

Focus
BTP Italia, protezione dall'inflazione e doppio premio

In uno scenario profondamente cambiato, con l'inflazione ai massimi da decenni e un elevato grado d'incertezza che pesa sullo scenario centrale, la protezione del potere d'acquisto è tornata ad essere una discriminante importante per le scelte d'investimento, soprattutto della clientela retail, a cui è principalmente rivolto il BTP Italia in emissione. Proprio le condizioni congiunturali mettono al centro dell'attenzione dei risparmiatori questa caratteristica principale del titolo, invariata rispetto alle emissioni precedenti, mentre la novità più rilevante è rappresentata dal premio fedeltà riservato solo ai risparmiatori retail che acquistano in collocamento: questo sale all'1% del capitale nominale e sarà corrisposto per la prima volta in due tranches, anziché solo alla scadenza come in precedenza.

Il nuovo BTP Italia avrà scadenza 8 anni e un rendimento reale minimo garantito dell'1,60%, a cui andrà via via sommata la protezione dall'inflazione. Le principali caratteristiche del titolo in emissione sono: 1) la rivalutazione del capitale con cadenza semestrale; 2) l'indicizzazione all'inflazione italiana e non europea; 3) il collocamento tramite MOT; 4) la protezione dalla deflazione non solo per il capitale ma anche per la cedola; 5) il premio fedeltà per investitori retail che detengono il titolo per quattro anni o fino alla scadenza. Per gli investitori istituzionali il collocamento avverrà nella mattina dell'ultimo giorno (23 giugno) e potrebbe prevedere un riparto. Al contrario, per la clientela dei piccoli risparmiatori e affini non sarà applicato alcun tetto massimo né alcuna chiusura anticipata.

L'inflazione media italiana (indice FOI) per la durata del titolo dovrebbe essere, secondo le nostre previsioni, intorno al 2,4%. La cedola reale minima garantita è stata fissata a 1,60%. Il rendimento nominale all'emissione del BTP Italia, che si ottiene per approssimazione sommando l'inflazione attesa alla cedola reale, è pertanto in area 4%. Considerando che il BTP nominale corrispondente scambia in area 3,40% (al 17.6.2022), il BTP Italia offrirebbe una sorta di "premio" di circa 60pb. In altre parole, il livello d'inflazione implicita (breakeven inflation o BEI, cioè il tasso di crescita dei prezzi sopra il quale conviene detenere il BTP Italia rispetto al nominale corrispondente) all'emissione è all'1,8%, ossia più basso rispetto alle nostre previsioni per l'arco temporale di riferimento (2,4% per 8 anni) e inferiore anche a quella incorporata nel corrispondente titolo indicizzato all'inflazione europea (in area 2,2%). Inoltre, si rileva l'evidenza storica secondo cui, in media, i BTP Italia già in circolazione mostrano una migliore tenuta in termini di valutazioni rispetto ai BTPEi in caso di volatilità elevata di mercato, come in questo periodo storico. Anche con la presente emissione, le scelte del Tesoro quanto a cedola, durata e variazione della modalità di erogazione del premio, sembrano puntare ad attirare la clientela retail. Nel complesso, le considerazioni esposte portano a ritenere **decisamente interessante l'investimento nel BTP Italia di nuova emissione in termini relativi sia rispetto al corrispondente nominale**, che anche in termini assoluti, in particolare in un'ottica di detenzione dei titoli in portafoglio fino alla scadenza.

Indicatori di sintesi delle condizioni di mercato nell'emissione in programma e nelle emissioni precedenti più recenti

	XII em 10/2017	XIII em 05/2018	XIV em 10/2018	XV em 10/2019	XVI em 05/2020	XVII em 06/2022
Ammontare collocato (mld euro)	7,11	7,71	2,16	6,75	22,29	ND
Durata del titolo	6 anni	8 anni	4 anni	8 anni	5 anni	8anni
Rendimento reale garantito (%)	0,25	0,55	1,45	0,65	1,4	1,6 (#)
Rendimento nominale a 4 (*6) (**8) (**5) anni (%)	1,2 (*)	1,50 (**)	2,1	0,65 (**)	1,35 (***)	3,40 (**)
Rendimento nominale a 2 anni (%)	-0,3	-0,3	1,2	-0,3	0,68	1,48
Rendimento nominale a 10 anni (%)	1,83	1,9	3,4	0,88	1,81	3,57
Spread BTP-Bund (pb)	143	130	305	135	235	192
CDS Italia (pb)	121	98	278	120	227	133

