

Crisi dei periferici: tutto da rifare?

L'instabilità politica italiana, il salvataggio di Cipro ed i nuovi timori di contagio alla Slovenia hanno annullato i progressi registrati dagli spread negli ultimi mesi. Lo spread del BTP vs Bund è ritornato sopra 350 pb un livello che non si vedeva dallo scorso autunno. Il rendimento dei titoli ciprioti è ormai vicino ai massimi degli ultimi anni come pure quelli sloveni. Intanto i rendimenti dei titoli core fanno segnare dei nuovi minimi beneficiando del flight to quality che premia chi sul mercato è percepito come solido e liquido, caratteristiche possedute specialmente dalla Germania. Cipro e Slovenia non sono in grado di contagiare il resto d'Europa, a livello europeo il copione della crisi dei periferici lo scrivono ancora l'Italia e la Spagna. Restiamo ottimisti sulle possibilità di riprendere il trend di chiusura degli spread.

Slovenia: probabile target dell'OMT

Archiviato l'affaire Cipro i riflettori del mercato si sono accesi sulla Slovenia e sui possibili effetti contagio. Il problema fiscale sloveno nasce dalla presenza di contingent liabilities, i.e. debiti non dello Stato ma che possono essere considerati tali in alcune condizioni. Il caso dei debiti bancari ne è un esempio classico: gli Stati sono implicitamente garanti della stabilità dell'intero sistema ragion per cui i mercati tendono ad avvicinare le difficoltà finanziarie di questo settore a quello degli emittenti sovrani. Il nodo vero è quindi il sistema bancario. Il nuovo primo ministro sloveno Alenka Bratušek in carica da poco più di una settimana ha affermato che la Slovenia non è Cipro e di non ritenere necessario il sostegno finanziario dell'Europa. Al di là dell'ennesima lezione di geografia e pur riconoscendo le evidenti differenze sotto il profilo macro, finanziario e fiscale, un'eventuale richiesta di fondi (collocabile tra 1 e 3 mld di euro) per ricapitalizzare il sistema bancario dovrebbe seguire il *template* della Spagna e non quello di Cipro. A differenza di quest'ultimo il sistema bancario sloveno ha dimensioni molto più ridotte (significativamente inferiori alla media europea) e si vorrà evitare di confermare l'aspettativa che il modello di salvataggio adottato a Cipro rappresenti uno standard. In aggiunta, se venisse attivata una facility ESM di acquisti sul mercato primario, anche la BCE potrebbe giocare un ruolo più attivo ed utilizzare l'OMT in un mercato di complessivi 16 mld. I dati sulle scadenze del 2013 sono di circa 1,50 mld di euro di cui 1,42 mld di soli T-bills. Considerando le previsioni di bilancio per il 2013 (5.1% il deficit secondo la Commissione Europea), 1,5 mld di emissioni nette dovrebbero essere sufficienti a coprire il deficit. Nel complesso il funding lordo dovrebbe essere di circa 3 mld (compresi T-bills) una cifra che non dovrebbe essere un problema collocare sul mercato.

Flight to quality: cercando la liquidità e temendo il contagio

I rendimenti dei titoli core, Germania e Francia in primis stanno in questi giorni riavvicinando i minimi assoluti per effetto del *flight to quality* fenomeno che premia chi sul mercato è percepito come solido e liquido. Una quantificazione di questo effetto sui rendimenti rappresenta un arduo compito data la presenza di numerosi fattori non sempre osservabili che in gergo economico prendono il nome di fattori latenti. In breve:

$$y_{it} = \text{Risk free rate}_t + \text{Credit risk premium}_{it} + \text{Liquidity risk premium}_t$$

dove y è il rendimento di un titolo sovrano dell'eurozona. Per calcolare la componente risk free comune a tutti gli emittenti dell'area abbiamo sottratto al rendimento di ciascun emittente il proprio CDS arrivando ad ottenere un rendimento al netto del rischio di credito. Calcolando la media di questi rendimenti risk free abbiamo una stima del tasso risk free medio dell'Area euro¹. Ottenuta questa componente, per individuare la componente di liquidità del singolo emittente

¹ Nel calcolare la media dei rendimenti ex CDS abbiamo assunto (eroicamente) che la media della distribuzione del liquidity premium sia pari a zero.

