

Lunghi BEI DBRei 2026

Le breakeven non hanno risposto al recupero delle commodity e da maggio in poi hanno esibito una correlazione negativa con il prezzo del petrolio che è storicamente una delle variabili esplicative più rilevanti. Il nostro modello di stima della BEI a 10 anni sul Bund basato su tassi a breve, inflazione corrente, indice di volatilità Vix e prezzo del Brent evidenzia un'ampia sottovalutazione corrente.

Suggeriamo di aprire posizioni lunghe breakeven su Bundei 4/2026 vs Bund 2/2026 @ 89pb con target 105pb a 3 mesi e stop loss a 80pb. Il carry a 3 mesi sulle posizioni lunghe breakeven sul Bundei 2026 è nullo.

Nel corso degli ultimi mesi i prezzi delle materie prime hanno corretto al rialzo ma la dinamica dell'inflazione di mercato non ha riflesso questo recupero. Il rialzo degli indici delle commodity è stato guidato dalla componente energia, ma anche gli altri settori hanno corretto dai minimi di inizio anno pur con un'ampia dispersione intra-settoriale. Il prezzo del WTI è aumentato dell'85% dal minimo di metà febbraio ad oggi mentre l'indice CRB ex energy è salito del 10,3% dal minimo di gennaio.

Le breakeven non hanno risposto al recupero delle commodity e da maggio in poi hanno esibito una correlazione negativa con il prezzo del petrolio che è storicamente una delle variabili esplicative più rilevanti (grafico). Il trend in allargamento delle BEI che era seguito alla riunione BCE di gennaio si è infatti interrotto con la pubblicazione della stima flash dell'inflazione di aprile, che ha segnato un calo più ampio di quanto atteso dal mercato (-0,2% m/m) lasciando il tendenziale stabile a zero. La stima flash del dato d'inflazione di maggio, che ha visto un recupero del tendenziale di un decimo a -0,1%, non ha avuto impatto significativo sulle BEI.

Nell'ultimo mese, le breakeven sui governativi sono scese su tutte le scadenze, ma il movimento sulla curva europea è stato di forte steepening a differenza della curva dei TIPS dove le BEI sono scese in marginale flattening. Lo spread 2/10 anni BEI si è allargato di 10bp nel mese sia sulle curve core sia su quelle periferiche, mentre lo spread 10/30 anni è aumentato di 7-8pb.

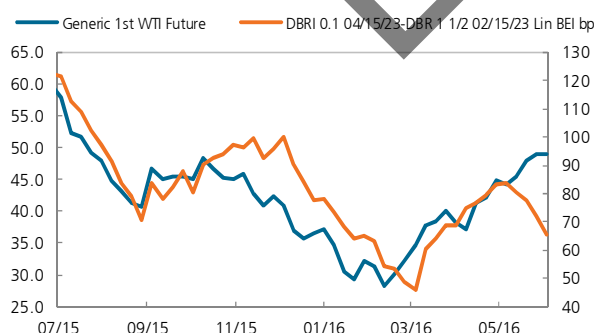
6 giugno 2016

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

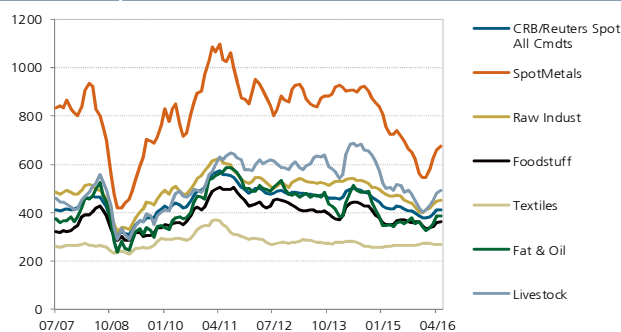
Chiara Manenti
Fixed Income Strategist

WTI e breakeven sul Bundei a 10 anni (rx)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Indice CRB spot e sotto indici



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Il nostro modello di stima della BEI a 10 anni sul Bund basato su tassi a breve, inflazione corrente, indice di volatilità Vix e prezzo del Brent evidenzia una sottovalutazione corrente di 43pb (134pb fit vs 91pb spot). Anche sul Bund a 5 anni la stima della breakeven evidenzia una sottovalutazione molto ampia pari a 45 pb (82pb fit vs 38pb spot). Sulla curva degli OATei la breakeven a 10 anni risulta a fair value mentre la BEI sul BTPei a 10 anni risulta sottovalutata di 38pb, con un valore stimato corrente pari a 105pb rispetto a 68pb spot. La stima dell'inflazione 5y5y swap euro conferma che il maggiore disallineamento rispetto alle stime riguarda proprio il