Nota: em. = emissione; (#) rendimento reale minimo garantito. Fonte: Bloomberg

20 giugno 2022 - 11:12 CET

Data e ora di produzione

Obbligazioni

Direzione Studi e Ricerche
**Ricerca per
investitori privati e PMI**
Fulvia Risso

Analista Finanziario

20 giugno 2022 - 11:17 CET

Data e ora di circolazione

BTP Italia: protezione dall'inflazione e doppio premio fedeltà

Il contesto attuale, caratterizzato da accelerazione dei prezzi e da un'ampia incertezza rispetto allo scenario centrale, è quello in cui il BTP Italia può esprimere al meglio le sue caratteristiche di protezione. Lo scenario e i rischi ad esso annessi sono una variabile chiave per comprendere la decisione del Tesoro di emettere un nuovo BTP e la scelta delle nuove caratteristiche

A due anni dall'ultima emissione, avvenuta nel maggio 2020, viene riproposto in collocamento il BTP Italia, titolo del Tesoro indicizzato al tasso di inflazione nazionale. Lo scenario è completamente cambiato rispetto ad allora, considerando che pandemia (allora in fase iniziale) e guerra in Ucraina stanno ancora declinando i propri effetti sulla rimodulazione delle catene produttive globali, sulla domanda e, soprattutto, sui prezzi. Questi due eventi esogeni inattesi e le risposte di politica fiscale, monetaria ed economica hanno indotto, tra le altre conseguenze, un'accelerazione dei prezzi che ha portato l'inflazione su livelli non toccati da decenni e, soprattutto, un elevatissimo grado d'incertezza sull'evoluzione dello scenario. Inoltre, a questa più elevata dinamica dei prezzi non appare corrispondere, almeno per il momento e soprattutto in Italia, un contestuale aumento della crescita dei salari. In questo contesto, un titolo il cui rendimento, per la parte relativa ai prezzi, è legato all'inflazione effettiva, offre una protezione interessante.

L'incertezza, che grava non solo su risparmiatori e investitori ma anche sul debito pubblico, con la volatilità sui rendimenti di mercato in continuo aumento, è molto probabilmente una delle determinanti alla base della scelta del Tesoro di tornare sul mercato con il BTP Italia, titolo con cui si intende attirare il più possibile gli investitori retail, che attualmente detengono una quota del debito pubblico domestico del 6,3%, in modesto aumento rispetto al 5% nelle mani dei risparmiatori privati a maggio 2020. La clientela privata domestica, per tipologia di portafoglio e finalità degli investimenti, tipicamente detiene i propri acquisti per lunghi periodi di tempo ed è orientata a portare a scadenza i titoli obbligazionari che abbiano durata su un orizzonte temporale di medio periodo. Questa caratteristica implica che la quota di debito in mano ai risparmiatori retail sia molto più stabile e meno soggetta alle oscillazioni temporanee del mercato (legate ad esempio a improvvise impennate dell'avversione al rischio) e risulti pertanto particolarmente adatta alla gestione del debito soprattutto in scenari di estrema incertezza come quello attuale. Su queste valutazioni si basa probabilmente la scelta del Tesoro da una parte di allungare il titolo rispetto al BTP Italia maggio 2020, che aveva scadenza a 5 anni, dall'altra di aumentare contestualmente il premio, oltre a corrisponderlo in due tranche.

La principale componente di rischio per il BTP Italia è quella legata all'emittente, sebbene la base degli investitori prevalentemente domestica e la quotazione sui mercati retail espongano il titolo a una minore volatilità rispetto ai corrispondenti BTP nominali e ai BTPei. Infatti, alcune specifiche tecniche del BTP Italia permettono che la reazione di questa tipologia di titoli alla volatilità di breve periodo sia piuttosto differente da quella dei titoli nominali e indicizzati all'inflazione europea. In primo luogo, i BTP Italia sono strumenti meno liquidi rispetto ai nominali in circolazione, caratteristica che in teoria dovrebbe portarli ad essere più volatili; tuttavia, la mancanza di un mercato pronti contro termine e la tendenza "da cassetista" dell'investitore-tipo permettono di ridurre la volatilità del titolo. Di rilievo è anche, a nostro avviso, il comportamento dei BTP Italia rispetto agli indicizzati all'inflazione europea. Prendiamo ad esempio come riferimento il BTP Italia 0,4% aprile 2024 emesso nell'aprile 2016 (che offre il più ampio arco temporale di analisi) e lo confrontiamo con il corrispondente indicizzato BTPei 2,35% settembre 2024, analizzando la differenza (BTPei - BTP Italia) in termini di tasso reale. In media, sulla base delle caratteristiche specifiche delle due tipologie di titoli, il BTP Italia quota a premio rispetto all'indicizzato (spread negativo), ma l'andamento temporale (si veda grafico alla pagina seguente) evidenzia come in momenti di tensione (riflessi in un aumento dello spread BTP-Bund) il rendimento reale dell'indicizzato all'inflazione europea salga più di quello del BTP

