

La *reconquista* portoghese

La crisi politica portoghese sembra per il momento risolta, ma i problemi concreti di gestione del programma di aggiustamento fiscale restano sul tappeto.

Il mercato potrà trarre beneficio nel breve termine dalla riduzione del rischio politico, ma la valutazione dei rischi macroeconomici impedirà una chiusura dello spread oltre i minimi già realizzati.

L'ipotesi di richiesta di un programma precauzionale che subentri a quello in scadenza a luglio 2014 ci sembra comunque prematura: se ci sarà ripresa del ciclo, le curve dei rendimenti governativi dei paesi periferici euro e non solo quella portoghese, potranno avviarsi verso una vera normalizzazione.

Da un punto di vista operativo, riteniamo preferibili posizioni di steepening sulla curva portoghese sul tratto 5/10 anni che risultano meno esposte al rischio emittente rispetto a posizioni in spread.

Il rischio di nuove elezioni in Portogallo sembra essere stato per ora cancellato dalla disponibilità del presidente Silva di accettare un rimpasto di Governo, sempre guidato da Passos Coelho, dopo aver preso atto dell'indisponibilità del Partito Socialista a formare un Governo di larghe intese. Se la questione politica sembra per il momento risolta, i problemi concreti di gestione del programma di aggiustamento fiscale restano sul tappeto.

Gli effetti sul mercato obbligazionario della crisi politica sono stati limitati: il benchmark decennale portoghese ha perso circa 40pb rispetto al BTP decennale e 50pb rispetto al Bund a 10 anni. Diversa è la valutazione della dinamica dello spread se si considera che da metà marzo, quando il Portogallo ha rivisto al rialzo gli obiettivi di finanza pubblica, ad oggi lo spread contro Bund si è allargato di 140pb, da un minimo di 380pb. Il mercato potrà trarre beneficio nel breve termine dalla riduzione del rischio politico, ma la valutazione dei rischi macroeconomici impedirà una chiusura dello spread oltre i minimi già realizzati.

Circoscritta la crisi politica, restano i problemi di consolidamento fiscale

Gli eventi recenti hanno fatto slittare l'ottava revisione del programma di aggiustamento a fine agosto/inizio settembre rispetto al termine originario di metà luglio. I progressi compiuti finora dal Portogallo in termini di risanamento delle finanze pubbliche sono rilevanti: nonostante una contrazione del PIL pari al 3,2%, il deficit è stato ridotto nel 2012 al 6,4% del PIL dal 9,9% all'inizio del programma nel 2010 (da 17 miliardi di euro a 10,6 miliardi di euro) e il disavanzo primario è stato corretto nello stesso periodo dal 7% al 2% del PIL. Il deterioramento delle prospettive di ripresa e l'effetto trascinamento del 2012 hanno generato un gap fiscale dell'1% del PIL, che ha spinto il Governo a correggere, con l'avvallo dell'UE/IMF, l'obiettivo di deficit al 5,5% del PIL nel 2013, al 4% nel 2014 e al 2,5% del PIL nel 2015. Ad alleggerire l'entità del consolidamento fiscale da realizzare, l'Unione europea ha concesso al Portogallo (e all'Irlanda) l'allungamento della durata dei prestiti da una media di 12,5 a 19,5 anni così da smussare il profilo dei rimborsi e ridurre le necessità di rifinanziamento all'uscita del programma di assistenza. Secondo lo scenario della Commissione Europea la dinamica di spese ed entrate a politiche invariate rivela uno scostamento del 3,2% del PIL rispetto all'obiettivo concordato.

