

22 Giugno 2021

**Evoluzione del credit risk nell'ambito degli strumenti obbligazionari in funzione delle politiche monetarie non convenzionali adottate nel contesto pandemico ed un confronto con le aspettative su tassi risk-free ed inflazione**

Angelo Dipasquale, CIIA – MBA



## **Evoluzione del credit risk degli strumenti obbligazionari**

Overview dei programmi di acquisto APP e PEPP di ECB

Impatto delle politiche monetarie e fiscali europee sulla performance del Mercato obbligazionario Corporate

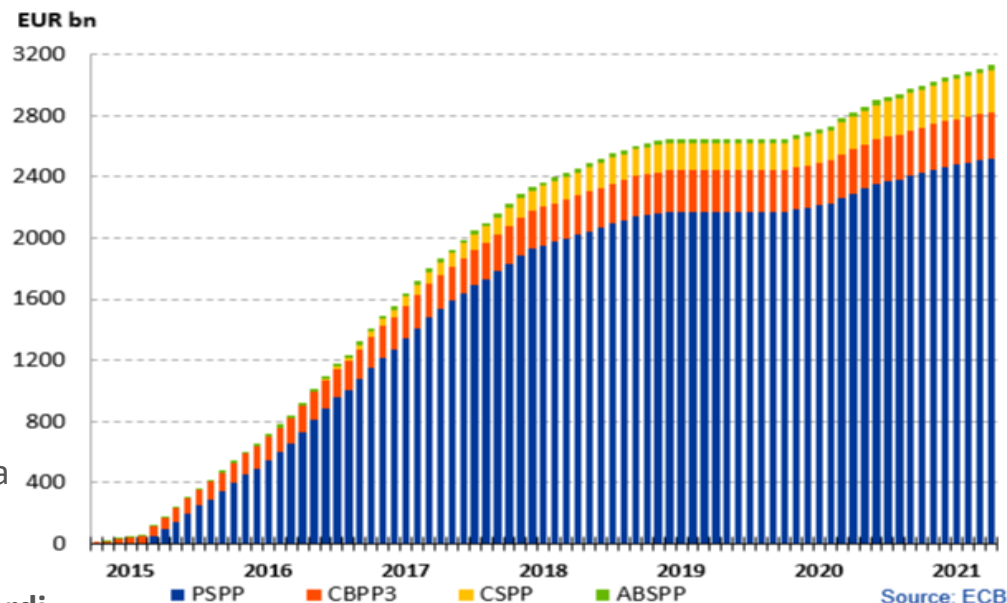
Evoluzione attesa del funding per gli emittenti Corporate a livello europeo e domestico

Impatto potenziale del rischio inflazione sulla performance degli strumenti «corporate»

Conclusioni

## Overview dei programmi di acquisto APP e PEPP di ECB

- Lo stock di titoli dell'**Asset Purchase Programme** (APP) dell'Eurosistema ammonta a **€3,148 miliardi** a maggio 2021, di cui **oltre €276 miliardi nel segmento Corporate Sector Purchase Programme** (CSPP).
- Da novembre 2019 il programma di acquisti APP ha ripreso ad un ritmo di €20 miliardi su base mensile.
- Un **ammontare addizionale di €120 miliardi complessivi** è stato deliberato da ECB nel marzo 2020 come prima risposta all'emergenza Covid-19.
- Nei prossimi 12 mesi andranno a scadenza oltre €272 miliardi di titoli** i cui *proceeds* saranno reinvestiti, di cui €14,6 miliardi di Corporate bonds.
- Nel **segmento CSPP** gli acquisti sono stati per il 22% sul Mercato primario (€60 miliardi) e per il 78% sul Mercato secondario (€216 miliardi).



### Eurosystem holdings under the asset purchase programme

Changes of holdings (previous month)	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP
Holdings* in May 2021	28,520	290,104	276,469	2,407,212

\*At amortised cost, in EUR millions, at month-end. Figures may not add up due to rounding. Figures are preliminary and may be subject to revision.

## Overview dei programmi di acquisto APP e PEPP di ECB

- Come risposta immediata alla crisi pandemica ECB ha deliberato nel marzo 2020 il **Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)**, programma «temporaneo» di acquisto di titoli pubblici e privati per un ammontare complessivo pari a €1,850 miliardi. Sarà attivo almeno fino a Marzo 2022, mentre il reinvestimento dei titoli in scadenza potrà aver luogo fino a fine 2023.
- Lo stock di titoli del PEPP ammonta a €1,098 miliardi a maggio 2021, di cui €31 miliardi sono relativi al segmento **Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)**.