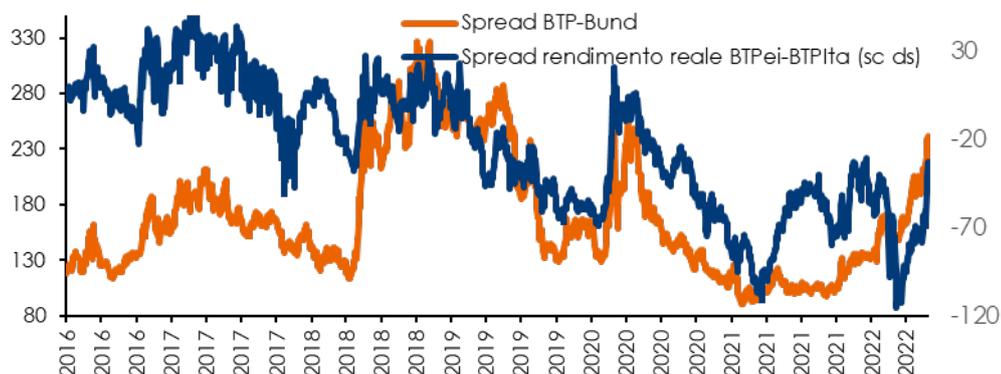
La protezione dall'inflazione del BTP Italia può rispondere alle esigenze del contesto attuale

Scenario e rischi sono alla base anche delle scelte del Tesoro per il nuovo BTP Italia

BTP Italia: gli investitori retail

Italia. Quest'ultima tipologia di titolo appare pertanto più difensiva, caratteristica che potrebbe risultare cruciale nell'attuale contesto di mercato.

BTPei e BTP Italia: differenziale di rendimento reale e rischio



Note: BTP Italia aprile 2024 e BTPei corrispondente. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Queste considerazioni di partenza, sia dal punto di vista del Tesoro che da quello degli investitori retail, contestualizzano l'emissione nello scenario estremamente complesso e incerto in cui è entrata l'economia italiana e mondiale e riteniamo si possano porre alla base della valutazione del nuovo BTP Italia.

Dettagli del collocamento

I primi tre giorni, da lunedì 20 a mercoledì 22 giugno, saranno riservati ai risparmiatori individuali, mentre agli investitori istituzionali è dedicata la mattinata del 23 giugno. Per questa emissione il Tesoro si posiziona sulla durata 8 anni, con scadenza 28 giugno 2030.

Per il retail l'allocazione resta illimitata: tutti gli ordini vengono cioè soddisfatti ma il Tesoro si riserva di chiudere anticipatamente il collocamento. Per gli investitori istituzionali, la seconda fase si aprirà alle 9 e si chiuderà alle 11 del 23 giugno 2022. Al termine, le proposte di adesione degli investitori istituzionali verranno soddisfatte interamente, ovvero, nel caso in cui le richieste eccedano la quantità che il MEF intende offrire, Borsa Italiana procederà ad applicare un meccanismo di riparto equi-proporzionale. Il Tesoro sceglie di venire incontro a tutti gli ordini della clientela retail (salvo chiusura anticipata) con l'obiettivo, come detto, di favorire l'incremento della quota di debito in mano a quella tipologia di investitori, mentre si riserva la possibilità di gestire l'ammontare totale dell'emissione attraverso l'opzione del riparto per gli istituzionali.

Il tasso reale annuo minimo garantito per questa nuova emissione è stato comunicato venerdì 17 giugno ed è pari a 1,60%. Ricordiamo che il tasso reale garantito effettivo sarà comunicato nella mattinata di giovedì 23 giugno (interamente dedicata agli investitori istituzionali) e potrà essere rivisto solo al rialzo rispetto al tasso minimo comunicato.

Il premio fedeltà è stato fissato all'1% lordo del nominale sottoscritto (dopo che nell'emissione di due anni fa era stato portato all'8 per mille dal precedente 4 per mille) e sarà corrisposto dal MEF in due tranche esclusivamente agli investitori retail che abbiano acquistato il titolo durante la prima fase del periodo di collocamento. Il premio intermedio, pari allo 0,4% del capitale nominale acquistato non rivalutato, spetta agli investitori individuali che conserveranno il titolo fino al termine dei primi quattro anni (28 giugno 2026); il premio finale, invece, pari allo 0,6% del capitale nominale sottoscritto non rivalutato, spetta a quanti acquisteranno il BTP Italia nei giorni del collocamento e lo conserveranno fino alla scadenza (28 giugno 2030). Pertanto, il

I tempi del collocamento

Il premio fedeltà aumenta e viene corrisposto in due tranche

risparmiatore che acquista il BTP Italia all'emissione e lo detiene fino alla scadenza riceverà un premio complessivo pari all'1%.