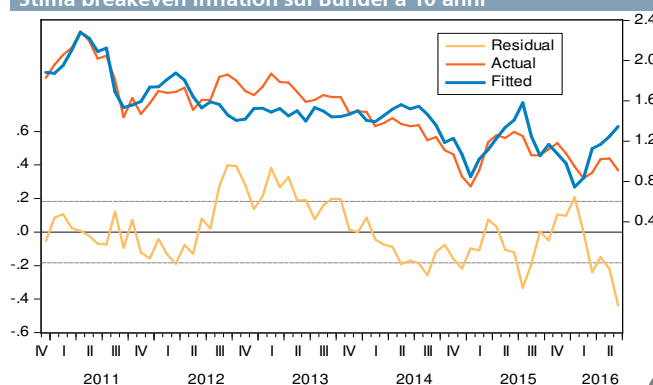
I prezzi del presente documento sono aggiornati al 06.06.2016.

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

tratto lungo delle curve di inflazione: il valore fitted sull'inflazione swap euro 5y5y è pari a 1,73% verso 1,45% corrente.

Per prevedere le BEI sull'orizzonte di fine 2016 e fine 2017 usiamo le stime di consenso Bloomberg sull'inflazione europea, il prezzo del Brent e i tassi a 3 mesi, mentre manteniamo stabile al livello corrente il valore della volatilità. Il consenso si attende che l'inflazione risalga a 0,7% a fine di quest'anno e a 1,4% alla fine del prossimo mentre sul Brent le attese sono di chiusura d'anno a 49 \$/b e di aumento a 55 \$/b a fine 2017. La previsione non cambia significativamente se si sceglie di usare il profilo dei forward sul Brent anziché il consenso di Bloomberg perché le due serie differiscono di poco (grafico).

Stima breakeven inflation sul Bunde a 10 anni



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

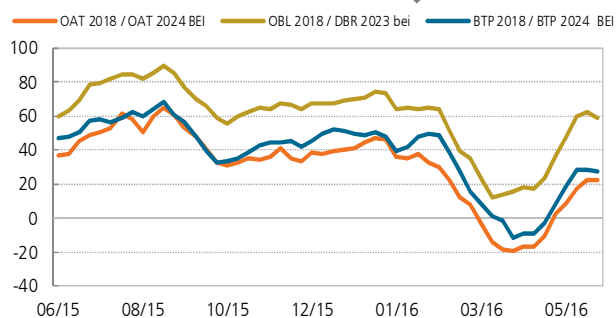
WTI spot previsioni consenso Bloomberg vs forward (\$/b)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

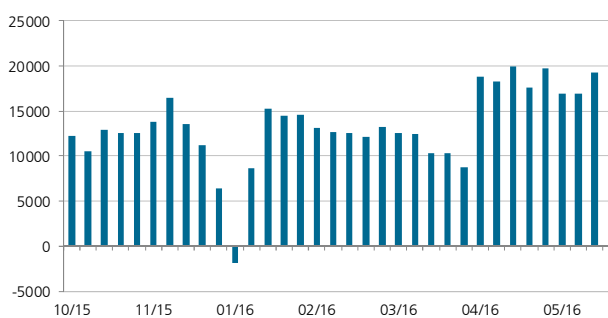
La sottovalutazione delle breakeven rispetto alle esogene dei nostri modelli non si rileva solo sul mercato europeo, ma anche su quello americano, sebbene l'entità del disallineamento sia di entità inferiore (15bp sul TIPS a 10 anni). Riteniamo che sulla dinamica delle BEI in euro possa avere pesato il fatto che l'aumento di 20 miliardi al mese di acquisti BCE il programma di acquisti della BCE nei mesi di aprile e maggio è aumentato significativamente sui governativi (grafico sotto) in attesa della partenza del programma sui corporate bond. L'avvio del CSPP dovrebbe togliere pressione ai rendimenti dei nominali e favorire un riallineamento delle breakeven.

BEI 2/10 anni (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Acquisti settimanali PSPP (mld Eur)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

In previsione la breakeven sul Bunde a 10 anni sale a 146pb a fine 2016 e ad un massimo di 152pb in T3.2017. Sulla curva dei BTP la previsione vede una breakeven in area 130pb a fine 2016. Sugeriamo di aprire posizioni lunghe breakeven su Bunde 4/2026 vs Bund 2/2026 @ 89pb con target 105pb a 3 mesi e stop loss a 80pb. Il carry sulle posizioni lunghe breakeven è nullo su 3 mesi sul Bunde 2026 mentre sul BTPei 2026 il carry è negativo di 3 pb.