Eurosysteem holdings under the pandemic emergency purchase programme						
Changes in holdings in EUR millions	Asset-backed securities	Covered bonds	Corporate bonds	Commercial paper	Public sector securities	Total
Holdings as at end-May 2021*	0	4,055	31,014	4,590	1,058,882	1,098,541

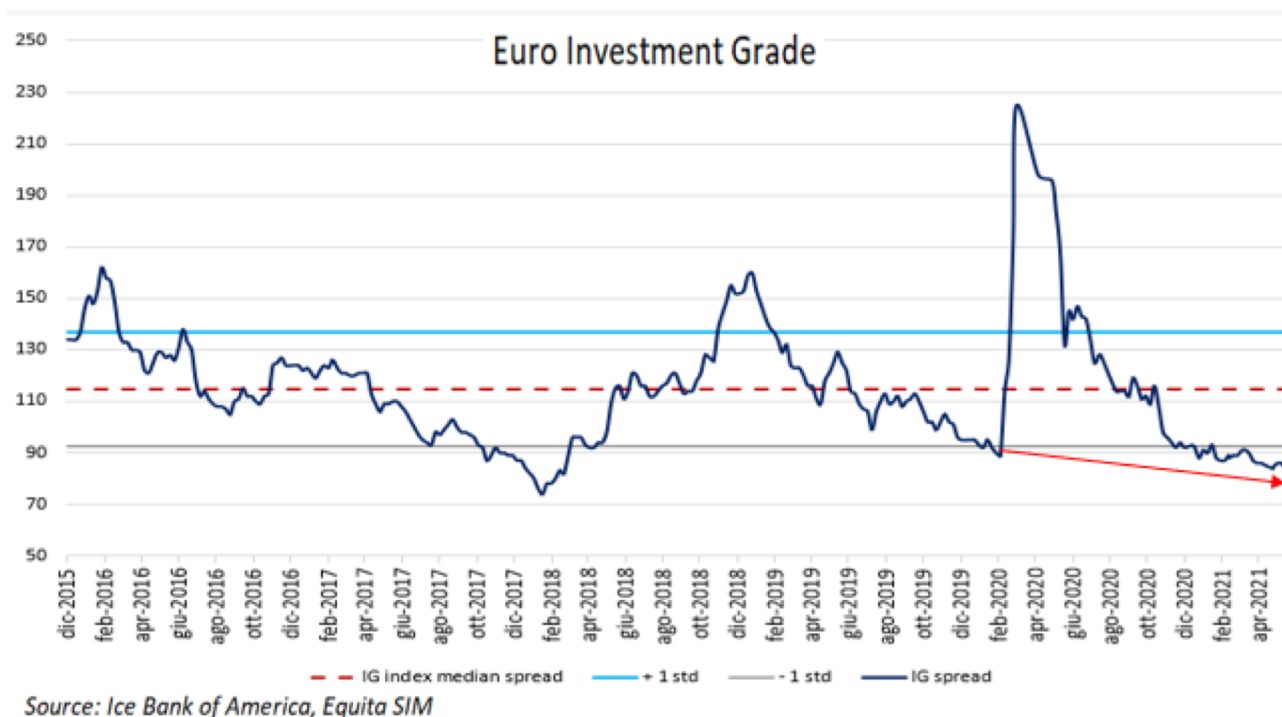
\*End-of-period book value at amortised cost.

Source: ECB

- Relativamente ai titoli del **Private sector** occorre rilevare che su uno stock complessivo di quasi €40 miliardi il 42% (€16,5 miliardi) sono stati sottoscritti sul Mercato primario. Ed anche nel segmento del **Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)** gli acquisti sul Mercato primario ammontano a circa il 37% (+15% rispetto al programma APP).

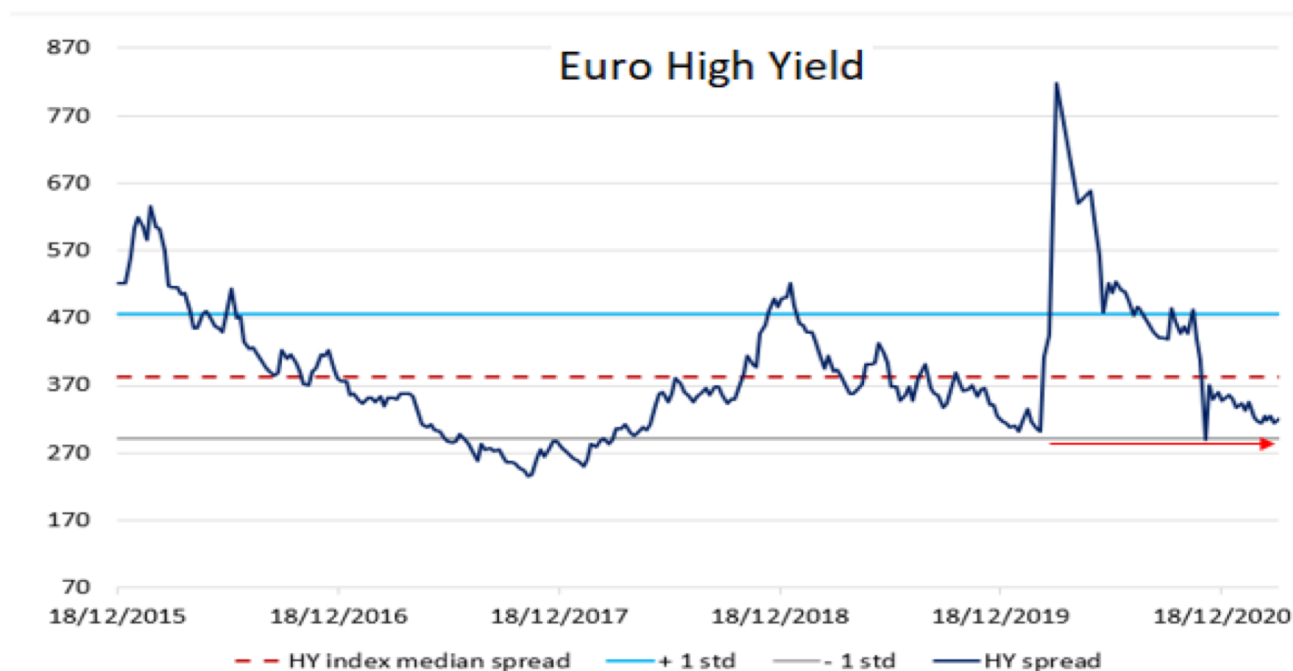
## Impatto delle politiche monetarie e fiscali europee sulla performance del Mercato obbligazionario Corporate