Le principali caratteristiche che differenziano questa tipologia di titoli dagli altri BTP indicizzati presenti sul mercato (BTPei) sono: 1) la corresponsione non solo delle cedole ma anche della rivalutazione del capitale con cadenza semestrale; 2) l'indicizzazione all'inflazione italiana e non alla media europea; 3) il premio fedeltà per gli investitori retail che detengono il titolo fino al termine dei primi quattro anni per la prima tranche e alla scadenza per la seconda tranche; 4) il canale di emissione (MOT) e l'allocazione illimitata per la clientela retail.

Infine, una quinta caratteristica che aveva reso il titolo interessante anche nei momenti di crescita negativa dei prezzi è che, in caso di deflazione, le cedole vengano comunque calcolate sul capitale nominale investito, quindi con una protezione estesa non solo alla quota capitale ma anche agli interessi.

Il taglio minimo sottoscrivibile è di 1.000 euro o multipli senza limitazioni. I BTP Italia si possono sottoscrivere direttamente online attraverso i sistemi di home banking, dove sia attiva la funzione di negoziazione titoli attraverso l'accesso al MOT. In alternativa, come per tutti gli altri titoli di stato, ci si può rivolgere allo sportello della banca in cui si detiene un conto titoli.

Per maggiori dettagli si rimanda al sito del Ministero del Tesoro, nella sezione appositamente dedicata a questa tipologia di titoli (http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/btp_italia/).

Previsioni d'inflazione e ipotesi di rendimento

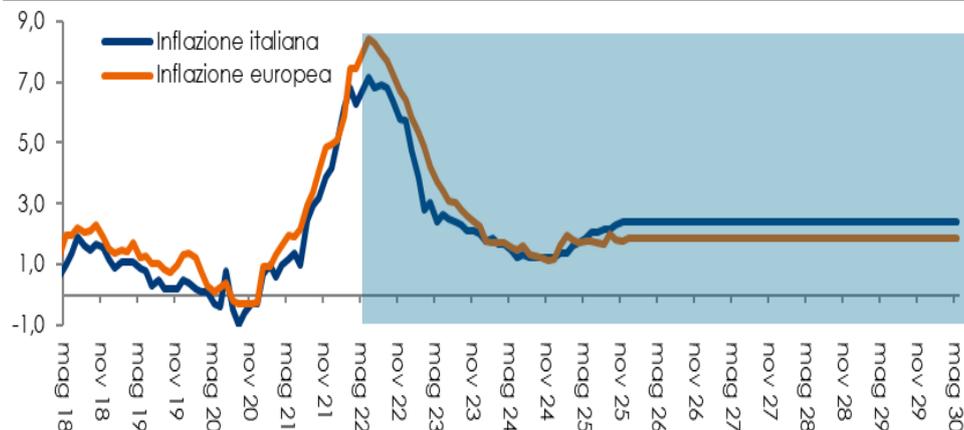
Il BTP Italia è un titolo di stato indicizzato all'inflazione italiana: fornisce pertanto all'investitore una protezione contro l'effettivo aumento del costo della vita. Tipicamente, i prezzi al consumo dipendono, oltre che da fattori "esogeni" ai singoli paesi (come l'azione della BCE e i prezzi delle materie prime), anche dalle dinamiche interne di domanda e offerta e dalle decisioni nazionali in materia di imposizione fiscale e, più in generale, di politica economica. Alla pandemia, nonostante l'emergenza sanitaria sia sperabilmente alle spalle, si è unita la guerra in Ucraina a porre sullo scenario un grado di incertezza ancora maggiore. L'accelerazione dei prezzi nell'ultimo anno e mezzo, dapprima ritenuta transitoria, si sta rivelando molto più persistente delle attese e sta innescando una fase di restrizione della politica monetaria a cui non si assisteva da molti anni. Il risultato, al momento, sembra essere quello di un nuovo scenario centrale con un'inflazione decisamente più elevata anche nel prossimo futuro ma, soprattutto, con code nella distribuzione dei rischi molto più spesse, legate all'origine dell'aumento dei prezzi. La variazione di questi ultimi è condizionata da componenti della domanda (tipicamente, in prima approssimazione, i prezzi aumentano quando la richiesta di beni e servizi ne supera la produzione) e dell'offerta (quando per diverse ragioni costa di più produrre beni e servizi, indipendentemente dalla domanda). L'aumento attuale dell'inflazione è in buona parte, soprattutto in Eurozona, da offerta (ossia legato alle recenti distorsioni nei prezzi delle materie prime e nelle catene di produzione indotte prima dalla pandemia e, successivamente, anche dalla guerra) ed è molto più complesso da controllare attraverso la politica monetaria, se non con potenziali ripercussioni pesanti sulla crescita. Inoltre, sempre in Eurozona, gli effetti della pandemia, della guerra e della stessa restrizione monetaria si stanno declinando in maniera molto diversa sui singoli paesi, come dimostra la preoccupazione espressa dalla stessa BCE per la "frammentazione" del mercato. In questo contesto, uno strumento che ha come punto di riferimento l'inflazione italiana rappresenta un'effettiva protezione dalla variazione del potere d'acquisto domestico in una fase di estrema incertezza.

