

27 maggio 2016

Obbligazioni

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori
privati e PMI

Fulvia Riso
Analista Finanziario

Venezuela: il petrolio recupera ma forse troppo tardi

Il Venezuela, estremamente dipendente dalle esportazioni di greggio, che estrae a costi elevati, è stato duramente colpito dal crollo del prezzo del petrolio dello scorso anno. L'economia è in recessione e in iperinflazione e mancano i generi di prima necessità: aumentano così le proteste di piazza. Il Governo ha dichiarato lo stato di emergenza e utilizza le riserve per pagare il debito estero. Il recupero del prezzo del petrolio degli ultimi mesi apre qualche spiraglio prima che si arrivi a una crisi sociale e politica che cambi l'assetto del Paese, ma la visibilità sulle prospettive future resta scarsa.

- Secondo il FMI, il Venezuela quest'anno perderà l'8% del proprio Prodotto Interno Lordo, a fronte di un'inflazione di quasi il 500%.
- Il tracollo del Paese arriva dalla caduta registrata dal prezzo del greggio lo scorso anno: dalle esportazioni di petrolio – che in Venezuela ha costi di estrazione molto elevati – derivano infatti le principali entrate venezuelane, con cui poi lo Stato paga la maggior parte dei beni di prima necessità, prevalentemente importati.
- Questi dati non possono che far presagire una crisi sociale e politica. In effetti, il malcontento sta invadendo le strade del Venezuela: mancano generi di prima necessità ed energia elettrica, mentre il Governo ha proclamato lo stato d'emergenza.
- I mercati scontano uno scenario in cui si possa arrivare al mancato pagamento del debito estero con una probabilità non trascurabile, anche se (con il recupero del prezzo del petrolio) la probabilità di default implicita nei CDS si è allontanata dai picchi del febbraio scorso.
- Il punto cruciale è se non sia troppo tardi perché il solo recupero del prezzo del greggio riesca a rimettere "in carreggiata" il quadro economico e, di conseguenza, quello sociale e politico.
- Alcuni esponenti del Governo e lo stesso Presidente della Banca Centrale venezuelana hanno dichiarato nel corso del mese come onorare il debito resti una priorità, anche a fronte di continuare ad utilizzare le riserve auree del paese, in forte diminuzione. I rischi crescono al crescere delle proteste di piazza, e lo scenario di default va considerato una possibilità concreta; tuttavia riteniamo che il regolare pagamento dei titoli rimanga per ora lo scenario relativamente più probabile, anche grazie alla favorevole distribuzione delle scadenze: infatti nell'anno in corso e nel prossimo sono previsti solo rimborsi del flusso cedolare, seppur non trascurabili, mentre dal 2018 inizieranno anche i rimborsi di capitale.

Crescita e inflazione



Fonte: FMI, World Economic Outlook, aprile 2016

Costo della protezione dal rischio di insolvenza



Fonte: Bloomberg

Venezuela: il petrolio recupera ma forse troppo tardi

L'economia del Venezuela, estremamente dipendente dalle esportazioni di greggio, che estrae a costi elevati, è stata duramente colpita dal crollo del prezzo del petrolio dello scorso anno. Il Paese è in recessione e in iperinflazione e mancano i generi di prima necessità; aumentano così le proteste di piazza. Il Governo ha dichiarato lo stato di emergenza e utilizza le riserve per pagare il debito estero. Il recupero del prezzo del petrolio degli ultimi mesi apre qualche spiraglio prima che si arrivi a una crisi sociale e politica che cambi l'assetto del Paese, ma la visibilità sulle prospettive future resta scarsa.

Il Venezuela sta attraversando una fase politico-economica molto difficile. L'inflazione ha raggiunto livelli elevatissimi, sopra il 150% nei dati di dicembre, con stime per l'anno in corso e per il prossimo in continuo aumento. Il Paese si trova in recessione da più di un anno, con l'ultimo dato disponibile che dà il PIL in calo del 7%.