- **Effetto «diretto» ed «indiretto» dei programmi di acquisto APP e PEPP** - Il segmento dei titoli **Euro Investment Grade** è stato in ambito europeo il «diretto» beneficiario dell'implementazione dei programmi di acquisto APP/PEPP per quanto riguarda gli emittenti non bancari, oltre che della definizione di imponenti stimoli fiscali in ambito comunitario.
- A fine aprile 2021 l'**IG Index** in termini di *credit spread* quotava ben al di sotto del livello mediano degli ultimi 5 anni in area 90 basis points e al di sotto dei livelli pre-Covid di inizio 2020.



## Impatto delle politiche monetarie e fiscali europee sulla performance del Mercato obbligazionario Corporate

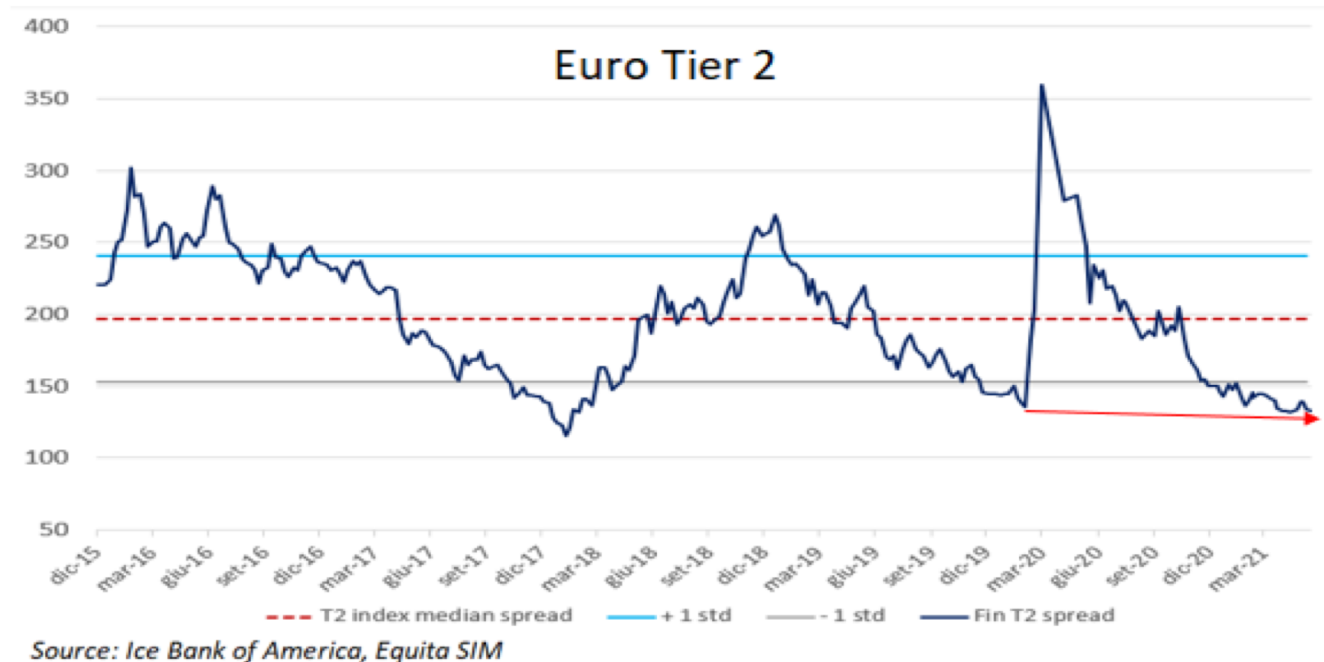
- **Effetto «diretto» ed «indiretto» dei programmi di acquisto APP e PEPP** – Il segmento dei titoli **Euro High Yield**, pur beneficiando solo «indirettamente» dei programmi di acquisto APP/PEPP, ha seguito il trend di mercato dei titoli Investment Grade, beneficiando anch'esso della definizione di imponenti stimoli fiscali in ambito comunitario.
- A fine aprile 2021 l'indice ha registrato **valori vicini ai minimi degli ultimi 5 anni (300 basis points area)** ed in linea con i valori pre-Covid di inizio 2020.



