

Interest Rate Strategy

EUR swap spread in lenta discesa dai massimi

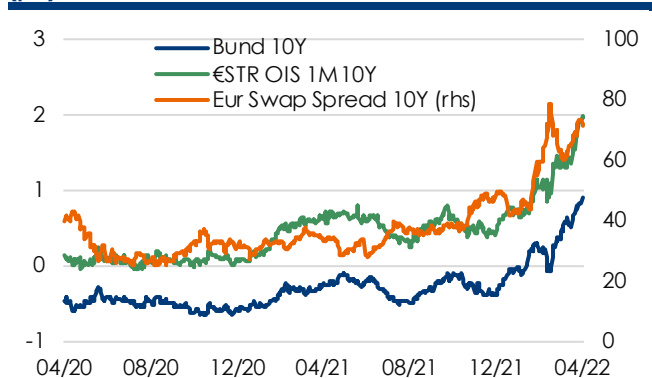
Il differenziale tra tasso swap e rendimento del Bund a dieci anni è stato caratterizzato da un movimento di allargamento brusco e repentino dopo l'attacco russo: le tensioni geopolitiche e gli impatti ancora incerti sulla crescita hanno supportato il movimento *flight-to-quality*. Inoltre, gli elevati livelli di inflazione hanno indotto la Bce ad effettuare un importante cambio di *stance* aumentando le aspettative di rialzo tassi e di conseguenza la necessità di costruire posizioni difensive sui portafogli creando pressioni al rialzo sulla curva swap. La nostra previsione è di uno swap spread a dieci anni sopra i 60 pb nei prossimi sei mesi ed in restringimento nel medio termine.

Il differenziale tra tasso swap e rendimento del Bund a dieci anni (swap spread 10Y) è stato caratterizzato da un movimento di allargamento brusco e repentino dopo l'attacco russo: le tensioni geopolitiche e gli impatti ancora incerti sulla crescita hanno supportato il movimento *flight-to-quality*. Ad inizio marzo, lo swap spread 10Y ha raggiunto gli 80 pb, livello toccato nel 2012 con la crisi del debito sovrano. Attualmente lo swap spread 10Y è pari a 72 pb, notevolmente superiore alla media annuale di 40 pb.

Le crescenti pressioni al rialzo sull'inflazione hanno indotto la BCE ad effettuare un importante cambio di *stance* con conseguente riprezzamento delle aspettative dei tassi di breve e lungo termine. In base ai livelli attuali dei tassi €STR OIS forward alle date di riunione della BCE, il mercato incorpora due rialzi di 25 pb entro ottobre ed altri 20 pb a dicembre 2022, per un totale di 70 pb per l'anno in corso, mentre ad inizio gennaio erano solamente di 10 pb complessivi. Analogamente, le aspettative di lungo termine sono aumentate contribuendo alla salita del rendimento del Bund: il tasso €STR OIS ad un mese forward 10 anni è salito dai 70 pb di inizio anno ai 190 pb correnti.

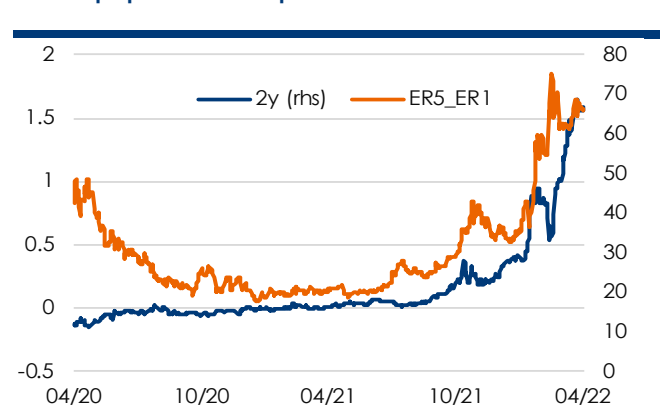
Negli ultimi mesi, **lo swap spread 10Y è risultato correlato positivamente all'aumento del rendimento del Bund**. Al contrario, considerando il periodo intercorrente dal 2013 al 2018, si è riscontrata una correlazione a 12 mesi negativa tra le due variabili per la maggior parte delle osservazioni. Dal 2020 la correlazione è aumentata e ad oggi è positiva e pari a 0.7. La correlazione positiva tra swap spread 10Y e Bund è tuttavia controintuitiva in una fase di conclusione dei programmi di acquisto e di inizio di un ciclo restrittivo di politica monetaria. Un fattore che può spiegare in parte l'allargamento dello swap spread è rappresentato dai flussi sugli interest rate swap.