Le caratteristiche del BTP Italia

Protezione dalla deflazione non solo per il capitale ma anche per le cedole

Pandemia, guerra e azione della politica monetaria pesano sulle previsioni d'inflazione

Inflazione europea e inflazione italiana a confronto



Nota: l'area azzurra indica le previsioni. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Il picco dell'inflazione, a nostro avviso, dovrebbe essere tra giugno e luglio, con un massimo sopra l'8% per l'inflazione europea e solo leggermente inferiore per quella italiana; poi i prezzi dovrebbero iniziare a rallentare la loro corsa, per tornare vicini al target della BCE alla fine del prossimo anno. Nel medio periodo, sul fronte della domanda resta l'incognita di un potenziale diffuso e ampio rallentamento (fino ai timori di recessione) indotto dalle politiche monetarie restrittive, mentre molto incerto è l'impatto della necessaria "nuova quasi normalità" dal lato dell'offerta. La rimodulazione di una serie di catene produttive, in particolare quella legata all'approvvigionamento energetico e a molti generi alimentari, potrebbe portare a un incremento persistente dei costi a monte. Questo aumento, soprattutto in settori poco "elastici", la cui domanda di fatto muta poco anche in condizioni recessive, come quello dei beni di prima necessità, potrebbe riversarsi in un incremento dei rispettivi prezzi al consumo, con un impatto complessivo significativo sull'indice generale.

Secondo le nostre previsioni, nel 2022 l'inflazione media per l'Italia (indice armonizzato) è attesa al 6,4% a fronte di una media europea del 7,2%, mentre nel 2023 la crescita media annua dei prezzi al consumo domestici dovrebbe attestarsi al 2,7%, a fronte del 3,6% a livello europeo. Come evidente, gli effetti asimmetrici della pandemia prima e della guerra poi avranno un impatto importante sul profilo d'inflazione, con l'andamento dei prezzi domestici che dovrebbe rivelarsi in media più contenuto rispetto a quello dell'inflazione europea. Questo scenario centrale resta comunque gravato da un ampio margine di incertezza.

Con riferimento all'indice dei prezzi FOI ex-tabacco (indice utilizzato per i BTP Italia), l'inflazione in media annua è attesa a 5,8% nel 2022 e a 2,7% nel 2023. Nel complesso, sull'orizzonte temporale che coinvolge il titolo BTP Italia (ossia da oggi a giugno 2030), l'inflazione media annua dovrebbe essere, secondo le nostre previsioni, in area 2,4% per l'indice FOI ex-tabacco e 2,6% per l'indice armonizzato, a fronte di un aumento medio dei prezzi a livello europeo del 2,4%.

Questo è il punto da cui partire per fare alcune considerazioni sull'ipotetico rendimento. In particolare, il rendimento nominale del titolo all'emissione sarà, per approssimazione, il tasso reale effettivo più l'inflazione annua media stimata dall'emissione alla scadenza.