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 28.03.2013

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

28 marzo 2013

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

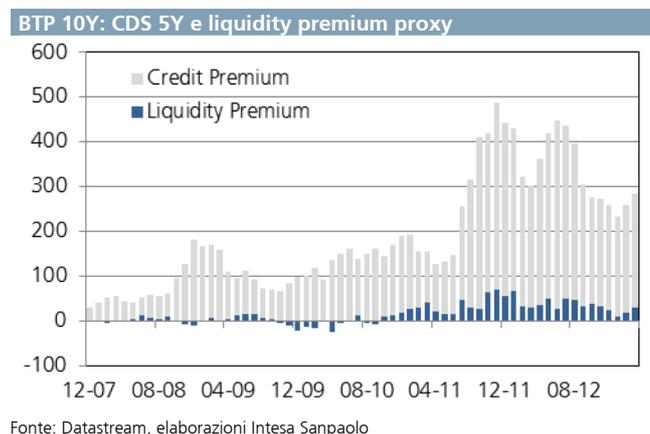
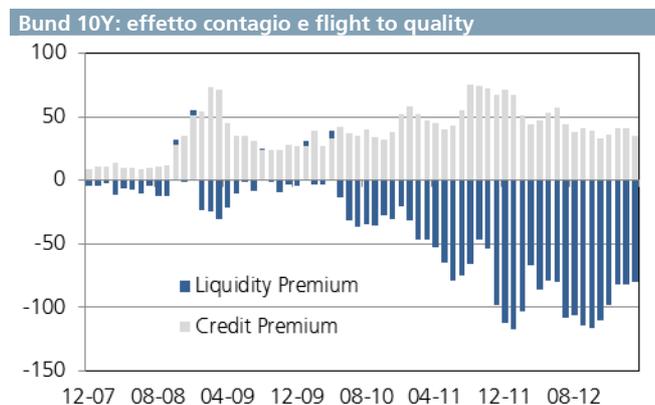
Macroeconomic and
Fixed Income Research

Sergio Capaldi
Fixed Income Strategist

abbiamo usato come proxy del rischio di credito il relativo CDS. La disaggregazione del rendimento tedesco ed italiano è mostrata in figura.

Il grafico mostra l'andamento del CDS a 5 anni e del premio liquidità sul Bund ed il BTP a 10 anni. Il CDS tedesco si presta inoltre ad una interpretazione come proxy del rischio contagio alla Germania. Il rischio di default non può che essere il riflesso di fattori esterni considerando lo status di tripla A della Germania. Il primo picco del CDS tedesco è attribuibile alla crisi subprime americana ed alle ripercussioni sul sistema finanziario (Lehman fallisce nel settembre 2008). Il calo successivo non si è del tutto compiuto quando scoppia a fine 2009 la crisi greca. Il rialzo continua tra oscillazioni temporanee fino alle dimissioni nel novembre 2011 del Governo Berlusconi. La discesa del CDS tedesco si è interrotta nei primi mesi dell'anno nell'attesa e per l'esito, poi inconclusivo, delle elezioni italiane e degli eventi ciprioti. A dispetto del rientro dei timori di contagio il movente liquidità continua a premiare fortemente il Bund ancora molto lontano dai valori pre-crisi. Al culmine della crisi nell'autunno del 2011 il Bund è arrivato a beneficiare per la ricerca di liquidità degli investitori di oltre 110 pb di riduzione dei propri rendimenti. L'instabilità politica italiana e la crisi di Cipro potrebbero poi aver mantenuto elevato l'effetto flight to liquidity su valori fermi dall'inizio dell'anno a circa 80 pb.