Source: Ice Bank of America, Equita SIM

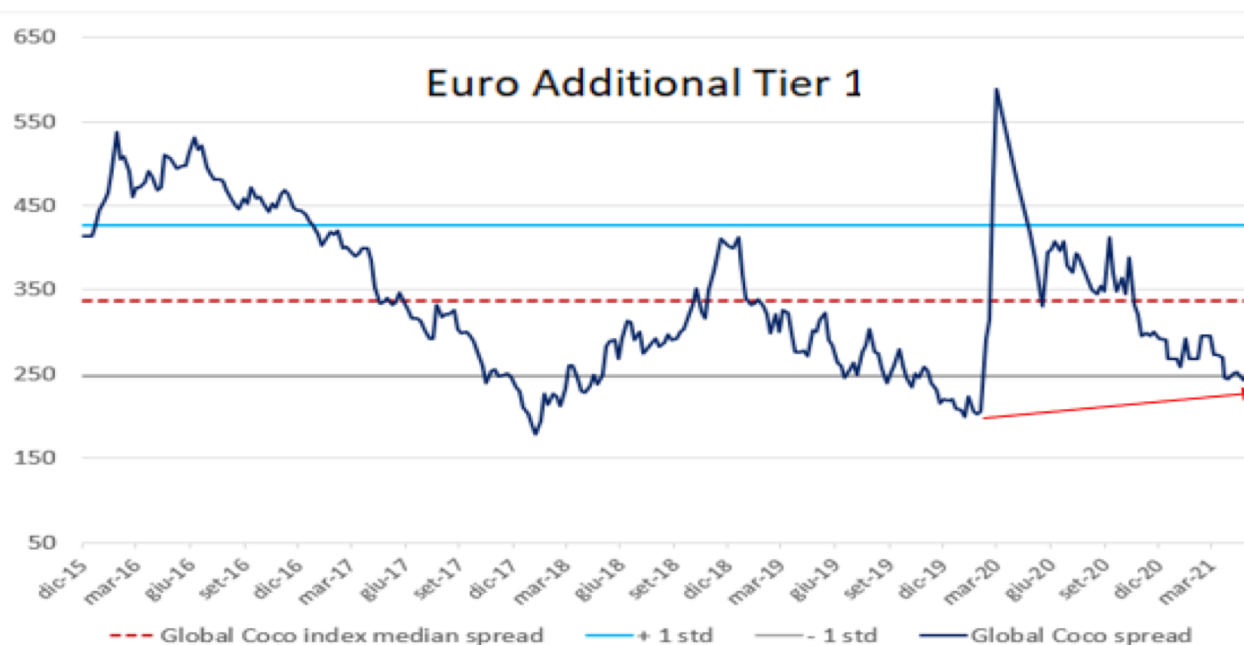
## Impatto delle politiche monetarie e fiscali europee sulla performance del Mercato obbligazionario Corporate

- **Effetto «diretto» ed «indiretto» dei programmi di acquisto APP e PEPP** – Il segmento dei titoli subordinati **Euro Tier 2** ha anch'esso beneficiato in modo «indiretto» dell'implementazione dei programmi di acquisto APP/PEPP, oltre che della definizione di imponenti stimoli fiscali in ambito comunitario.
- Anche tale segmento di mercato è ritornato sui livelli pre-Covid di inizio 2020, il cui recupero rispetto ai livelli di massimo rischio è stato dovuto anche ai notevoli miglioramenti in termini di *capital position* ed *asset quality* del settore.



## Impatto delle politiche monetarie e fiscali europee sulla performance del Mercato obbligazionario Corporate

- **Effetto «diretto» ed «indiretto» dei programmi di acquisto APP e PEPP** – Anche il segmento dei titoli subordinati **Euro Additional Tier 1** ha beneficiato dell'effetto «indiretto» dell'implementazione dei programmi di acquisto APP/PEPP, oltre che della definizione di imponenti stimoli fiscali in ambito comunitario.
- Anche tale segmento ha dimostrato una elevata resilienza in termini di recupero rispetto ai livelli di picco grazie ai notevoli miglioramenti in termini di *capital position* ed *asset quality* del settore.