Eur swap spread 10Y, rendimento bund e €STR OIS 1M10Y (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Eur swap spread 2Y e aspettative rialzo tassi



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

20 aprile 2022 – 9:22 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX & Commodities Research

Federica Migliardi

Fixed Income Strategist

20 aprile 2022 – 9:27 CET

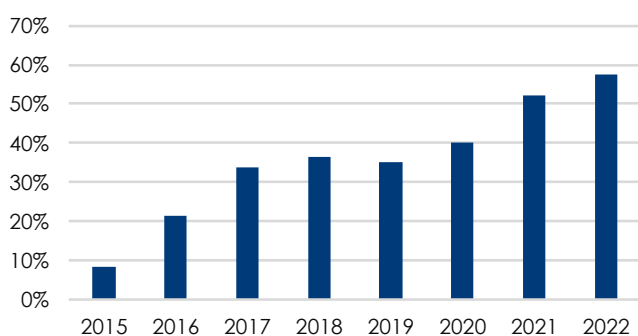
Data e ora di circolazione

Come sottolineato dai verbali dell'ultimo Money Market Contact Group della BCE, a seguito della crescita delle aspettative di rialzo tassi, i volumi di interest rate swap sono aumentati per la necessità di costruire posizioni difensive sui portafogli creando pressioni al rialzo sulla curva swap. Inoltre, l'elevata incertezza riguardo agli impatti della crisi energetica sulla crescita ed i rischi di un embargo totale sulle importazioni di idrocarburi dalla Russia ha contribuito a mantenere la volatilità elevata contenendo le pressioni al rialzo sul tasso Bund rispetto al corrispondente tasso swap.

L'allargamento dello swap spread 10Y riflette anche la presenza di un fattore non ciclico e di natura strutturale rappresentato dalla progressiva riduzione del debito governativo tedesco detenuto da investitori *price-sensitive*. A partire da fine 2013 ad oggi, l'ammontare di debito delle amministrazioni pubbliche tedesche nei portafogli di fondi pensioni ed assicurazioni dell'area euro è aumentato passando da 120 miliardi a 200 miliardi, secondo gli ultimi dati della BCE di fine 2021. Inoltre, dal lancio dell'APP di fine 2014, **la quota di titoli governativi tedeschi detenuta dalla BCE è aumentata** progressivamente ed in misura maggiore dopo l'introduzione del PEPP. Secondo le nostre stime, la quota di titoli governativi tedeschi in mano alla Bce sul totale del debito circolante (escluso l'ammontare detenuto dalla Finanzagentur in conto proprio), è salita dal 35% di fine 2019 al 52% a fine marzo 2022. Oltre all'effetto diretto di ridurre la quota di titoli disponibili sul mercato, gli acquisti della BCE hanno provocato un effetto indiretto sulla domanda di titoli governativi tedeschi. Infatti, l'aumento dell'eccesso di liquidità nel sistema, a seguito degli acquisti, ha favorito l'impiego in titoli a basso rischio come i governativi tedeschi da parte degli operatori di mercato che non possono depositare le riserve presso la Bce.