La cedola reale minima garantita è stata fissata all'1,60%. Come detto, la variazione media annua dell'indice dei prezzi di riferimento (indice FOI ex-tabacco) per la durata del titolo dovrebbe essere, secondo le nostre previsioni, intorno al 2,4%. Il rendimento nominale all'emissione del BTP Italia, che si ottiene per approssimazione sommando l'inflazione attesa alla cedola reale, è pertanto in area 4%. Considerando che il BTP nominale corrispondente (BTP 0,95% agosto 2030) scambia in area 3,40% al 17.6.2022, il BTP Italia offrirebbe una sorta di "premio" di

Previsioni d'inflazione molto incerte, tra politica monetaria e revisione di alcune catene produttive

Ipotesi di rendimento

circa 60pb. In altre parole, il livello d'inflazione implicita (breakeven inflation o BEI, cioè il tasso di crescita dei prezzi sopra il quale conviene detenere il BTP Italia rispetto al nominale corrispondente) all'emissione è all'1,8%, ossia più basso rispetto alle nostre previsioni per l'arco temporale di riferimento (pari 2,4% per 8 anni). Questa differenza (oltre che in base a fattori tecnici per i quali si rimanda al paragrafo successivo) si spiega, come scritto, valutando la cosiddetta inflazione di breakeven. Pertanto, un'inflazione di breakeven bassa aumenta, ceteris paribus, la probabilità che l'inflazione effettiva di periodo sia superiore e che quindi convenga detenere il titolo reale.

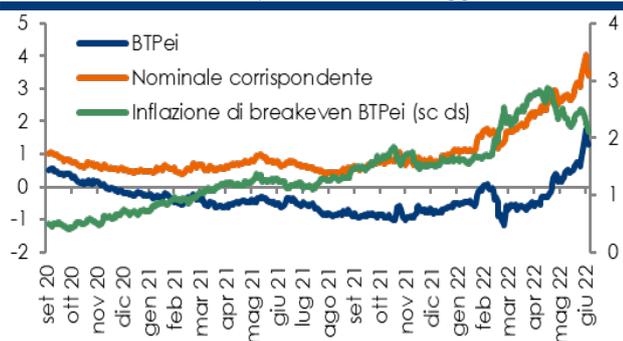
Alla base della differenza di rendimento a scadenza - a oggi, 1,60% più inflazione attesa per il BTP Italia e 3,40% per il BTP nominale di riferimento (BTP 0,95% agosto 2030) - si segnalano anche caratteristiche tecniche cruciali, prima fra tutte la differente liquidità degli strumenti. I BTP Italia, proprio per la tipologia di investitori a cui sono prevalentemente rivolti e per le modalità di collocamento, sono contraddistinti da un ammontare in circolazione inferiore a quello tipico dei BTP nominali. Questo comporta che i BTP Italia siano in teoria strumenti potenzialmente soggetti ad ampie oscillazioni di prezzo (sia temporali, che tra prezzo di domanda e di offerta), che tipicamente caratterizzano le emissioni illiquide. Di conseguenza, parte del premio (in termini di maggior rendimento) che i BTP Italia offrono deriva dalla loro modesta liquidità. D'altra parte, la mancanza di un mercato pronti contro termine per questi strumenti, unita alla tendenza "da cassetta" dell'investitore-tipo, riduce la volatilità del titolo, come evidente anche dall'andamento dei prezzi dei titoli della stessa tipologia già emessi. Infine, il Tesoro, nella determinazione del tasso reale, probabilmente tiene in considerazione il canale di emissione e la volontà di fidelizzare gli investitori privati, meno soliti ad affacciarsi sul primario.

Caratteristiche di mercato che impattano su rendimento e volatilità dei titoli

BTP Italia vs. BTPei e BTP nominale corrispondente

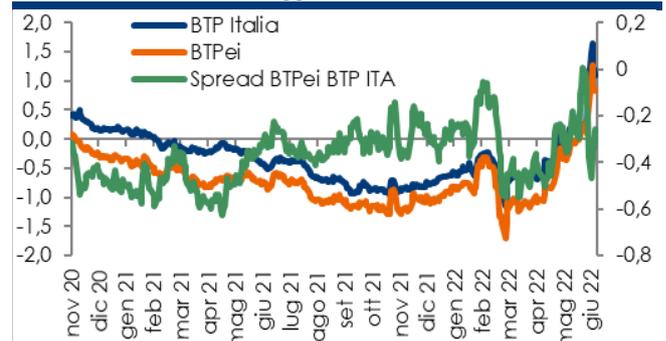
Per quanto scritto, considerando gli strumenti alternativi nominali (il titolo nominale di riferimento per la valutazione dell'emissione attuale è il BTP 0,95% scadenza agosto 2030), il BTP Italia appare dunque decisamente attraente, offrendo un ipotetico rendimento nominale lordo ampiamente superiore. Come già detto, rispetto a un ipotetico rendimento nominale in area 4% (cedolare reale + inflazione attesa) del BTP Italia, il nominale di riferimento scambia oggi in area 3,40%.

