molto inferiore, se non trascurabile, rispetto a quello di segno opposto che si verifica nelle fasi di espansione del bilancio.

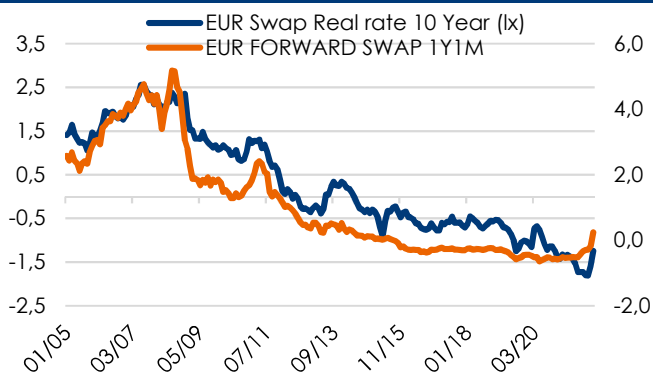
Assumiamo questo scenario sul bilancio della BCE come base per le nostre stime dei tassi reali euro. Per quanto riguarda la variabile delle aspettative sui tassi a breve, usiamo il tasso EUR swap a 1 mese forward 1 anno, che quota oggi 0,37% e aumenta a 0,93% sull'orizzonte a 1 anno e poi rimane stabile su questo livello sull'orizzonte di 3 anni, scontando come nel caso della curva in dollari una fase di aggiustamento dei tassi molto breve, di soli due anni. Nella nostra stima

² Weekly Economic Monitor, 11/02/2022

³ <https://www.stlouisfed.org/open-vault/2019/july/what-is-quantitative-tightening>

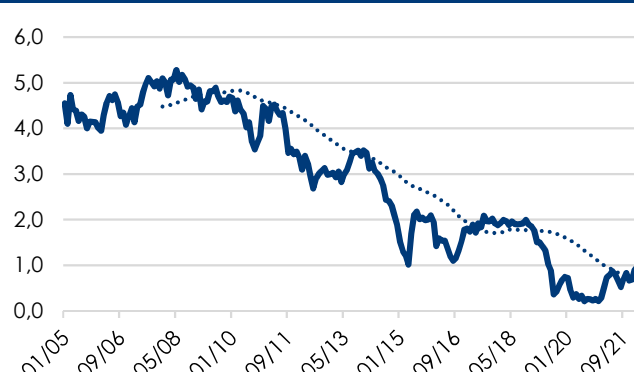
inseriamo anche un tasso a breve di equilibrio di lungo termine, usando come proxy il tasso swap euro a 1 mese fra 10 anni, che quota 1,11% rispetto ad una nostra previsione moderatamente più *bearish* di 1,25%. La stima del tasso reale swap EUR a 10 anni basata su queste variabili indica un *fair value* corrente a -1,05%, 6bp più alto dello spot a -1,11% e in previsione sale a -0,6% sull'orizzonte di un anno e a -0,3% sull'orizzonte di due anni. In un secondo scenario di rischio più restrittivo in termini di politica monetaria, ovvero tassi ufficiali in aumento sul secondo anno a 1,75% e tasso di equilibrio di lungo termine a 2%, i tassi reali salgono in previsione a zero a fine 2023.

Tasso reale 10Y EUR swap e attese di politica monetaria (%)



Fonte: BCE, Survey of Monetary Analyst, February 2022, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

10Y1M EUR swap (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

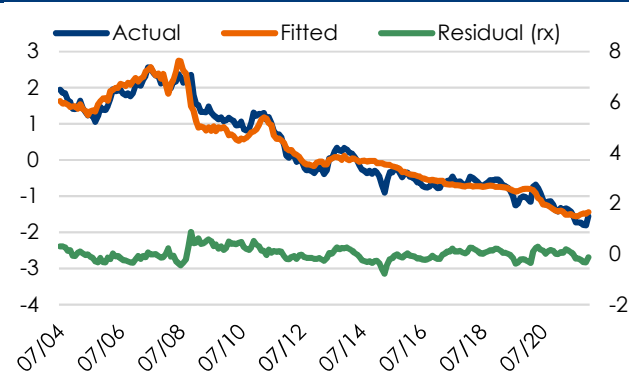
In conclusione, come nel caso della curva in dollari, l'avvio della strategia di uscita da una politica monetaria ampiamente accomodante spingerà ancora al rialzo i tassi reali a medio-lungo termine euro, ma questo aumento potrebbe non riflettersi interamente sui rendimenti nominali se l'inflazione invertirà il suo trend. Traslando la nostra previsione dai tassi reali swap al mercato cash, il rendimento del Bund indicizzato all'inflazione a 10 anni è previsto in aumento da -1,68% a -0,95% a fine 2022 e a -0,55% a fine 2023. Questa attesa, accompagnata da una previsione di calo dell'inflazione di breakeven a 10 anni dall'1,85% corrente a 1,63% a fine 2022 e a 1,45% a fine 2023, si traduce in un obiettivo sul rendimento del Bund benchmark 2/2032 a 10 anni a 0,7% a fine 2022 e a 0,9% a fine 2023, mentre nello scenario di rischio di maggiori rialzi del tasso dopo nel 2023 il rendimento del Bund a 10 anni è stimato in aumento a 1,25%.

Previsioni tassi euro a 10 anni swap e Bund (%)

	Spot	Orizzonte 1 anno	Orizzonte 2 anni
Eur swap reale	-1.11	-0.59	-0.33
DBRei 2030	-1.68	-0.95	-0.55
Inflazione di breakeven	1.85	1.63	1.45
Bund 2/2032	0.27	0.67	0.86
Per memoria:			
1Y1M eur swap	0.37	1.03	1.25
Bilancio BCE in % Pil	69	57	49

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Modello di stima (*) del tasso reale swap EUR a 10 anni (bp)



(*) 10Y tasso reale regredito su 1Y1M EUR swap, 10Y1M EUR swap e bilancio BCE in % PIL - Fonte: Bloomberg, 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 SpA-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.intesasnpaolo.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 separazione 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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 Spa 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@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

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