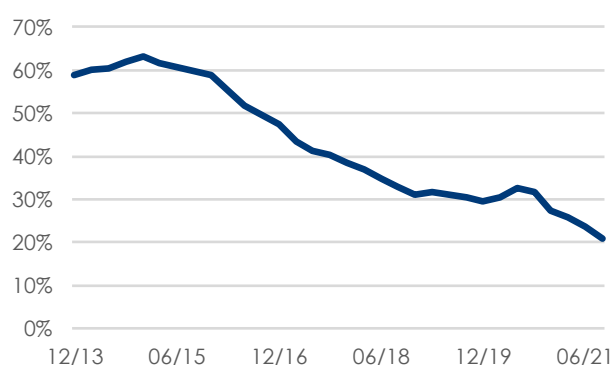
Una variabile molto spesso monitorata per avere un'indicazione sull'ammontare di titoli circolanti detenuti da investitori *price sensitive* sul totale è data dal free-float. Calcolando il **free-float** come percentuale di debito delle amministrazioni pubbliche tedesche ad eccezione dell'ammontare detenuto dalla BCE, dalle banche centrali estere e dai fondi pensioni ed assicurazioni dell'area euro sul totale, possiamo notare come sia **sceso dal 60% di fine 2013 al 20% del terzo trimestre 2021**.

Quota debito governativo tedesco detenuto da BCE sul totale circolante (esclusa quota in conto proprio)



Fonte: BCE, Intesa Sanpaolo

La discesa del Bund free-float verso il 20%



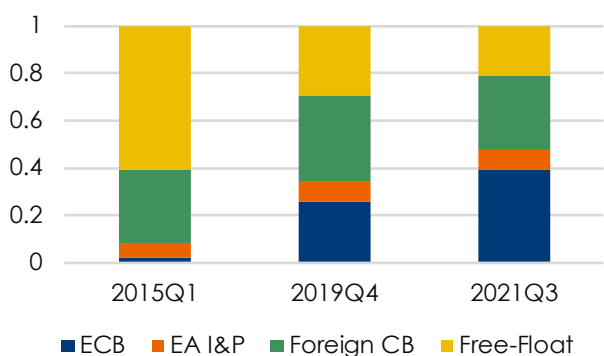
Fonte: BCE, FMI, Intesa Sanpaolo

La scarsità di titoli governativi si è riflessa anche nei tassi repurchase agreement (repo) overnight aventi come titoli a garanzia governativi generici tedeschi (General Collateral). Come evidenziato dai verbali dell'ultimo Money Market Contact Group meeting della BCE, il tasso repo overnight GC tedesco ha raggiunto "very unusual level" a fine 2021 ed anche dopo la fine del primo trimestre è rimasto intorno ai -60 pb senza risalire verso il tasso DFR.

La Finance Agency e l'Eurosistema, con il Securities Lending programme, forniscono collaterale mitigando situazioni di particolare scarsità. La FA effettua operazioni repo o di vendita di titoli sul

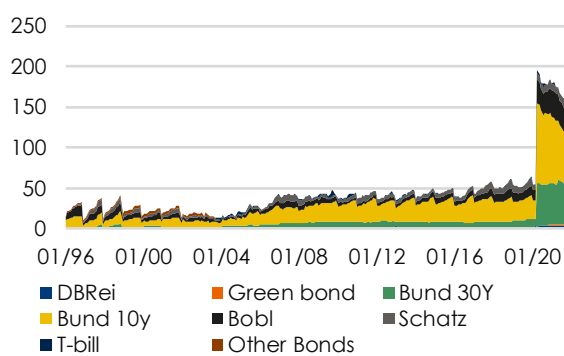
mercato secondario attingendo alla quota di governativi detenuta in conto proprio. L'ammontare detenuto dalla FA in conto proprio è aumentato in maniera considerevole dopo la pandemia ed è pari a 147 miliardi a fine febbraio 2022. Durante ogni asta regolare, la FA trattiene una quota variabile dal 15% al 20% dell'importo complessivo in conto proprio ed in circostanze particolari è ricorsa ad interventi specifici ad hoc come l'ultimo effettuato il 3 marzo scorso. In tale data, la Finanzagentur ha annunciato¹ di aver effettuato una riapertura dello Schatz 03/24 per 2.5 miliardi di euro in conto proprio, al di fuori di un'asta regolare, esclusivamente per effettuare operazioni repo di breve termine e per operazioni di prestito titoli, in risposta a circostanze di particolare scarsità.

