

Interest Rate Strategy

Curvatura swap euro: receiver swap butterfly 2-10-30 anni

15 giugno 2022 - 11:42 CET

Data e ora di produzione

Le continue sorprese verso l'alto dell'inflazione e l'esclusione degli scenari più avversi del conflitto Russia-Ucraina sulla crescita dell'area euro hanno indotto la BCE, durante l'ultima riunione di giugno, ad accelerare ulteriormente il piano di normalizzazione della politica monetaria. La curva swap euro si è mossa incorporando la nuova stance della BCE: il tratto 2-10 si è mosso in flattening mentre il 10-30 ha raggiunto livelli di massima inversione per i maggiori rischi recessivi in relazione ad una fase di restrizione più aggressiva di quanto atteso.

Direzione Studi e Ricerche

Suggeriamo una strategia di tipo receiver swap butterfly 2-10-30 anni (pesi 0.5/-1/0.5) forward a 6 mesi. Attualmente il butterfly spread è quotato spot 48 pb e sui forward a 6 mesi 30 pb. In base alla nostra analisi di scenario, lo spread risulta inferiore al livello forward in tutti i casi considerati.

Rates, FX & Commodities Research

Le continue sorprese verso l'alto dell'inflazione e l'esclusione degli scenari più avversi del conflitto Russia-Ucraina sulla crescita dell'area euro hanno indotto la BCE ad accelerare il piano di normalizzazione della politica monetaria. Sebbene il conflitto rappresenti un rischio al ribasso per la crescita e la fiducia nell'area euro, il raggiungimento di un livello indesiderato di inflazione che perdura più del previsto ha reso necessaria l'anticipazione degli interventi da parte della BCE. L'ultima riunione di giugno ha stabilito la chiusura degli acquisti APP il 1 luglio. Inoltre, la BCE ha già comunicato di essere orientata ad effettuare un primo rialzo dei tassi benchmark di 25pb a luglio ed un secondo a settembre molto probabilmente di 50pb, se l'outlook di inflazione non dovesse migliorare. Infine, il comunicato della riunione preannuncia che sarà necessario "un percorso graduale ma sostenuto di rialzi" per riportare l'inflazione al target del 2%.

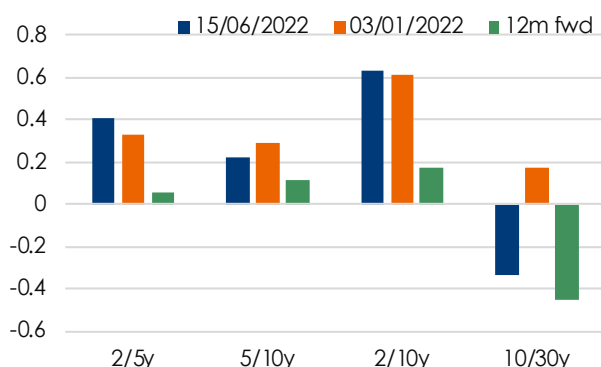
Federica Migliardi
Fixed Income Strategist

15 giugno 2022 - 11:46 CET

Data e ora di circolazione

A partire dal meeting di gennaio, la BCE aveva già iniziato a comunicare il cambio di stance, preparando i mercati alla nuova fase di normalizzazione. Inizialmente, il repricing del mercato era stato maggiore sul tratto medio della curva rispetto a quello a breve. Il tasso swap a 10 anni era aumentato maggiormente rispetto anche ai tassi a lunga favorendo l'inversione 10-30. Considerando lo spread butterfly 2-10-30 anni con pesi 50:50 possiamo notare dal grafico in basso a destra come abbia raggiunto un punto di massimo pari a 60pb ad inizio maggio in corrispondenza del quale la pendenza 2-10 ha raggiunto un picco a 94pb ed il 10-30 un minimo assoluto a -33pb.