Rendimento del nominale corrispondente (0,95% agosto 2030) e inflazione di breakeven implicita nel BTPei maggio 2030



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Confronto tra inflazione di breakeven implicita nel BTP Italia ottobre 2027 e nel BTPei maggio 2028



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

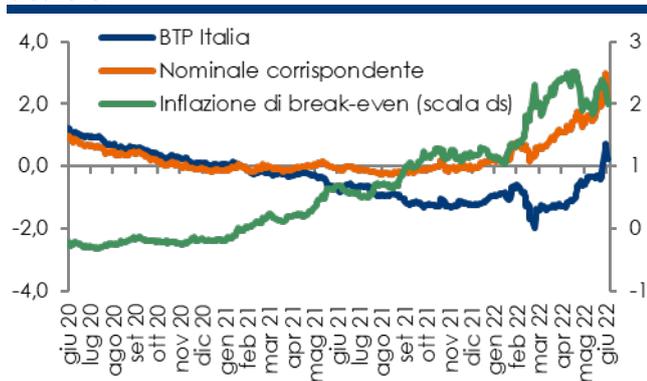
Il BTP Italia appare anche un'alternativa interessante rispetto all'altra tipologia di indicizzati presente sul mercato, ossia i titoli legati all'inflazione europea. La fotografia attuale dei prezzi rivela come l'inflazione di breakeven incorporata nel BTP Italia in emissione sia in area 1,8%, ed inferiore di circa 40pb rispetto a quella incorporata nel corrispondente BTPei (BTP 0,4% scadenza maggio 2020, indicizzato all'inflazione europea), pari a 2,20%. La differenza di BEI (breakeven inflation) tra il BTPei e il BTP Italia, in area 0,40%, risulta in linea con le previsioni per il sentiero futuro dei prezzi, che indicano un'inflazione italiana che dovrebbe essere inferiore a quella europea (si vedano i due grafici sopra: quello a sinistra indica l'andamento della BEI del BTPei di riferimento

per l'attuale emissione del BTP Italia; quello di destra, per permettere un confronto storico, riporta le BEI e lo spread relativi al BTP Italia ottobre 2027, emesso nel novembre 2019, e al BTPei maggio 2028). Inoltre, soprattutto in momenti di aumento della volatilità (si veda anche la sezione iniziale: "BTP Italia: protezione dall'inflazione e doppio premio fedeltà") si registra una miglior tenuta del comparto dei BTP Italia rispetto agli indicizzati. Queste considerazioni, data anche la fase di mercato, puntano verso una preferenza per i BTP Italia rispetto ai BTPei.

Confronto con le emissioni precedenti di BTP Italia

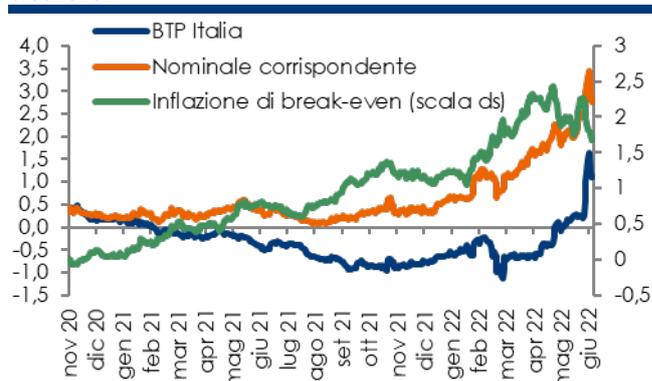
Il confronto con gli strumenti analoghi, ossia gli altri BTP Italia scambiati sul secondario, è reso più complesso dal cambiamento di durata del titolo che si è verificato nel corso delle diverse emissioni. Il BTP in emissione torna infatti ad avere una durata di 8 anni, come il penultimo (scadenza ottobre 2027) mentre il BTP Italia maggio 2020 ha una durata di 5 anni (scadenza maggio 2025). Facendo una comparazione con questi due ultimi titoli, il nuovo BTP Italia, considerando la cedola reale minima garantita, mostra un'inflazione di breakeven inferiore di una ventina di punti base rispetto al BTP Italia maggio 2025 e leggermente superiore a quella implicita nel BTP Italia ottobre 2027.