Quota di debito delle pubbliche amministrazioni detenuta da BCE, fondi pensione area euro e banche centrali estere



Fonte: BCE, FMI, Intesa Sanpaolo

Ammontare titoli governativi tedeschi detenuti in conto proprio dalla Finanzagentur (mld euro)

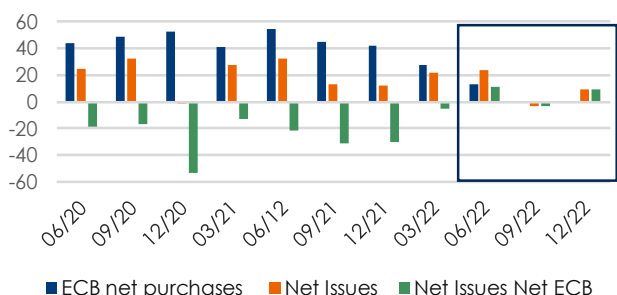


Fonte: BCE, Finanzagentur, Intesa Sanpaolo

L'ultima riunione del consiglio direttivo ha confermato la volontà della BCE di proseguire lungo il piano di riduzione rapida degli acquisti APP prevedendo 40 miliardi per il mese di aprile, 30 miliardi per maggio, 20 miliardi a giugno e molto probabilmente la chiusura nel terzo trimestre 2022.

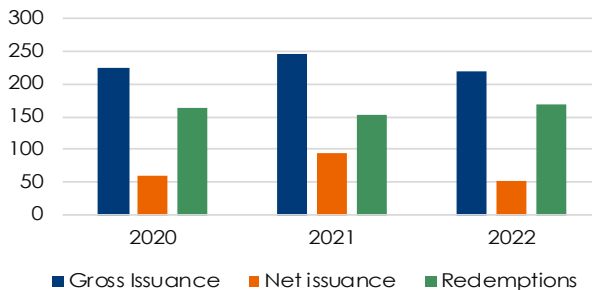
La chiusura degli acquisti ridurrà le pressioni sulla domanda di titoli governativi tedeschi. Riguardo all'offerta, le emissioni nette sono previste diminuire nel secondo semestre a 6 miliardi di euro rispetto ai 45 miliardi del primo, salvo revisioni sul funding del 2022. La Germania non ha ancora pubblicato il documento ufficiale riguardo al budget fiscale per il 2022 tuttavia sono previste revisioni al rialzo della spesa pubblica per l'aumento della spesa militare e per gli interventi a sostegno di imprese e famiglie in risposta all'aumento dell'inflazione.

Acquisti BCE (APP+PEPP), emissioni nette ed emissioni nette al netto di acquisti trimestrali (Mld euro)



Fonte: BCE, Finanzagentur, Intesa Sanpaolo

Emissioni lorde e nette 2022 di debito a medio-lungo termine: un confronto con il 2020 e 2021 (Mld euro)



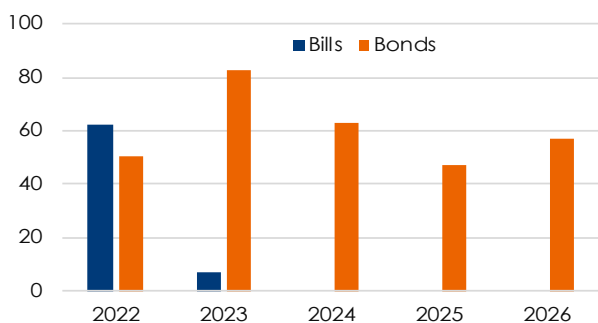
Fonte: Finanzagentur, Intesa Sanpaolo

¹ https://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/user_upload/pressemitteilungen/en/2022/2022-03-03_pm03_Increase_federal_treasury_notes_into_own_holdings_en.pdf

Eventuali **revisioni al rialzo delle emissioni previste nel 2022 eserciteranno pressioni al ribasso sugli swap spread** data la relazione negativa tra swap spread ed offerta di titoli governativi.

