

21 Giugno 2022

Impatto del rischio tasso e credit spread sugli strumenti obbligazionari alla luce dei recenti sviluppi di mercato

Angelo Dipasquale, CIIA – MBA



Impatto del rischio tasso e credit spread sugli strumenti obbligazionari alla luce dei recenti sviluppi di mercato

- Interest rate risk: il principale fattore del recente re-pricing sul mercato obbligazionario
- Credit spread risk: i principali driver della recente variazione del credit risk premium sul mercato obbligazionario corporate europeo e le potenziali evoluzioni
- I principali messaggi sul settore bancario domestico «quotato» dal 1Q22
- Conclusioni

Interest rate risk: il principale fattore del recente re-pricing sul mercato obbligazionario

Magnitudo dell'incremento dei tassi risk-free vs credit spreads nell'ambito della *price action* del mercato obbligazionario «governativo» YTD:

- Interest Rate Risk

Tenor	German Govt. Bond Yield Curve			€ IRS Curve		
	June 2022	January 2022	Δ Yield multiple YTD	June 2022	January 2022	Δ Yield multiple YTD
2yrs	1,15%	-0,68%	2,7	2,00%	-0,30%	7,7
10yrs	1,75%	-0,20%	9,8	2,60%	0,32%	7,1

Source: Bloomberg, EQUITA SIM SPA

- Government Spread Risk

Average Spread 2yrs maturity vs German Govt. Bond curve

Issuer	June 2022	January 2022	Δ Credit Spread multiple YTD
France	8	8	0,0
Netherlands	8	1	7,0
Spain	50	7	6,1
Italy	123	53	1,3

Source: Bloomberg, EQUITA SIM SPA

Average Spread 10yrs maturity vs German Govt. Bond curve

Issuer	June 2022	January 2022	Δ Credit Spread multiple YTD
France	60	35	0,7
Netherlands	36	15	1,4
Spain	123	70	0,8
Italy	235	133	0,8

Source: Bloomberg, EQUITA SIM SPA

Interest rate risk: il principale fattore del recente re-pricing sul mercato obbligazionario

Magnitudo dell'incremento dei tassi risk-free vs credit spreads nell'ambito della *price action* del mercato obbligazionario «corporate» europe YTD:

- Interest Rate Risk

Tenor	German Govt. Bond Yield Curve			€ IRS Curve		
	June 2022	January 2022	Δ Yield multiple YTD	June 2022	January 2022	Δ Yield multiple YTD
2yrs	1,15%	-0,68%	2,7	2,00%	-0,30%	7,7
10yrs	1,75%	-0,20%	9,8	2,60%	0,32%	7,1

Source: Bloomberg, EQUITA SIM SPA

- Credit Spread Risk

Asset class	Average Credit Spread		Δ Credit Spread multiple YTD
	June 2022	January 2022	
Investment grade	158	98	0,6
High Yield	465	331	0,4
Senior financials	141	85	0,7
Tier 2 financial	239	146	0,6
Additional Tier 1	390	294	0,3

Source: Bank of America, EQUITA SIM SPA

I segmenti di mercato «corporate» europeo che hanno maggiormente subito l'impatto dell'Interest rate e Credit spread risk

- I principali elementi che influiscono sulla correlazione tra tasso di inflazione (attuale ed atteso) e rendimenti dei corporate bonds sono il **livello assoluto degli yield dei titoli** e la **relativa duration**.