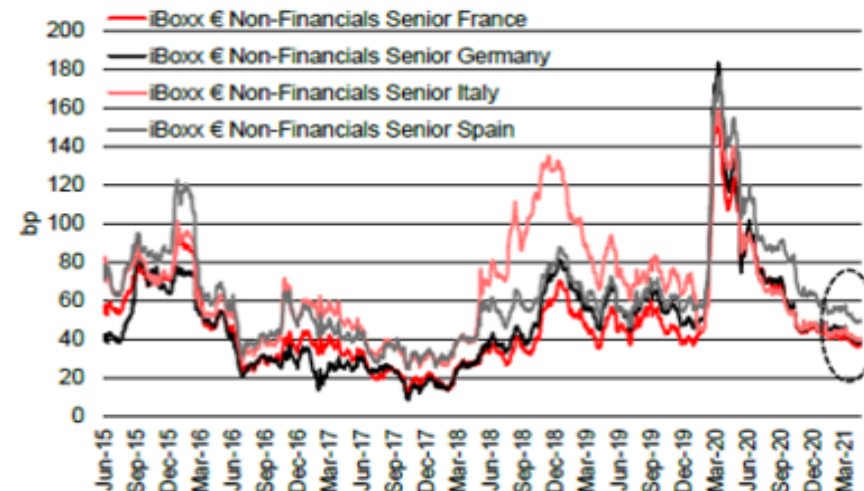
Source: Ice Bank of America, Equita SIM



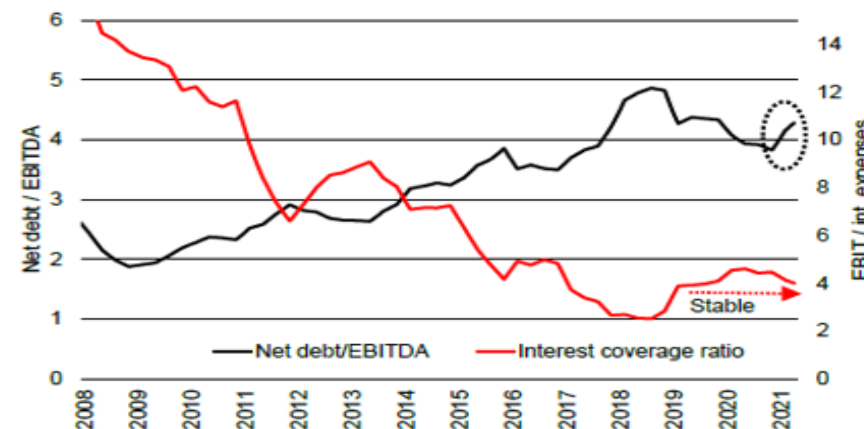
## Evoluzione attesa del funding a livello Corporate in ambito europeo e domestico

- **iBoxx Euro Non-Financials IG Seniors** – Gli emittenti corporate domestici IG trattano oggi in linea con i principali emittenti europei dello stesso segmento. Nel periodo 2018-2019 il *credit risk premium* per gli emittenti domestici era nettamente superiore.
- Tale performance è dovuta anche a **due elementi**:
  - ✓ la composizione della componente domestica dell'indice, con una presenza di Utilities per il 66% con rating medio BBB, Oil&Gas per il 23% con rating area A
  - ✓ una duration media della componente domestica di 5,1yrs rispetto ad una media dell'indice generale pari a 5,8yrs
- Nonostante livelli di crescita dell'economia domestica già molto bassi prima dell'irruzione della crisi pandemica, grazie a profili di business forti e diversificati, ed a una elevata dotazione di liquidità, la qualità del credito degli emittenti IG domestici è rimasta molto resiliente:
  - ✓ il **Financial leverage** nel 2021 è in aumento (4,5x area), ma comunque inferiore rispetto al picco del 2018
  - ✓ l'**Interest coverage** nel 2021 è stabile (4,0x area) rispetto ai livelli degli ultimi 5 anni
- In linea con l'indice generale, è ragionevole attendersi **anche per la quota domestica dell'indice un ulteriore restringimento dei credit spread in area 20-30 basis points entro fine 2021**.

ITALIAN IBOXX NFI IG SENIORS VS. PEERS



ITALIAN IBOXX NFI IG COMPONENT'S LEVERAGE VS. INTEREST COVERAGE

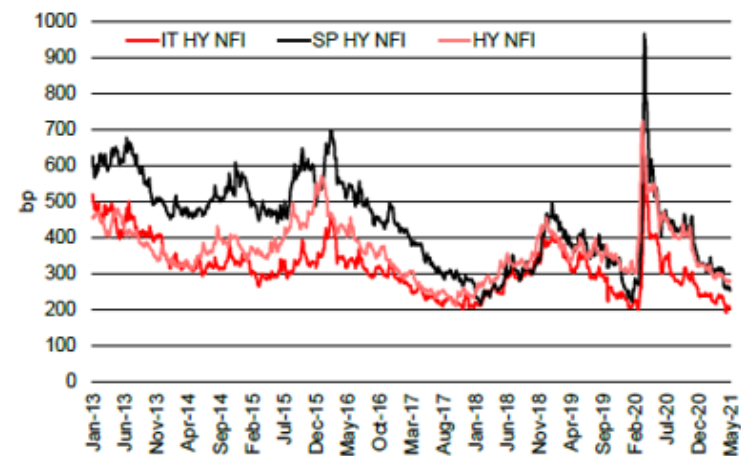


Source: IHS Markit, UniCredit Research

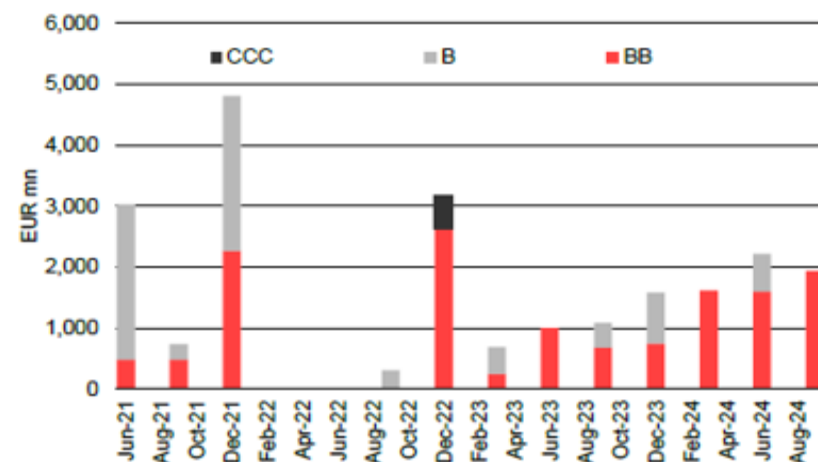
## Evoluzione attesa del funding a livello Corporate in ambito europeo e domestico