L'economia venezuelana si basa in gran parte su estrazione ed esportazione del petrolio, con circa il 95% dell'export del Paese costituito per l'appunto da greggio. Il Venezuela ottiene tuttavia la materia prima attraverso un processo molto oneroso (il petrolio venezuelano è in fondo al mare e viene estratto con tecnologie obsolete): la riduzione del prezzo del greggio ha portato pertanto il Paese a doverne ridurre la produzione. Sul taglio della produzione pesano anche i crediti non pagati verso i fornitori dei solventi chimici di cui il Paese ha bisogno per la lavorazione del greggio e che ora hanno bloccato le forniture.

La diminuzione delle entrate derivanti dal greggio ha portato il Governo a dover ricorrere ampiamente alle riserve per far fronte al pagamento del debito pubblico in valuta estera. Un'altra strada intrapresa dal Governo per trovare liquidità è stata aperta dalla Cina che dapprima ha elargito prestiti al Paese in cambio di future forniture di petrolio e poi, nel corso degli ultimi mesi, ha concesso alcune dilazioni sui rimborsi.

Per l'appunto, tra le conseguenze di questa spirale recessiva vi è la forte riduzione delle importazioni, che si sta traducendo in una sempre maggiore carenza di generi di prima necessità come cibo e medicinali, che vengono scambiati al mercato nero. La scarsità è così profonda che alcuni cittadini trovano addirittura conveniente abbandonare il lavoro per mettersi in fila ad acquistare i pochi beni di prima necessità venduti ai prezzi controllati imposti dal Governo, per poi rivenderli sul mercato nero.

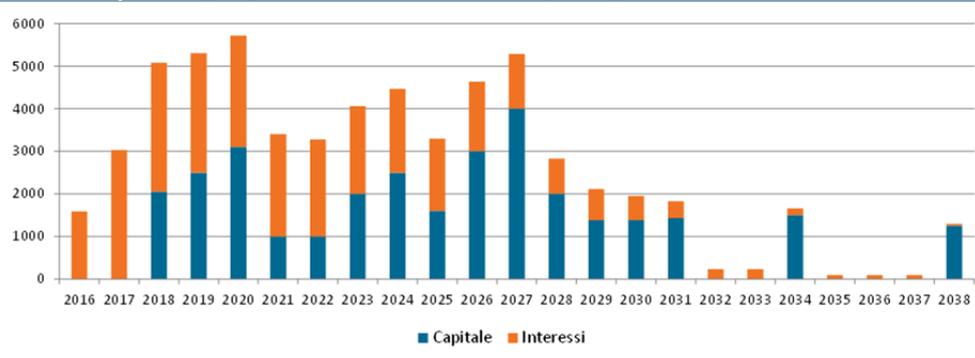
Recessione e iperinflazione

Un'economia che si basa sulle esportazioni di greggio, ma con costi estrattivi molto elevati

In calo riserve e importazioni

Il crollo delle importazioni implica una sempre più profonda carenza di generi di prima necessità

Prezzo del petrolio (WTI) ed evoluzione delle riserve (in USD)



Fonte: Bloomberg

Oltre ai generi di prima necessità scarseggia anche l'energia elettrica, con la settimana lavorativa dei dipendenti pubblici che è stata ridotta a tre giorni per risparmiare energia e il Presidente Maduro che ha personalmente invitato le concittadine ad evitare l'uso dei phon per capelli per risparmiare corrente elettrica.

Manca anche l'energia elettrica

A fronte di questo quadro il Governo pare aver deciso, da una parte, di seguire la strada di annunci improntati al populismo per contenere le proteste interne; dall'altra, di dare la priorità nell'utilizzo della liquidità e delle riserve disponibili ad onorare il debito estero piuttosto che a importare i generi di prima necessità. Infatti, sul fronte domestico, il Presidente Maduro ha dichiarato che il Paese è in stato di emergenza e che la crisi economica è la conseguenza di un complotto filoamericano dell'opposizione di destra; allo stesso tempo, il Vice Presidente per le Politiche economiche Abad parla della riduzione delle importazioni come di un'occasione di rafforzamento per la produzione interna del Paese. Il decreto con cui è stato proclamato lo stato d'emergenza lascia ampio margine di manovra al Governo sia in termini economici che sociali.