Da inizio anno la pendenza 2-10 anni è aumentata mentre 10-30 anni è invertita (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Butterfly 2-10-30 EUR Swap (pb)

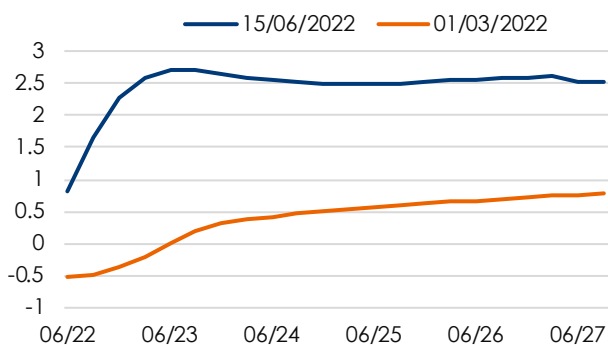


Nota Butterfly spread= 10A- 0.5* 2A-0.5*30A ; Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo SpA

Lo spread butterfly risulta, infatti, più elevato tanto più accentuata è la "gobba" della curva swap euro, ossia con i tassi a medio termine superiori rispetto ai tassi a breve e a lunga. Dopo la riunione della BCE, il butterfly spread è sceso fino a 39pb e successivamente ha ritracciato ed ora risulta pari a 48pb.

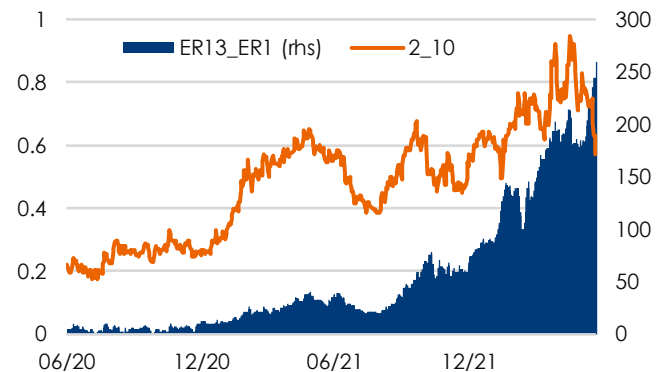
Sebbene prima della riunione il mercato scontasse già 75pb di rialzi entro settembre 2022, il raggiungimento di un consenso già a giugno su uno scenario centrale di un rialzo di 50 pb a settembre e di ulteriori interventi successivi ha aumentato la probabilità che la BCE debba fare di più per controllare l'inflazione. Dopo la riunione, il mercato ha innalzato le aspettative di rialzi sul tasso deposito del 2022 ed il tasso finale di equilibrio di lungo termine. In base ai tassi €STR OIS, le attese sono di 95pb entro settembre e di circa 190pb cumulati a dicembre 2022. Il tasso finale è aumentato dal 2% della settimana scorsa al 2.7%. Il tasso swap a 2 anni è aumentato di oltre 63pb, incorporando l'aumento delle attese di rialzo da parte della BCE mentre il 10 anni di 53pb, da cui ne è conseguita un flattening **2-10 anni di 10pb**.

Curva Future su Euribor 3M (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo SpA

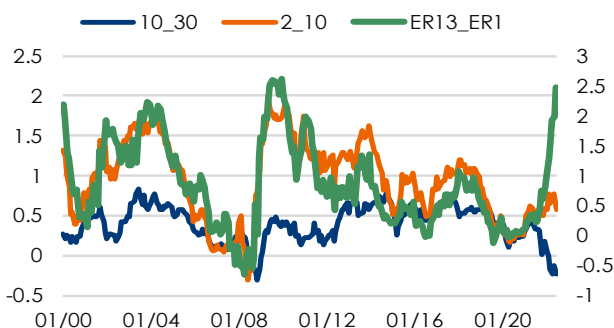
Il flattening 2-10 è iniziato dopo l'ultima riunione BCE



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo SpA

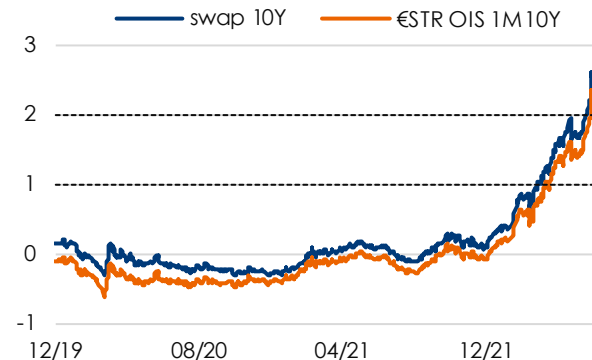
Il tratto 10-30 anni della curva swap euro si è mosso in flattening ritornando sui minimi raggiunti a maggio pari a -33 pb. La **relazione inversa tra aspettative a breve e tassi a lunga** osservata negli ultimi mesi è intuitiva: maggiore è l'overshooting dei rialzi per contenere lo shock inflazionistico, tanto più elevati sono i rischi al ribasso sulla crescita che supportano il flattening della parte a lunga. Negli ultimi mesi, come si può osservare nel grafico in basso a sinistra, la correlazione tra aspettative e pendenza 10-30 è risultata negativa.