Totale Return Performance

<i>Asset class</i>	YTD	3m	12m
<i>Investment grade</i>	-9,7	-6,2	-10,0
<i>High yiled</i>	-8,8	-2,9	-8,4
<i>Senior financials</i>	-7,3	-4,3	-7,6
<i>Tier 2 financial</i>	-9,2	-4,2	-9,2
<i>Additional Tier 1</i>	-8,8	-0,3	-7,8

Source: Bank of America, EQUITA SIM SPA

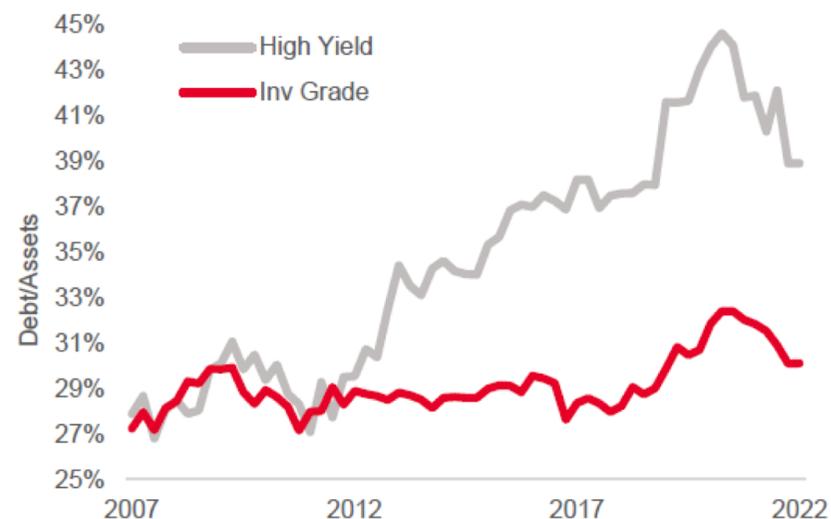
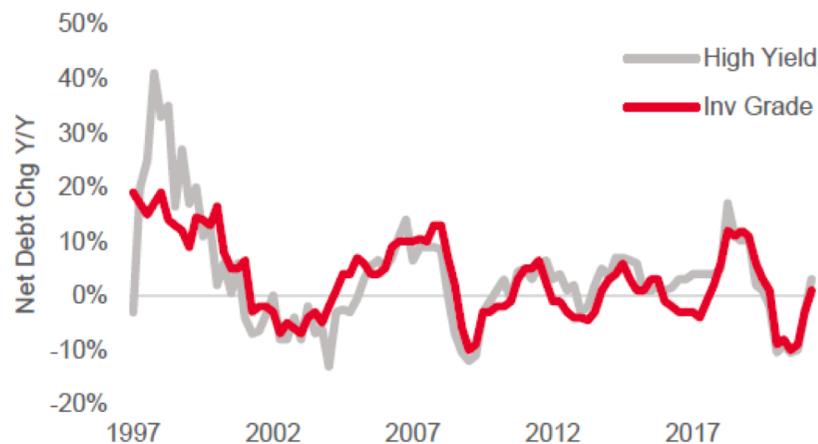
- I segmenti di mercato che hanno registrato la **peggior performance in termini di Total return negli ultimi 12 mesi** sono stati:
 - IG Senior Non-financial** → a causa della elevata duration media e del basso peso medio dei credit spread rispetto alla componente tasso risk-free
 - Subordinati bancari Tier 2** → a causa del notevole aumento dell'extension risk e la relativa decompressione dei credit spread
- I segmenti di mercato **più «difensivi» negli ultimi 12 mesi** sono stati:
 - Senior financials** → grazie ad una duration media non elevata e rating tendenzialmente IG
 - Additional Tier 1** → grazie ad un extension risk ancora moderato ed un elevato peso medio dei credit spread rispetto alla componente tasso risk-free

Credit spread risk: i principali driver della recente variazione del credit risk premium sul mercato obbligazionario «corporate» europeo e le potenziali evoluzioni

➤ I fondamentali degli emittenti tornano a giocare un ruolo chiave in termini valutativi

- Tassi di crescita del GDP rivisti al ribasso per il 2022-2023, anche a causa del conflitto Russia-Ucraina
- Crescita futura degli utili aziendali potenzialmente inferiore a quella del GDP rispetto al passato
- Elevata pressione sui margini operativi a causa dell'aumento dei prezzi dei fattori produttivi
- Potenziale aumento della leva finanziaria a causa dei maggiori investimenti per la transizione energetica