Per quest'anno inoltre esiste il rischio che la recessione si riveli più forte di quanto previsto dato che ad oggi la media delle previsioni private di Bloomberg indica una contrazione del PIL del 2,7% contro un 2,3% dell'UE/IMF e un 2% della Banca centrale portoghese. I rischi sulla crescita sono incrementati inoltre dalla struttura dell'aggiustamento che dovrebbe essere concentrato dal lato della spesa: nella settima review al paese viene indicato per il biennio 2013-2014 un risparmio di spesa del 2,9% del Pil, di cui 2% nel 2014. Secondo i risultati della

23 luglio 2013

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e RicercheMacroeconomic and
Fixed Income ResearchChiara Manenti
Fixed Income Strategist

letteratura recente sui moltiplicatori fiscali, il Portogallo è tra i paesi che per alto livello del debito ha un moltiplicatore della spesa ben superiore all'unità e ciò mette a rischio la riuscita del consolidamento fiscale stesso¹.

Gli esercizi di medio-lungo termine svolti dall'IMF ci dicono inoltre che la strada verso la sostenibilità del debito è ancora in salita per il Portogallo. Il debito dovrebbe infatti raggiungere il massimo al 124% del PIL a fine 2014, ma ciò presuppone:

- 1) di realizzare misure one-off di riduzione del debito pari al 6,9% del PIL nel 2013: la riduzione del debito al 122,9% quest'anno dal 123,6% del PIL nel 2012 si basa su manovre di carattere finanziario tra cui la riallocazione di attività estere in titoli di Stato da parte del Social Security Fund, l'utilizzo di liquidità del Tesoro (5,9% del PIL) e il trasferimento di azioni di una banca pubblica, CGD, alla società Parapubblica, controllata dallo Stato ma esterna al settore pubblico;
- 2) di portare il bilancio primario in avanzo di più di circa mezzo punto percentuale di PIL dal disavanzo di 1,1% atteso nel 2013;
- 3) di avere di nuovo accesso al mercato a tassi a 10 anni al 5%, ipotesi eroica se si considera che l'uscita dall'attuale programma avverrà con un debito ancora in aumento e con il rischio di instabilità politica.

Indicatori fiscali (% del PIL)								
	2012	2013 F	2014 F	2015 F	2016 F	2017 F	2018 F	2018 F
General Government balance	-6.4	-5.5	-4	-2.5	-1.9	-1.6	-1.1	
Primary Government balance	-2	-1.1	0.4	1.8	2.4	2.8	3.2	
Structural balance	-4	-3.2	-1.6	-1.1	-1.1	-1.2	-1.1	
Structural primary balance % potential GDP	0.3	1	2.5	3.1	3.1	3.2	3.2	
Interest General Government Debt	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4	4.4	
Real GDP	-3.2	-2.3	0.6	1.5	1.8	1.8	1.8	

Fonte: FMI, Intesa Sanpaolo



Fonte: FMI, Intesa Sanpaolo

Dal 2014 in poi l'avanzo primario necessario a ridurre il debito secondo programma sale dall'1,8% del PIL nel 2015 al 3,3% in media nel lungo termine, sotto l'ipotesi di una crescita nominale pari al 4% (2% di PIL reale e 2% di inflazione). Lo scenario di base resta inoltre, secondo le simulazioni dell'IMF (grafico sopra), estremamente sensibile ad eventuali shock negativi, soprattutto se si verificasse una combinazione degli stessi: a) una minore crescita di 5 punti percentuali nel triennio 2013-2015 farebbe aumentare il debito di 7 punti al 131,5% del PIL; b) un aumento istantaneo dei tassi d'interesse di 400pb così come una riduzione del tasso di crescita potenziale dal 2% all'1% non avrebbero un impatto immediato ma peggiorerebbero la stima di riduzione del debito di 5 punti percentuali nel 2020; c) la realizzazione delle *contingent liabilities* esistenti, pari al 15% del PIL, porterebbe immediatamente il debito al 140% del PIL.

¹ European Commission, Report on Public finances in EMU, European Economy 4- 2012.

Mercato primario: testare l'appetito degli investitori esteri con limitati rischi di esecuzione delle aste

Dopo la ricomposizione della crisi politica il prossimo passo per il Portogallo sarà quello di riaprire il mercato primario. L'agenzia per la gestione del debito portoghese, IGCP, ha già annunciato per il terzo trimestre di quest'anno l'intenzione di pubblicare un normale calendario di aste dopo che le prime due emissioni dell'anno si sono svolte tramite sindacato di collocamento.