Carry sui linker Eur HICP ex tob sulla base dell'inflazione implicita swap

Bond	Coupon %	Real Yield	08-Jul-16		08-Aug-16		06-Sep-16		06-Oct-16		06-Nov-16	
			Forward Real Yield	Carry bp	Forward Real Yield	Carry bp	Forward Real Yield	Carry bp	Forward Real Yield	Carry bp	Forward Real Yield	Carry bp
BTPS 2.1 09/15/17	2.10	-0.49	-0.47	2	-0.45	4	-0.54	-5	-1.08	-59	-0.88	-40
OBLI 0 3/4 04/15/18	0.75	-0.57	-0.56	1	-0.56	2	-0.61	-4	-0.96	-39	-0.84	-27
FRTR 0 1/4 07/25/18	0.25	-1.12	-1.13	-1	-1.12	-3	-1.22	-11	-1.12	-42	-1.47	-36
BTPS 1.7 09/15/18	1.70	-0.43	-0.42	1	-0.41	2	-0.45	-2	-0.73	-30	-0.63	-19
BTPS 2.35 09/15/19	2.35	-0.36	-0.35	1	-0.35	1	-0.38	-1	-0.54	-18	-0.46	-10
SPGBEI 0.55 11/30/19	0.55	-0.34	-0.33	1	-0.32	2	-0.34	0	-0.50	-16	-0.44	-10
DBRI 1 3/4 04/15/20	1.75	-0.90	-0.91	0	-0.91	-1	-0.94	-4	-1.10	-20	-1.06	-15
FRTR 2 1/4 07/25/20	2.25	-1.05	-1.05	-1	-1.06	-1	-1.09	-5	-1.25	-20	-1.21	-16
BTPS 2.1 09/15/21	2.10	-0.03	-0.02	1	0.00	2	-0.01	1	-0.11	-9	-0.06	-3
FRTR 1.1 07/25/22	1.10	-0.88	-0.89	0	-0.89	0	-0.91	-2	-1.01	-12	-0.98	-9
DBRI 0.1 04/15/23	0.10	-0.88	-0.88	0	-0.88	0	-0.90	-2	-0.98	-10	-0.95	-8
BTPS 2.6 09/15/23	2.60	0.26	0.27	1	0.28	2	0.27	2	0.21	-5	0.25	0
FRTR 0 1/4 07/25/24	0.25	-0.75	-0.75	0	-0.75	0	-0.77	-1	-0.84	-8	-0.81	-6
BTPS 2.35 09/15/24	2.35	0.53	0.54	1	0.55	3	0.55	2	0.50	-3	0.54	1
SPGBEI 1.8 11/30/24	1.80	0.58	0.60	1	0.61	3	0.61	3	0.55	-3	0.59	1
DBRI 0.1 04/15/26	0.10	-0.83	-0.83	0	-0.83	0	-0.84	-1	-0.90	-7	-0.88	-5
BTPS 3.1 09/15/26	3.10	0.71	0.72	1	0.74	3	0.74	3	0.69	-2	0.73	2
FRTR 1.85 07/25/27	1.85	-0.54	-0.54	0	-0.54	0	-0.55	-1	-0.60	-6	-0.58	-4
FRTR 0.7 07/25/30	0.70	-0.38	-0.37	0	-0.37	0	-0.38	0	-0.42	-4	-0.40	-2
SPGBEI 1 11/30/30	1.00	1.01	1.03	1	1.04	2	1.04	2	1.01	-1	1.03	2
FRTR 3.15 07/25/32	3.15	-0.36	-0.36	0	-0.35	0	-0.36	0	-0.40	-4	-0.38	-2
BTPS 2.35 09/15/35	2.35	1.02	1.03	1	1.04	2	1.04	2	1.02	0	1.04	2
FRTR 1.8 07/25/40	1.80	-0.15	-0.15	0	-0.15	0	-0.15	0	-0.17	-2	-0.16	-1
BTPS 2.55 09/15/41	2.55	1.29	1.30	1	1.31	2	1.31	2	1.29	0	1.31	2
DBRI 0.1 04/15/46	0.10	-0.55	-0.55	0	-0.55	0	-0.55	0	-0.57	-2	-0.56	-1

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Esercizio

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)

Macroeconomic Analysis

Macro & 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.

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 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. 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 Intesa Sanpaolo (www.intesasanpaolo.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 ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' 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 a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 16190 del 29.10.2007, come successivamente modificato ed integrato, 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 'Major US Institutional Investors' come definiti dalla SEC Rule 15a-6. 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.

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 in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) 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 separazione 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 agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - 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 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.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo

http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosures sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Si evidenzia che le disclosures sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, 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 di 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.

ESEMPIO