- **iBoxx Euro Non-Financials HY** – La componente domestica tratta oggi ad un **credit spread medio inferiore di 80 basis points** rispetto all'indice generale grazie anche ad un rating medio BB di tale componente rispetto ad un rating medio generale pari a BB-.
- In termini di **performance di lungo periodo**, il credit spread della componente domestica scambia oggi sui **livelli minimi in area 200 basis points**, con limitata possibilità di ulteriore restringimento.
- I settori rappresentati nella componente domestica sono più variegati rispetto all'omologo indice IG e la duration media è in area 4yrs rispetto ad una media dell'indice generale pari a 3,1yrs.
- L'elevata presenza in tale segmento di **strutture callable** è un elemento di fondamentale importanza per favorire il rifinanziamento da parte degli emittenti a **condizioni di funding migliorative in termini di costo e di allungamento delle scadenze**.
- Il **processo di rifinanziamento dovrebbe** essere particolarmente interessante in termini di costo e maturity per i rating BB e B, con particolare focus sulle scadenze 2021/2022 con scadenze per oltre €10 miliardi.

ITALIAN IBOXX NFI HY VS. SPANISH AND OVERALL HY NFI INDEX



IBOXX ITALIAN HY NFI REDEMPTIONS

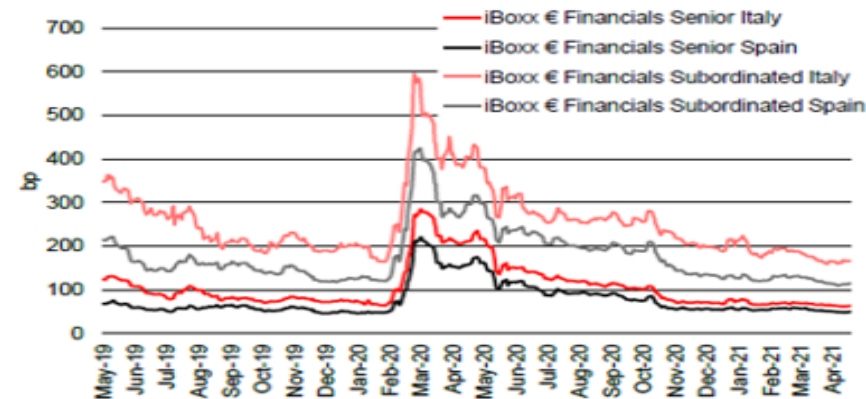


Source: IHS Markit, UniCredit Research

## Evoluzione attesa del funding a livello Corporate in ambito europeo e domestico

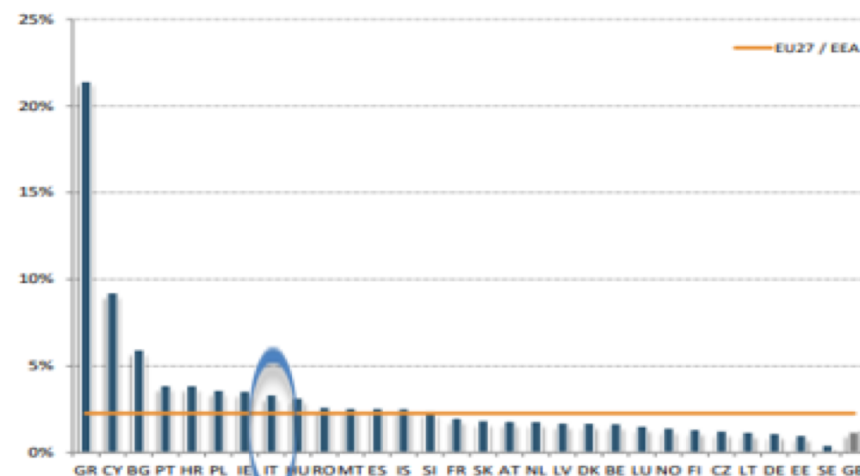
- **iBoxx Euro Financials Senior/Subordinated** – La performance della componente domestica dell'indice è oggi in linea rispetto ai livelli pre-Covid sia per il segmento dei Senior che dei Subordinati.
- Il **credit spread medio** delle emissioni *Senior preferred* della componente domestica si attesta in area 90 basis points, mentre sulla parte subordinata *Tier 2* in area 180 basis points.
- I principali punti di attenzione per il settore bancario
  - ✓ **Asset quality**
  - ✓ **Capital position**
  - ✓ **De-risking process**
  - ✓ **M&A**
  - ✓ **Country risk**