Non-financial issuers IG & HY – Net debt and leverage

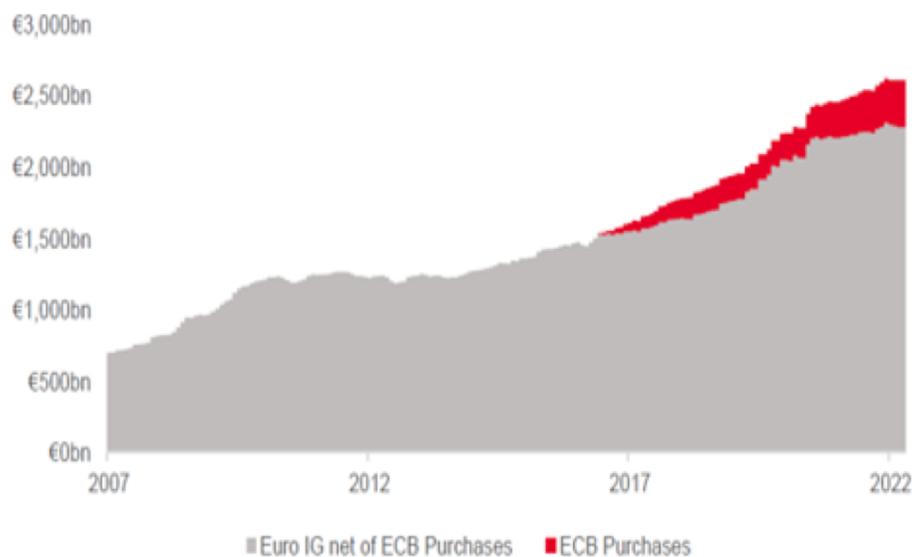


Source: SG Cross Asset Research/Credit

Credit spread risk: i principali driver della recente variazione del credit risk premium sul mercato obbligazionario «corporate» e le potenziali evoluzioni

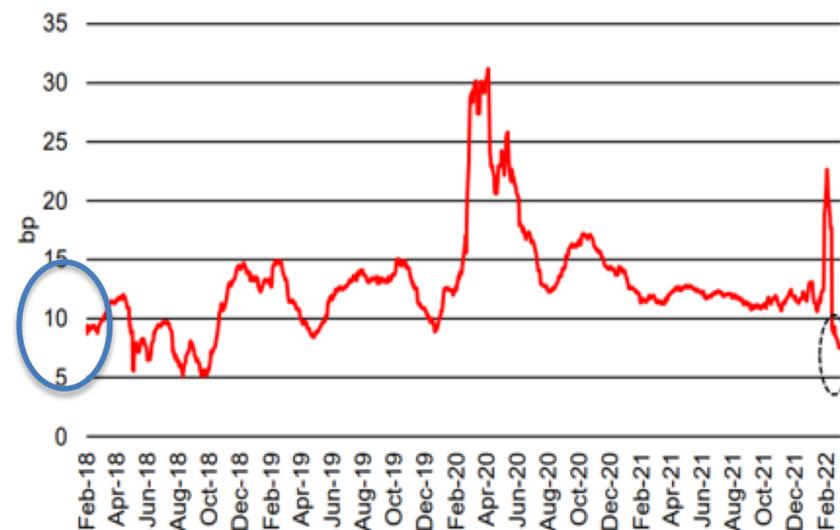
- **Market conditions: gli operatori privati di mercato tornano i veri protagonisti**
 - Termine dei programmi APP/PEPP di ECB. I reinvestimenti nei prossimi 12 mesi stimati in circa €307 miliardi
 - Country risk: riemerge il rischio “frammentazione” in Europa, pur se sotto stretta attenzione di ECB
 - Volatilità destinata a perdurare con rischi al rialzo per la componente credit spread
 - Importante riduzione dell’attività di warehousing da parte dei market dealers
 - Aumento del premio per la illiquidità sul mercato

ECB owns an eighth of the Euro IG credit market



Source: SG Cross Asset Research/Credit

Corporate credit is pricing in the end of CSPP purchases



Source: IHS Markit, ECB, UniCredit Research

Credit spread risk: i principali driver della recente variazione del credit risk premium sul mercato obbligazionario «corporate» e le potenziali evoluzioni

➤ Potenziali evoluzioni di mercato

○ New supply

Nonostante la buona partenza del 2022, il mercato primario ha rallentato vistosamente dopo lo scoppio del conflitto Russia-Ucraina.