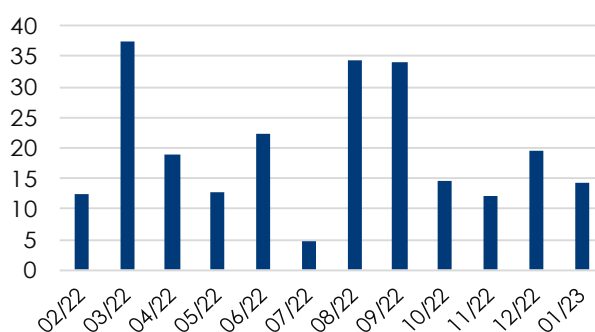
Per quanto riguarda la politica di riduzione di bilancio, a differenza della Federal Reserve che ha stabilito un avvio rapido, la BCE durante l'ultima riunione ha confermato l'orizzonte ancora lungo per i reinvestimenti. I reinvestimenti dei titoli in scadenza continueranno per un periodo prolungato dopo l'inizio del ciclo di rialzo dei tassi, per il programma APP, ed almeno fino alla fine del 2024, per il PEPP. Tra i titoli appartenenti al portafoglio PEPP sono presenti anche titoli a breve termine come i Bubill che erano stati acquistati, in particolare, nella fase iniziale della crisi pandemica con l'obiettivo di normalizzare i tassi del mercato monetario. Secondo le nostre stime, considerando il programma APP e PEPP nell'aggregato, i titoli in scadenza nel 2022 potrebbero aggirarsi intorno ai 110 miliardi suddivisi tra 50 miliardi di titoli a medio-lungo termine e 60 miliardi di euro di Bubill. **Un eventuale anticipazione della fine dei reinvestimenti PEPP nel 2023 creerebbe pressioni al ribasso sugli swap spread.** La domanda di titoli governativi tedeschi diminuirebbe riducendo di conseguenza lo spread.

Previsione scadenze titoli PSPP Germania (APP+ PEPP) (Mld euro)



Fonte: Bundesbank, BCE, Intesa Sanpaolo

Scadenze titoli PSPP APP nei prossimi 12 mesi secondo le stime BCE (Mld euro)



Fonte: BCE, Intesa Sanpaolo

Per stimare il valore dello swap spread 10Y, abbiamo effettuato una regressione lineare utilizzando i dati mensili dal 2011 ad oggi considerando, come variabile legata al ciclo, le aspettative di rialzo tassi di breve termine date dalla differenza tra il quinto ed il primo contratto Future sull' Euribor a tre mesi, come variabili legate all'offerta di titoli governativi tedeschi, il rapporto deficit/Pil della Germania ed il free-float le cui serie mensili sono state ricavate dall'interpolazione lineare dei dati trimestrali. Come variabili legate al credito abbiamo incluso l'indice corporate ITRAXX e lo spread Euribor-€STR OIS a 6 mesi. Le variabili selezionate concorrono a spiegare lo swap spread per il 78% delle osservazioni. Il modello indica come fair value un livello per il Bund swap spread a 10 anni pari a 70 pb, in linea con il livello corrente. In ottica previsionale, abbiamo ipotizzato lo spread tra il quinto ed il primo contratto Future sull'Euribor 3m diminuire maggiormente rispetto a quanto prezzato dai tassi forward, un deficit/pil a -6% a fine 2022 e -2% a fine 2023, coerentemente alle previsioni dello Scenario trimestrale², il free-float ritornare sul livello pre-pandemico a fine 2023, l'indice ITRAXX ritracciare dai livelli attuali scendendo sulla media annuale nello stesso orizzonte temporale. Inoltre, per quanto riguarda l'Euribor-€STR OIS abbiamo ipotizzato un aumento da 14 pb attuali a 20 pb a fine 2023, in base alla relazione con la liquidità in eccesso supposta scendere a 3.6 trilioni di euro a fine 2022 e 2.5 trilioni di euro a fine 2023. Tenuto conto delle ipotesi effettuate, il modello indica uno swap spread ancora su livelli elevati e sopra i 60 pb per i prossimi mesi, con una successiva moderata discesa a 55 pb a fine 2022 che diviene più consistente nel corso del 2023, fino a raggiungere un livello pari a 30 pb a fine dicembre 2023.

² Scenario Macroeconomico Trimestrale - Marzo 2022

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.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 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@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