Il Governo dichiara che la priorità resta onorare il debito. Il Paese è stato dichiarato in "stato d'emergenza" ...

La difficoltà del Governo nel gestire questa situazione drammatica si riflette in proteste di piazza. La richiesta principale dei manifestanti è la sostituzione del Presidente Maduro. Tale sostituzione, come previsto dalla Costituzione, potrebbe avvenire tramite un referendum, che può essere promosso attraverso la raccolta di firme presso la popolazione. Per iniziare il processo erano necessarie 200.000 firme e ne sono state raccolte poco meno di 2 milioni. Perché il Presidente venga sostituito e si vada a nuove elezioni è però necessario che il referendum abbia luogo entro il 10 gennaio del prossimo anno. Questo scenario appare non molto probabile, data la prova di forza avviata da Maduro, che in gennaio, grazie ad alcune decisioni della Corte Suprema, ha ridotto il potere legislativo del Parlamento, saldamente in mano all'opposizione che detiene i due terzi dei voti. Inoltre, anche il Consiglio Elettorale Nazionale, organo cui compete l'organizzazione del referendum per la sostituzione di Maduro, è controllato dal Presidente. Ciò ha portato il leader dell'opposizione, Henrique Capriles, ad appellarsi all'esercito per tutelare la costituzione. La risposta di Maduro è stata indire esercitazioni militari con la scusa di una possibile invasione da parte di Stati Uniti o Colombia, ma con il chiaro intento di dimostrare la piena sintonia con l'apparato militare. Nella stessa direzione va la decisione di coinvolgere maggiormente l'esercito nella distribuzione delle razioni.

... ma crescono le proteste di piazza

In questo quadro complesso alcuni osservatori segnalano che un golpe militare è una possibilità che non si può escludere pienamente ma avrebbe chiari svantaggi anche per l'opposizione, in quanto tra la popolazione, per quanto esasperata, molti sono ancora i sostenitori di Maduro, o quanto meno del partito di Chávez al governo. È più probabile quindi che si arrivi alla sostituzione di Maduro con un altro membro del partito di governo.

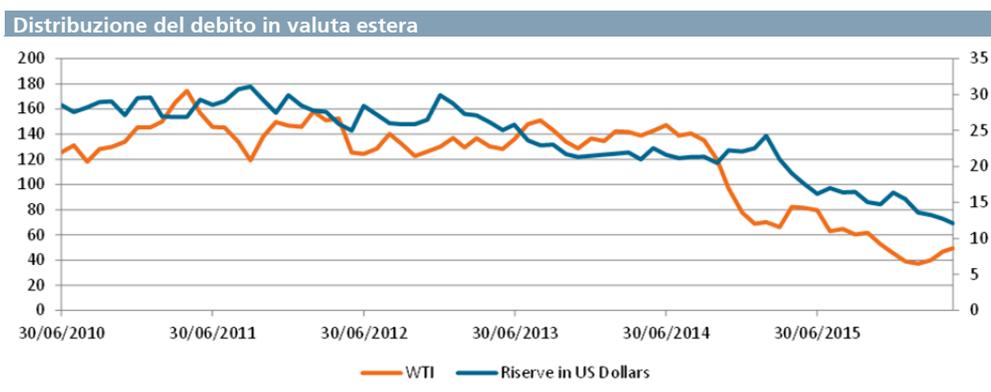
La risoluzione militare è uno scenario estremo, ma ancora improbabile

Per far fronte al pagamento del debito estero, il Venezuela ha fatto ricorso alle proprie riserve in valuta estera e in oro, scese da 16,5 miliardi di dollari a fine 2015 a 12,1 miliardi il 24 maggio. Il ricorso alle riserve per pagare il debito è, come già detto, alla base del drastico calo delle importazioni anche dei beni di prima necessità. Una situazione che pare difficilmente sostenibile nel lungo termine. Queste valutazioni emergono anche dai movimenti di mercato degli asset relativi al Paese: questi ultimi scontano un default sul debito estero con una probabilità non trascurabile anche se, con il recupero del prezzo del petrolio, la probabilità di default implicita nei CDS si è allontanata dai picchi del febbraio scorso (si veda il grafico sui CDS in prima pagina).