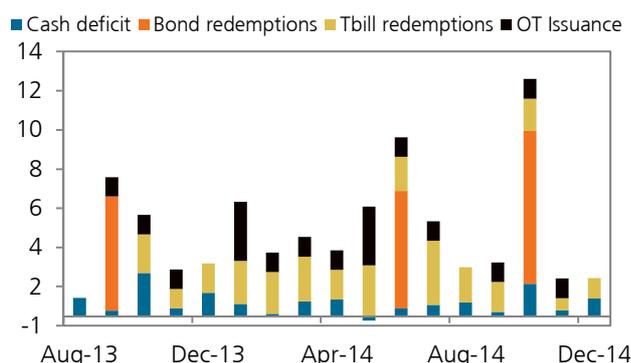
2013 – Emissioni previste (Mld di euro, dati storici fino a giugno)

Portugal	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Total
Gross issuance	2.5				3.0				1.0	1.0	1.0		9
3 year											1.0		1
5 year	2.5									1.0			4
10 year					3.0				1.0				4
15 year													
30 year													
Eurobond													
Redemptions	0.1								5.8				5.9
Net issuance	2.4				3.0				-4.8	1.0	1.0		2.6

Fonte: IGCP, Bloomberg, Intesa Sanpaolo .

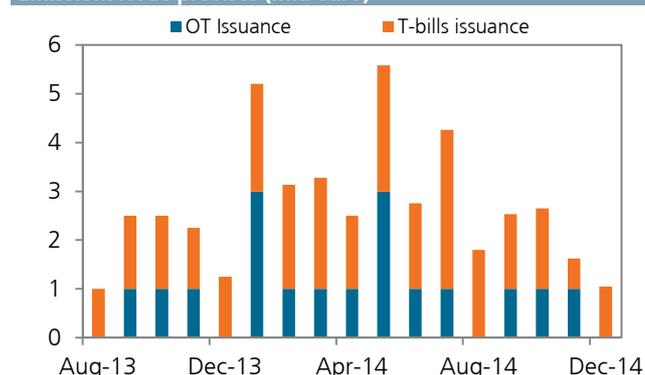
Ciò potrebbe essere utile al Portogallo per iniziare a testare l'appetito degli investitori esteri con limitati rischi di esecuzione delle aste: in passato infatti le aste di OT avvenivano su base mensile per importi in media pari a 1 miliardo di euro, preferibilmente su due titoli. Importi di queste dimensioni potrebbero essere facilmente assorbiti anche dagli investitori istituzionali domestici, ma servirebbero anche a sondare la disponibilità degli investitori istituzionali esteri a ritornare ad investire sul paese. Se a partire da settembre venissero svolte tre aste mensili per un totale di 3 miliardi (dicembre è un mese tradizionalmente di sospensione delle aste per il Portogallo) le necessità di finanziamento del 2014 potrebbero scendere a 17 miliardi di euro, assumendo un rollover dei T-bill come nel programma UE/IMF. Un calendario per il 2014 che come quest'anno preveda una/due emissioni gestite tramite sindacato per un totale di 6 miliardi di euro lascerebbe spazio ad un calendario d'aste mensili contenute nell'ordine di 1 miliardo di euro ciascuna.

Necessità di rifinanziamento (previsioni, Mld euro)



Fonte: IGCP, Bloomberg, Intesa Sanpaolo .

Emissioni lorde previste (Mld euro)



Fonte: IGCP, Bloomberg, Intesa Sanpaolo .