○ Potenziale switch da corporate bonds a EGB

Potrebbe essere sottovalutata la complessità del passaggio da un mercato in cui ECB è stato il principale compratore ad una situazione di normalità in cui sono gli operatori privati a determinare i prezzi di mercato.

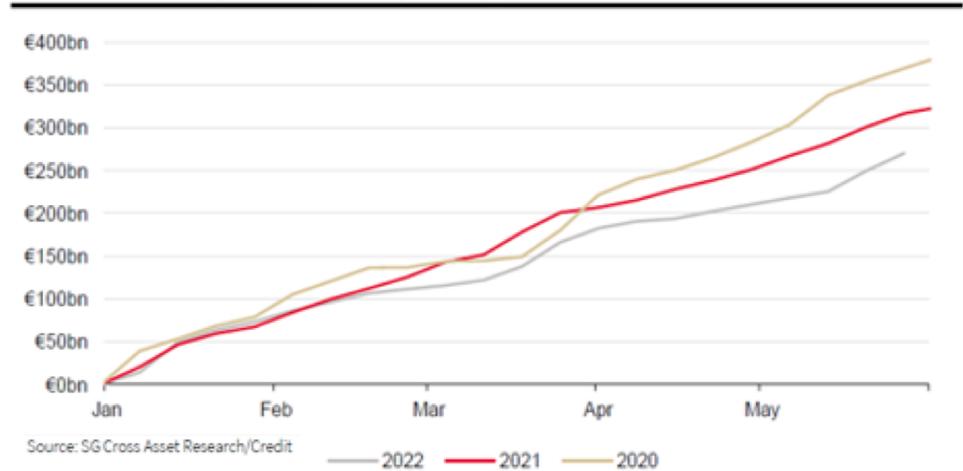
○ Stima futura evoluzione dei credit spread

Il rischio di un ulteriore allargamento dei credit spread e di un aumento della loro volatilità nei prossimi 12-18 mesi è concreto.