Nel complesso, la crisi dei periferici starebbe ancora oggi favorendo la Germania con un effetto negativo sul rendimento del proprio decennale di circa 45 pb, disaggregabili in circa -80 pb dovuti al premio di liquidità e + 35 pb dovuti al rischio dell'effetto contagio. Il comportamento del *liquidity premium* italiano segnala molto chiaramente la recente inversione del trend di mercato riguardo l'Italia. Dopo mesi di graduale recupero questa componente, particolarmente sensibile all'avversione al rischio degli investitori, è ritornata a salire segnalando il raffreddamento dell'ottimismo sull'epilogo della crisi.



Lo spread e l'incertezza politica

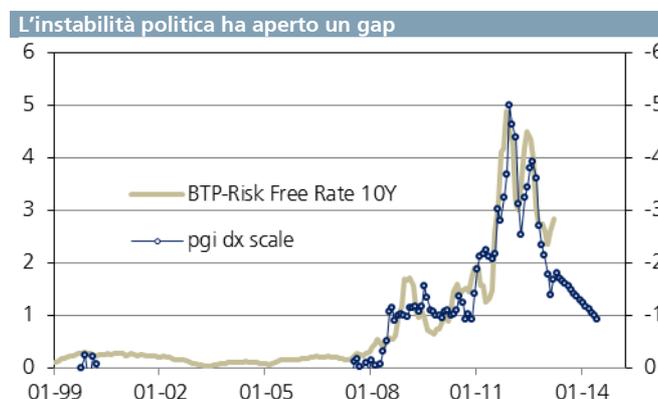
L'evoluzione della crisi appare sempre più legata alle vicissitudini dell'Italia. Il ritrovato accesso al mercato per Irlanda e Portogallo avrebbe potuto rappresentare l'*happy end* della crisi considerando Cipro poco più che un colpo di coda della crisi greca. Il premio al rischio liquidità incorporato dal BTP a raggiunto un minimo locale a gennaio 2013 toccando livelli del tutto fisiologici per il nostro mercato. L'incertezza creata dall'esito inconcludente delle elezioni politiche dello scorso febbraio ha interrotto ed invertito il processo di chiusura degli spread. La variabile politica continuerà ad occupare un ruolo centrale nella valutazione del rischio degli investitori sin tanto che non si sarà formato un nuovo esecutivo.

Assumendo uno scenario di formazione di un Governo "a progetto" e dalle caratteristiche riformatrici, l'Italia dovrebbe recuperare credibilità sul mercato e scongiurare l'avvitamento della crisi. Detto ciò resterà sotto stretta osservazione sin quando non si sarà riusciti a coniugare insieme consolidamento di bilancio e crescita economica. Il tema della sostenibilità dei saldi di finanza pubblica ha assunto infatti un ruolo centrale negli ultimi anni. La sostenibilità fiscale è una variabile latente, ciò significa che non è possibile una osservazione diretta del fenomeno ma solo una misurazione indiretta.

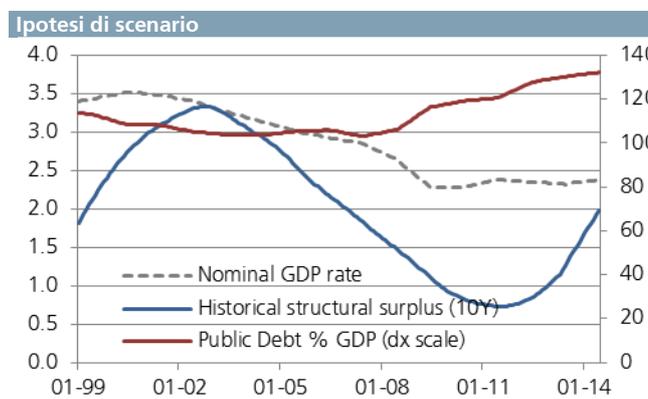
La definizione di un indicatore in grado di quantificare questa variabile è complicata dalle molteplici definizioni esistenti. Se in linea di principio una politica fiscale sostenibile assicura la solvibilità dell'emittente nel corso del tempo sono possibili diverse formalizzazioni alternative corrispondenti ad altrettante misurazioni. Una rassegna esaustiva delle diverse metodologie è contenuta in Balassone e Franco (2000 Bdl).