Pendenza 2-10 anni, 10-30 anni e aspettative (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo SpA

Il tasso swap a 10 anni ed tasso swap €STR 1M10Y (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo SpA

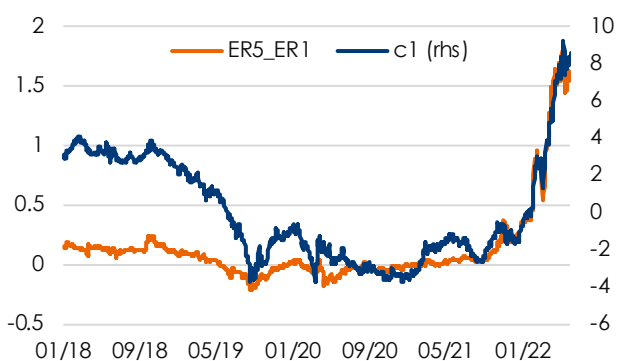
Nel complesso il mercato sembra scontare uno scenario in cui le pressioni al rialzo sull'inflazione non svaniranno nel corso dell'anno costringendo la BCE a proseguire con i rialzi portando i tassi

al di sopra della neutralità anche in una fase di rallentamento della crescita. Molta incertezza permane sul livello del punto di arrivo e sul livello del tasso neutrale data la stretta dipendenza dall'evoluzione dei dati. Alcuni esponenti si sono espressi sul livello di neutralità tuttavia non sembra esserci una convergenza significativa. Villeroy de Galhau ha definito il tasso neutrale variare tra l'1 ed il 2% mentre Kazimir ha dichiarato avvicinarsi al 2% e De Cos intorno all'1%. Durante l'ultima conferenza stampa, la presidente Lagarde ha preferito non toccare il tema del tasso neutrale data l'incertezza che caratterizza la variabile in quanto non direttamente misurabile.

Altri fattori riguardanti la segmentazione del mercato hanno contribuito creare pressioni al rialzo sul tratto medio della curva rispetto a quella lunga, accentuando l'inversione 10-30. L'accelerazione delle aspettative di rialzo nel breve termine e l'elevata incertezza riguardo al tasso terminale ha creato esigenze di copertura dal rischio tasso che hanno reso il tratto medio della curva più pagato rispetto al tratto a lunga. In aggiunta, il settore pensionistico ed assicurativo dall'area euro, maggiore detentore di swap e titoli governativi con scadenza lunga ed ultra-lunga, in caso di prodotti previdenziali a prestazione definita, risulta avere una maggiore esposizione di bilancio a tassi di interesse decrescenti piuttosto che crescenti per via del *duration gap* negativo (la *duration* del passivo è maggiore dell'attivo) riducendo quindi la domanda di copertura tramite swap.

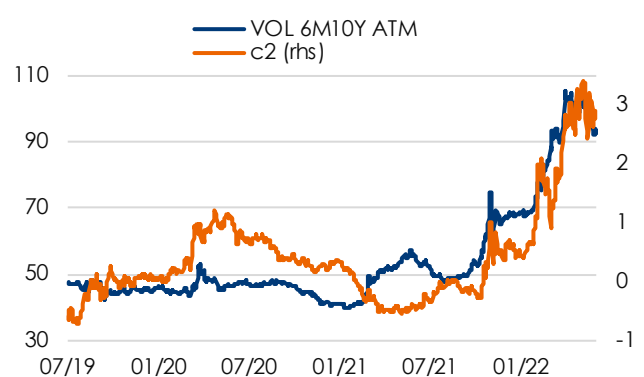
Effettuiamo un'analisi delle componenti principali considerando i dati giornalieri della curva swap euro dal 2018 ad oggi con l'obiettivo di identificare le variabili di mercato più esplicative della dinamica 2-10 e 10-30 anni. Come si può notare dal grafico in basso a sinistra, la prima componente risulta ben identificata dalle aspettative dei tassi a breve, come proxy di questa variabile consideriamo la differenza tra il quinto ed il primo generico contratto Future sull'Euribor 3M. La seconda componente, che rappresenta la pendenza della curva, mostra da inizio 2021 un andamento correlato alla volatilità implicita di un cap at-the-money 6M10A (cap 10 anni forward 6 mesi). La volatilità del cap ATM 6M10A è scesa dal massimo di 100 di fine aprile fino ad un livello inferiore ai 90 pb.