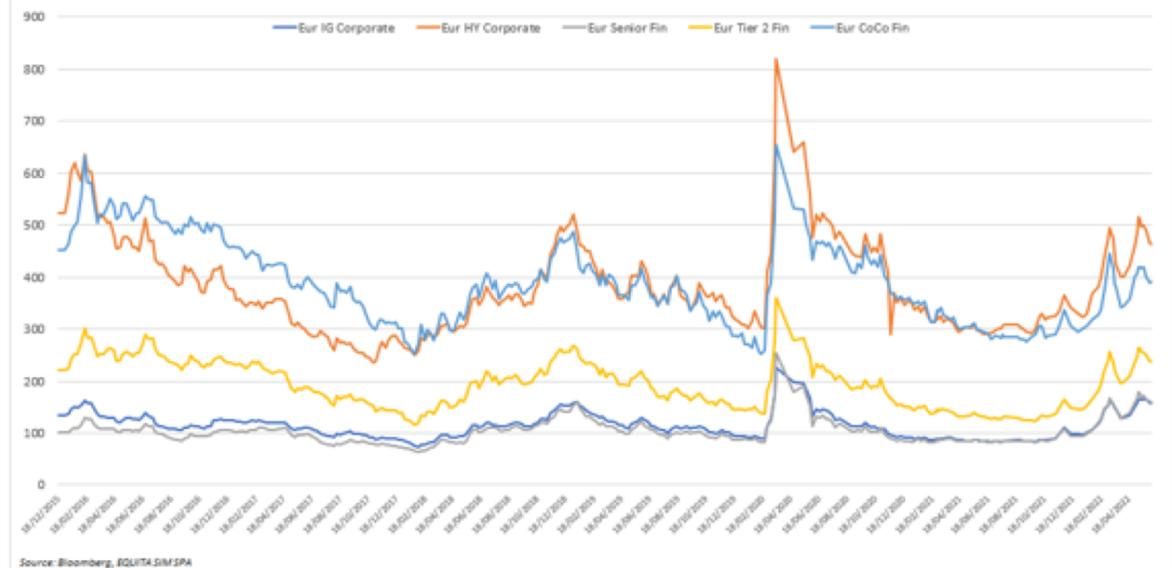
○ Sector recommendations

- Banking sector
- Utilities
- Telecoms

Overall volumes drop behind previous years' volumes



European corporate bond credit spread evolution by market segment



Credit spread risk: il settore bancario domestico

➤ I principali messaggi sul settore bancario domestico «quotato» dal 1Q22

○ Profitability

Sul fronte dei ricavi, la dinamica delle **commissioni (+5% YoY)** è ancora favorevole, mentre il **NII dovrebbe beneficiare di un aumento dei tassi di interesse**, non ancora visibile nei risultati del 1Q22 e solo leggermente incorporato nel consenso di mercato.

○ Asset quality

Il profilo dell'Asset quality è ulteriormente migliorato, con un **NPE Ratio medio lordo al 3,8% (-10bps QoQ) ed un NPE coverage invariato**. A fronte di un deterioramento dello scenario macro le LLP potrebbero tuttavia registrare un incremento nei prossimi trimestri.

○ Capital position

Il trimestre ha fornito indicazioni confortanti anche sulla capital position, con un **CET1 medio al 13,7% (-48bps QoQ)**, mantenendo un solido buffer medio di 515bps rispetto ai requisiti SREP. La riduzione è da attribuire sia ad un incremento delle RWA (+1.3% QoQ) e sia ad una riduzione organica del CET1.

○ Country risk

A livello settoriale, **l'ammontare di titoli di Stato nazionali detenuti dalle banche rispetto al CET1 è di poco superiore al 100%**, un livello che si può considerare adeguato, anche se il quadro appare piuttosto eterogeneo (range 75%-275% min/max). Tale rapporto in netta riduzione rispetto al 170% del 2016.

○ M&A

Il tema M&A è un importante catalyst anche dal punto di vista del «credito», in quanto è fondamentale per avere players maggiormente comparabili con i *best in class* a livello europeo.

Conclusioni

➤ Interest rate risk

- Al netto di ulteriori possibili movimenti inattesi dell'inflazione, i tassi risk-free incorporano attualmente i prossimi aumenti dei tassi da parte delle banche centrali.
- La magnitudo e la rapidità del movimento di aumento dei tassi risk-free sono la principale causa della performance negativa dei mercati obbligazionari da inizio anno.

➤ Credit spread risk

- La conclusione dei programmi APP/PEPP di ECB, per quanto prevista e già prezzata in buona parte del mercato, potrà determinare nel breve termine elevata volatilità degli spread governativi e dei corporate bond con rischi di un ulteriore rialzo.
- Ai rendimenti attuali di mercato, un importante travaso di investimenti dal segmento corporate a quello governativo potrebbe causare un ulteriore incremento dei credit spread dei primi.
- I fondamentali degli emittenti corporate tornano ad essere, dopo la lunga fase dei tassi negativi e dei programmi APP/PEPP, l'elemento di maggiore attenzione in termini valutativi del credit risk rispetto ad altre metriche prettamente di mercato.

Grazie per l'attenzione



Equita SIM S.p.A. - Via Turati,9-20121 Milano
Tel +39 02 6204.1 - Fax +39 02 29001208/1202
equita@equita.eu - www.equita.eu