Nella scelta e formulazione di un indicatore di sostenibilità abbiamo privilegiato un criterio minimalista che privilegiasse la semplicità interpretativa. Dalla legge di moto del debito abbiamo calcolato l'avanzo primario strutturale necessario a stabilizzare il debito e lo abbiamo confrontato con l'avanzo storico registrato in media negli ultimi dieci anni. Questo indicatore offre una metrica per misurare la distanza tra ciò che è necessario a stabilizzare il debito e ciò che è verosimilmente alla portata del policy maker. Seguendo la terminologia di Blanchard (1990) chiameremo questo indicatore con l'acronimo pgi (*primary gap indicator*).

Secondo questa proxy valori negativi del pgi determinano l'aspettativa di un aumento non transitorio del debito indicativo di una *stance* fiscale non sostenibile nel lungo periodo. Un valore nullo implicherebbe la stabilizzazione del debito sui livelli correnti mentre valori positivi sono indicativi di un calo dell'indebitamento.



Fonte: Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'andamento del pgi da quando ha iniziato a segnalare instabilità dei conti pubblici (da quando cioè è entrato in territorio negativo) è stato fortemente correlato con il BTP. Il recente allargamento post elettorale degli spread più che dovuto ad un ulteriore deterioramento dei fondamentali appare legato alle incertezze politiche domestiche ed al contesto europeo ed internazionale. Sulla base di uno scenario di crescita potenziale (nominale) al 2,4%, un costo di rifinanziamento marginale invariato dai livelli correnti, una sostanziale stabilizzazione del debito al 132% ed un avanzo primario di lungo periodo in aumento verso il 2% lo spread del BTP verso il tasso risk free richiederà un anno per poter scendere verso i 100 pb. Assumendo un livello del Bund a 1,7% ciò implicherebbe un rendimento per il BTP sotto il 3% ad aprile 2014.

Il rischio principale di questa previsione ha a che vedere con una riedizione delle elezioni con la stessa legge elettorale e/o con la formazione di un governo bloccato dai veti incrociati dei partiti.

In entrambi i casi è ragionevole assumere che il mercato possa diventare progressivamente più inquieto. I meccanismi di salvaguardia finanziaria costruiti in Europa negli ultimi due anni assumono l'esistenza di un Governo in grado di assumersi delle responsabilità. Il circolo virtuoso creato dalla minaccia dell'OMT non sarebbe in grado di funzionare se la crisi politica dovesse trascinarsi a lungo. Nel complesso sebbene la via di uscita della crisi potrebbe non essere lontana, il complicarsi del quadro politico rende il processo meno lineare e prevedibile.

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasnpaolo.com

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 Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del NASD). 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. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FSA 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.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. 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. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. hanno posto in essere una "Joint Conflicts Management Policy" per gestire con efficacia i conflitti di interesse che potrebbero influenzare l'imparzialità di tutta la ricerca e garantire ai fruitori della loro ricerca l'imparzialità della valutazione e delle previsioni contenute nella ricerca stessa. Una copia di tale Policy può essere richiesta per iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., 90 Queen Street, London EC4N 1SA.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse ("Research Policy"). La Research Policy è chiaramente esposta nell'apposita sezione del sito web di Banca IMI (www.bancaimi.com).

Le società del Gruppo Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti e/o le rispettive famiglie possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o di altro tipo.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ad Investitori Istituzionali Qualificati negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente ad investitori istituzionali come definiti nell'art. 31 del Regolamento Consob no. 11522 del 01.07.1998 in formato elettronico e/o cartaceo.

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'FSA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Qualified Institutional Investors' ai sensi dell'US Securities Act del 1933. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

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.