Prima componente PCA (dx) ed aspettative di mercato ER5-ER1 (sx, %)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo SpA

Seconda componente PCA (dx) e volatilità implicita cap ATM 6M10Y (sx)



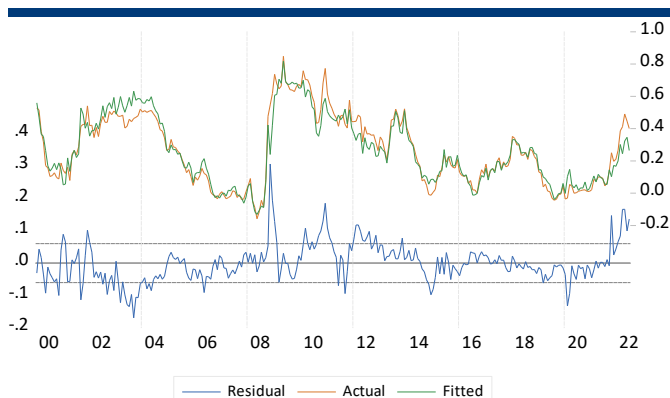
Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo SpA

Considerando i valori mensili dal 2000 ad oggi, effettuiamo una regressione lineare dello spread butterfly sui calendar spread ad uno, due e tre anni sul Future Euribor 3M e, come proxy delle aspettative di lungo termine di tassi a breve, il tasso swap €STR 1 mese forward 10 anni. Utilizziamo, inoltre, come variabile legata alla volatilità, l'indice Eurostoxx volatility, essendo la volatilità implicita del Cap ATM 6M10 anni disponibile su un intervallo più ristretto. Con un R^2 del 92%, la regressione indica un fair value di 26pb, 12pb inferiore al livello corrente. In ottica prospettica, ipotizziamo alcuni scenari di volatilità e di andamento delle aspettative. Considerando uno

scenario di volatilità in diminuzione dal valore spot di 30 verso la media annuale del 2021 ($V2X=20$) ed assumendo per i calendar spread ed il tasso swap 1M forward 10 anni un'evoluzione in linea con i forward, lo spread dal valore attuale di 48pb scenderebbe fino a 5 pb a dicembre 2022. Nell'ipotesi invece in cui la BCE debba fare di più per controllare l'inflazione ipotizziamo che i calendar spread ed il tasso swap €STR 1M forward 10 anni siano più elevati di 25 pb rispetto ai forward ed una volatilità in aumento verso massimi di marzo pari a 50 sullo stesso orizzonte temporale, il butterfly spread scenderebbe a 20, 10pb inferiore al forward. Nello scenario in cui vi sia una correzione delle aspettative sia a breve che a lungo termine al ribasso di 25 pb ed in presenza di una volatilità pari a 20 pb lo spread scenderebbe a zero. Per completezza riportiamo tutti gli scenari considerati nella tabella in basso. In tutti i casi considerati, il valore dello spread a fine anno risulta su livelli inferiori rispetto al forward.

Strategia. Sugeriamo di entrare in una strategia receiver swap butterfly 2-10-30 anni con pesi 50:50 @ 48pb con target 20pb 6 mesi. L'avvio del ciclo restrittivo potrebbe favorire una riduzione della volatilità e stabilizzare maggiormente il tratto medio della curva a supporto dello steepening del tratto lungo.

Modello di stima butterfly spread 2-10-30 anni (pb)



(*) Butterfly spread regredito su calendar spread 3M Euribor Future ad uno, due, tre anni, tasso swap 1M 10 anni fwd e $V2X$ Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo SpA

Sensitivity del butterfly spread a diversi scenari di volatilità e di andamento aspettative (%)

	Scenario 1=mk	Scenario 2= +25pb	Scenario 3= -25pb
$V2X=20$	5	6	0
$V2X=50$	16	20	12

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo SpA

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:) 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.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