I mercati scontano uno scenario in cui si possa arrivare al default con una probabilità non trascurabile

Lo scenario in cui il Governo onora il debito estero, grazie anche a una favorevole distribuzione delle scadenze, resta a nostro giudizio quello relativamente più probabile. Infatti nell'anno in corso e nel prossimo sono previsti solo rimborsi del flusso cedolare, seppur non trascurabili, mentre dal 2018 inizieranno anche i rimborsi di capitale (si veda grafico sottostante). A favore di questo scenario depone anche il recupero delle quotazioni del greggio sui mercati internazionali che, se dovesse continuare, potrebbe iniziare a dare un po' di respiro alle casse del Paese e, di conseguenza, ad attenuare il malcontento nella popolazione. Tuttavia, bisogna considerare lo scenario di default come una possibilità concreta e a probabilità non marginale. **Il punto cruciale è se non sia troppo tardi perché il solo recupero del prezzo del greggio riesca a rimettere "in carreggiata" il quadro economico e, di conseguenza, quello sociale e politico.** La visibilità sui prossimi mesi resta scarsa e fortemente condizionata dalla variabile sociale, in un contesto come quello dell'America Latina dove negli ultimi mesi i principali Paesi, come Brasile ed Argentina, hanno visto importanti cambiamenti dal punto di vista sociale ed economico. La forza delle proteste di piazza e la posizione del Governo in merito ad esse saranno probabilmente determinanti, anche dal punto di vista finanziario, per il Venezuela.

Il nostro scenario centrale resta quello di un Paese che continua ad onorare il debito estero, ma i rischi crescono al crescere delle proteste



Fonte: Bloomberg

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

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, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) 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 altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 26.05.2016.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet di Banca IMI (<http://www.bancaimi.prodottiequotazioni.com/Studi-e-Ricerche>) e di Intesa Sanpaolo (www.intesasanpaolo.com) nella sezione Risparmio-Mercati.

Note Metodologiche

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Titoli di Stato

I commenti sui titoli di stato si basano sulle notizie e i dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. I titoli di stato si riferiscono ai Paesi più industrializzati (G7) e la loro evoluzione è valutata sulla base delle prospettive prevedibili di finanza pubblica degli emittenti. La scelta della scadenza tiene conto della conformazione e delle prospettive di conformazione della curva dei rendimenti, nonché del rapporto rischio-rendimento delle obbligazioni.

Obbligazioni Corporate

I commenti sulle obbligazioni Corporate si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le previsioni sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. L'evoluzione di prezzi e rendimenti delle obbligazioni Corporate è valutata sulla base delle prospettive prevedibili del merito di credito degli emittenti delle obbligazioni. La scelta della scadenza tiene conto della conformazione e delle prospettive di conformazione della curva dei rendimenti, nonché del rapporto rischio-rendimento delle obbligazioni.

Obbligazioni di Paesi Emergenti

I commenti sulle obbligazioni di Paesi Emergenti si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le previsioni sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. L'evoluzione di prezzi e rendimenti delle obbligazioni dei Paesi Emergenti è valutata sulla base delle prospettive prevedibili di finanza pubblica degli emittenti, nonché sulla base di previsioni sull'economia e di valutazioni sulla stabilità politica dei singoli Paesi o sul merito di credito degli emittenti. La scelta della scadenza tiene conto della conformazione e delle prospettive di conformazione della curva dei rendimenti, nonché del rapporto rischio-rendimento delle obbligazioni.

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.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti e 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.

Certificazione dell'analista

L'analista che ha predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo è riportato nella prima pagina del documento, dichiara che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'analista;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) l'analista citato nel documento è socio AIAF.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Risso

Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Giovanna Cerini, Cristina Baiardi