ITALIAN IBOXX FIN SEN AND SUB VS. SPANISH AND OVERALL IG FIN INDEX



Source: IHS Markit, UniCredit Research

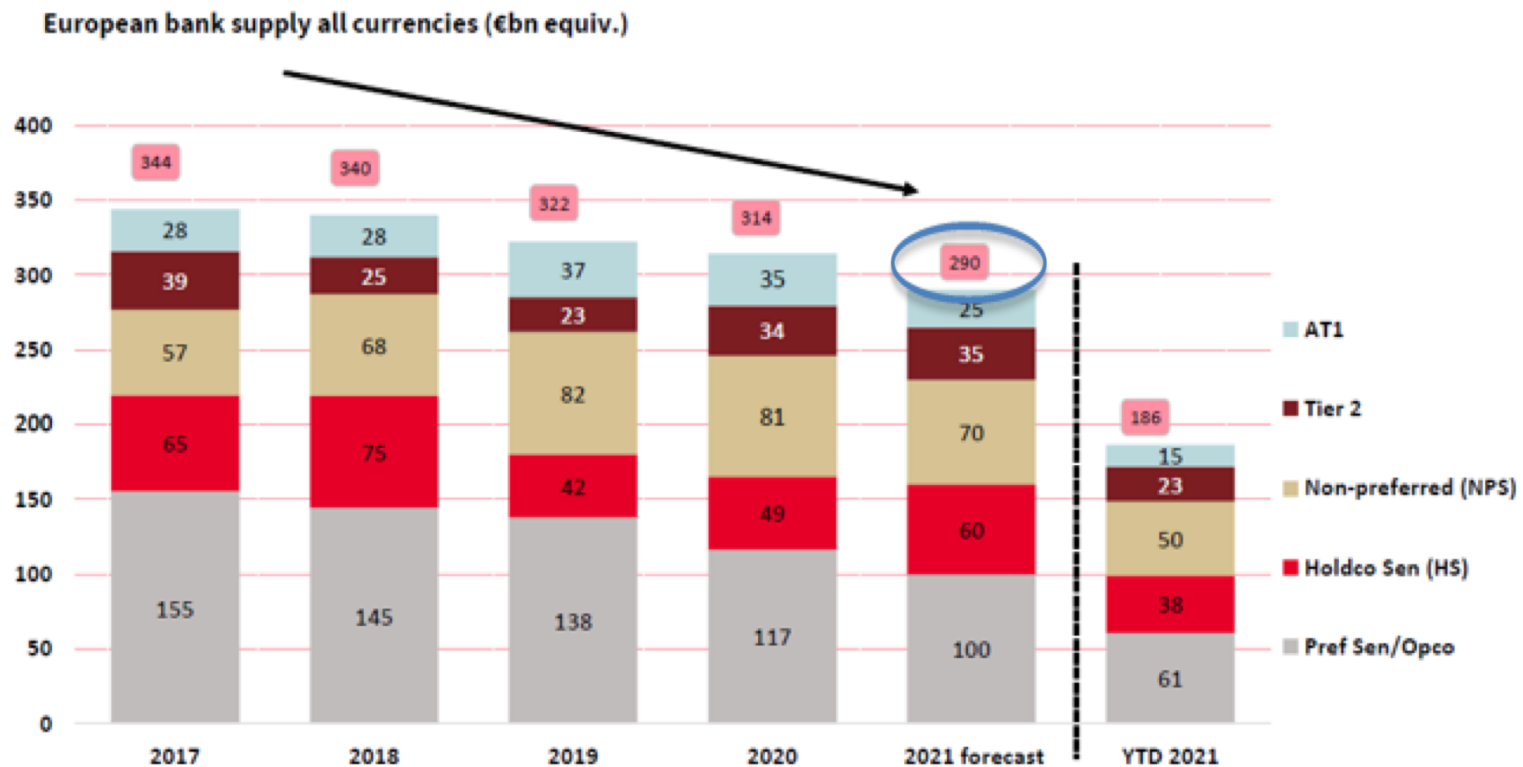
Ratio of non-performing exposures (NPE ratio)



Source: EBA

## Evoluzione attesa del funding a livello Corporate in ambito europeo e domestico

- Il trend di emissioni totali sul mercato istituzionale europeo nel periodo 2017-2020 è in progressivo calo (-8,7% cumulato)
- Per il 2021 le stime prevedono un'ulteriore riduzione a **€290 miliardi**
- Per il 2021 la supply è prevista in riduzione per quasi tutti i segmenti (**-15% dei Senior pref; -13% Tier 2; -28% AT1**), con la sola eccezione per i **SNP (+22%)**, come ampiamente atteso, per via della costituzione dei buffer MREL



Source: SG Flow Solutions & Strategy Financials/Credit, Bloomberg

## Evoluzione attesa del funding a livello Corporate in ambito europeo e domestico

- Per gli **emittenti domestici quotati** l'andamento 2021 Ytd del funding ed il *funding cost* medio ponderato Ytd per singola tipologia di strumento è il seguente:

Funding Wholesale banche domestiche quotate - 2021 Ytd (valori in mln euro)

	Nominal 2021 Ytd	Nominal 2020	Nominal 2019	Cost of funding 2021 Ytd	Δ Cost of funding 2021 vs 2020	Δ Cost of funding 2021 vs 2019
Covered bonds	7.200	21.250	17.800	28	-14	-22
Sen. Pref.	5.750	5.650	4.445	115	-77	-116
Sen. Non-Pref.	1.750	4.500	2.774	120	-107	-261
Tier 2	1.500	9.000	2.605	268	-194	-231
AT1	400	5.050	1.300	702	-39	-68
<b>Totale</b>	<b>16.600</b>	<b>45.450</b>	<b>28.924</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