Rischi per il mercato nel medio termine

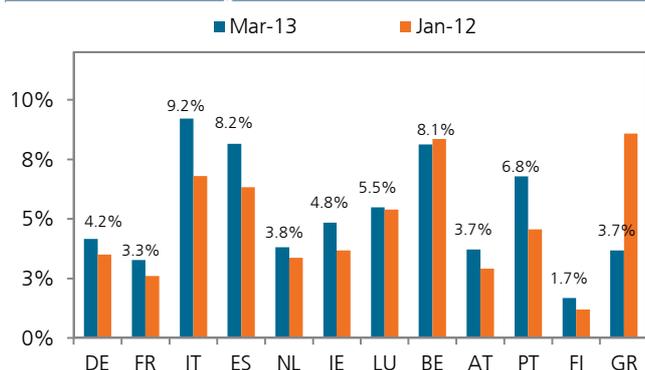
Il principale rischio di breve termine è legato alla necessità di procedere con lo svolgimento dell'ottava revisione del programma di assistenza e di definire il budget per il 2014, che includerà nuove misure di austerità, la cui composizione è stata il principale oggetto di scontro

tra partiti di maggioranza e opposizione². In concomitanza con questi eventi a fine settembre si svolgeranno le elezioni locali, che potrebbero consolidare l'attuale tendenza che emerge dai sondaggi di un vantaggio del partito socialista e riportare a galla lo scenario di elezioni anticipate.

Questi eventi coincideranno con lo svolgimento delle prime aste di OT. I dati relativi alla composizione dei portafogli delle banche europee (dati BCE) mostrano che le banche portoghesi hanno incrementato significativamente la quota investita in titoli governativi sul totale dell'attivo, passata dal 4,6% del gennaio 2012 al 6,8% del marzo 2013. Questo incremento è il più elevato tra quello dei paesi euro fatta eccezione solo per l'Italia (da 6,8% a 9,2% nello stesso periodo). Il supporto alle aste delle banche portoghesi potrebbe quindi essere sufficiente per arrivare a fine 2013, ma per supportare il finanziamento del prossimo anno sarà necessario il contributo del settore estero.

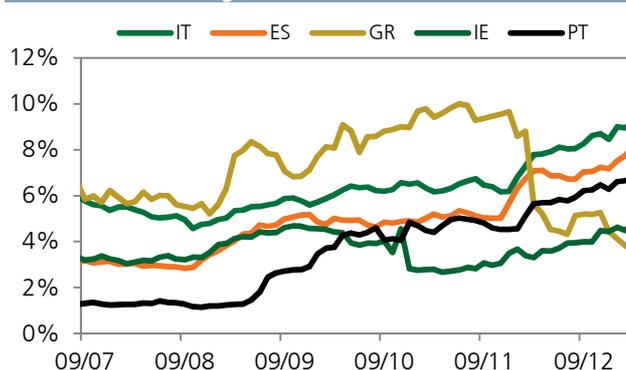
L'ipotesi di richiesta di un programma precauzionale che subentri a quello in scadenza a luglio 2014 ci sembra prematura: se ci sarà ripresa del ciclo, le curve dei rendimenti governativi dei paesi periferici euro e non solo quella portoghese, potranno avviarsi verso una vera normalizzazione.

IFM Area euro: titoli governativi % su tot. Attività



Fonte: BCE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo .

IFM Area euro: titoli governativi % su tot. attività



Fonte: BCE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo .

Da un punto di vista operativo, riteniamo preferibili posizioni di curva che risultano meno esposte al rischio emittente rispetto a posizioni in spread. In particolare la curva degli OT portoghesi si presenta ancora molto piatta sul tratto 5/10 anni. Lo spread 5/10 anni si è allargato a 53pb spot da un minimo di 18pb nel momento di massimo stress a metà luglio, ma è ancora ben al di sotto di un valore di equilibrio coerente con un rendimento a 10 anni al 6% stimato in area 85pb. Il carry a 3 mesi di una posizione di steepening 5/10 anni OT è negativo per 11pb.

² Le misure correttive presentate dal Governo in carica ammontano a 1,1 mld di euro nel 2013 e 3,3 mld di euro nel 2014, per un totale di 4,7 miliardi di euro, suddivisi tra interventi sul pubblico impiego (2,17 Mld), sulle pensioni (1,3 mld) e sui consumi intermedi (300 mln).

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@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasanpaolo.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.