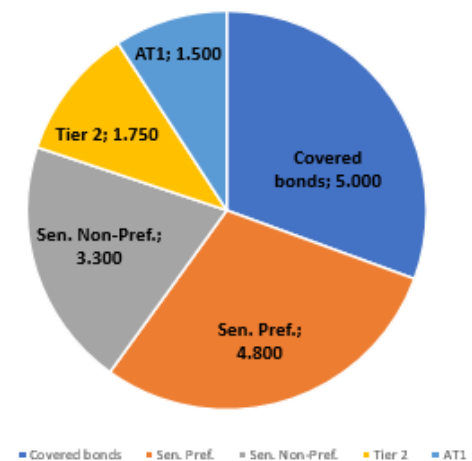
Fonte: Elaborazione Equita SIM su dati Bloomberg

- La **stima del *funding wholesale* per le banche quotate domestiche** per il FY21 è nell'ordine di €33.000 miliardi, con un incremento a fine anno pari a oltre €16.0000 miliardi.

Lo split atteso sulle diverse seniority è il seguente:

- Covered bonds €5.000 miliardi
- Senior preferred €4.800 miliardi
- Senior Non-preferred €3.300 miliardi
- Tier 2 €1.750 miliardi
- AT1 €1.500 miliardi

STIMA NUOVE EMISSIONI WHOLESALE BANCHE ITALIANE QUOTATE PER SENIORITY 2021

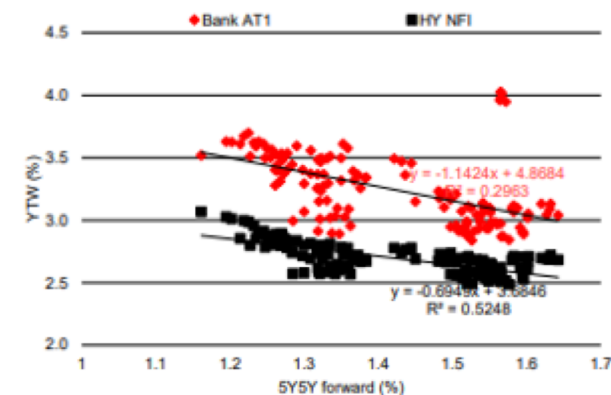


Fonte: Stime Equita SIM

## Impatto potenziale del rischio inflazione sulla performance degli strumenti «corporate»

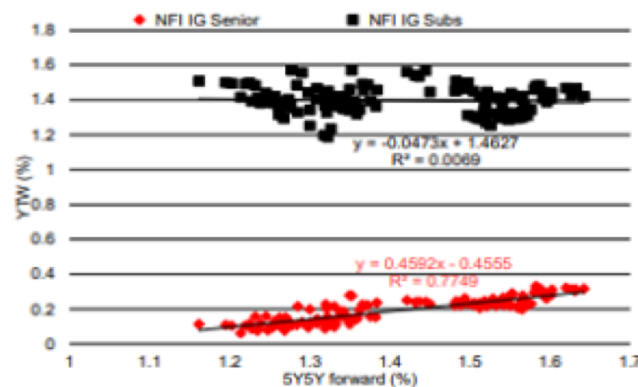
- I principali elementi che influiscono sulla correlazione tra tasso di inflazione atteso e rendimenti dei corporate bonds sono il livello assoluto degli yield dei titoli e la relativa duration
- I segmenti di mercato dei bond **Non-financial HY** e dei **Subordinati bancari AT1** sono quelli che presentano una correlazione negativa tra rendimento e inflazione attesa → in generale in tali segmenti le maturity sono minori e gli yield to maturity/yield to call sono più elevati
- I segmenti di mercato dei bond **Non-financial Senior** e dei **Non-financial Subordinated** sono quelli che presentano una correlazione positiva tra yield e inflazione attesa → soprattutto nel segmento dei titoli senior le maturity sono maggiori ed il peso relativo dei credit spread è molto basso rispetto alla parte di tasso risk-free
- I segmenti di mercato dei bond **Financial Senior** e dei **Financial Sub Tier 2** presentano una correlazione negativa tra yield ed inflazione attesa, anche se meno pronunciata rispetto al segmento dei Sub AT1

IBOXX HY NFI AND BANK AT1 YTW VS. 5Y5Y EUR INFLATION SWAP



Source: IHS Markit, UniCredit Research

IBOXX NON-FINANCIALS SEN AND SUB YTW VS. 5Y5Y EUR INFLATION SWAP



Source: IHS Markit, UniCredit Research

## Conclusioni

- Il principale driver del mercato obbligazionario «corporate» continuerà ad essere almeno fino al 2022/2023 l'azione congiunta di politiche monetarie e fiscali a sostegno della ripresa
- Tale aspettativa oggi è già quasi completamente prezzata nei livelli di *credit spread*
- Nel segmento dei *Corporate non-financial* i fondamentali rimangono sotto osservazione soprattutto per gli emittenti *High Yield*
- Il segmento degli emittenti bancari presenta oggi fondamentali solidi, pur con livelli di attenzione su *asset quality*, processo di *de-risking* e redditività
- Il rischio inflazione tende ad avere minore impatto sui segmenti *Corporate High Yield* e *Subordinated AT1*



***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](mailto:equita@equita.eu) - [www.equita.eu](http://www.equita.eu)