BTP Italia maggio 2025, nominale corrispondente e inflazione di breakeven



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

BTP Italia ottobre 2027, nominale corrispondente e inflazione di breakeven



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Il premio fedeltà

Il premio fedeltà rappresenta una percentuale del valore nominale dell'investimento ed è corrisposto esclusivamente a chi acquista i BTP Italia durante la prima fase del periodo di collocamento e li detiene fino alla scadenza. Il premio è stato per molte emissioni pari al 4 per mille del nominale investito, per poi raddoppiare all'8 per mille nel collocamento del maggio 2020. In occasione dell'emissione attuale il premio verrà corrisposto in due fasi: agli investitori che acquistano il titolo durante la prima fase del periodo di collocamento e lo detengono fino al termine dei primi quattro anni, il Tesoro corrisponderà un premio intermedio fisso pari al 4 per mille lordo (da calcolarsi sull'importo nominale acquistato non rivalutato); dopo i successivi quattro anni, alla scadenza del titolo, agli investitori che hanno acquistato il titolo durante la prima fase del periodo di collocamento e che continuano a detenerlo fino alla scadenza, sarà corrisposto un premio finale fisso pari al 6 per mille lordo (da calcolarsi sull'importo nominale acquistato non rivalutato). Pertanto, il risparmiatore che acquista il BTP Italia all'emissione e lo detiene fino alla scadenza riceverà un premio complessivo pari al 10 per mille. In altre parole, considerando questo fattore, chi evita di vendere il titolo per i primi quattro anni avrà un extra-rendimento annuo, da sommare al rendimento reale minimo garantito, di 10pb (4 per mille in 4 anni) mentre per chi detiene il titolo fino alla scadenza questo rendimento annuo aggiuntivo sarà di 12,5pb (1% in 8 anni).

Considerazioni finali

Il Tesoro con i BTP Italia ha finora raccolto circa 170 miliardi di euro. L'emissione più corposa è stata l'ultima, cioè quella di maggio 2020 che, con quasi 22,3 mld di euro, ha di poco superato quella di novembre 2013; la più piccola, da 2,2 miliardi, è stata quella del novembre 2018, fortemente condizionata dalla situazione politica e di mercato del momento. La quota di clientela retail, da quando il collocamento è aperto anche agli istituzionali (ossia da aprile 2014), è stata sempre piuttosto alta, oscillando tra il 40% e il 63% (massimo ottenuto nell'ultima emissione). La storia dei collocamenti del BTP riflette le condizioni di mercato che ha attraversato il debito domestico a cui, nel contesto attuale, dopo anni di aumento dei prezzi molto contenuto, si aggiunge il tema della protezione effettiva dall'inflazione elevata.

Prima dell'emergenza Covid-19, lo scenario di curve piuttosto piatte e rendimenti prossimi allo zero anche sulle scadenze più lunghe, unito alle aspettative d'inflazione sempre più compresse, sembrava aver reso, almeno parzialmente, questi titoli progressivamente meno appetibili per la clientela retail, per cui il prodotto era stato originariamente creato. Tuttavia, come abbiamo descritto, lo scenario è drasticamente cambiato: le certezze, in termini macroeconomici e di politica economica, si fermano all'aumento dei prezzi delle materie prime e all'avvio di una fase di politica monetaria restrittiva. Il Tesoro punta con questa emissione a raccogliere l'interesse della clientela retail grazie alla cedola e all'aumento, nonché alla diversa modalità di erogazione, del premio fedeltà. Per i sottoscrittori, l'osservazione della storia recente dimostra come i BTP Italia, seppur allineandosi nel medio periodo alle valutazioni delle altre tipologie di titoli, smussino la volatilità di breve date le loro caratteristiche e si rivelino più difensivi rispetto agli indicizzati all'inflazione europea. Inoltre, la cedola reale minima garantita a 1,60% rende il titolo decisamente interessante, sia in base a valutazioni di rendimento assoluto (più legate al mondo degli investitori retail) sia in termini di tasso relativo rispetto agli strumenti analoghi presenti sul mercato (considerazioni più legate alle decisioni di portafoglio degli istituzionali).

Nel complesso, le nostre considerazioni portano a ritenere interessante l'investimento nel BTP Italia di nuova emissione sia in termini relativi rispetto al corrispondente nominale che, soprattutto, in termini assoluti, in particolare in un'ottica difensiva e di detenzione del titolo in portafoglio fino alla scadenza, conseguendo così, nel caso di investitore retail, anche il premio fedeltà, che è arrivato ad offrire un interessante extra-rendimento garantito.

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.

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.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

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 persone ad essi strettamente legate 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.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

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 06.06.2022.

Il presente documento è distribuito da 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 Prodotti e Quotazioni (www.intesasanpaolo.prodottiequotazioni.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/persone-e-famiglie/mercati.html>).

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: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) 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 dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari

o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" 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 S.p.A. 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. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 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.

Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

(a) le opinioni espresse sulle Società citate 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.

Altre indicazioni

1. Né l'/gli analista/i né qualsiasi altra persona strettamente legata all'/agli analista/i hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né l'/gli analista/i né qualsiasi altra persona strettamente legata all'/agli analista/i operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. L'/Gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.
4. L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente raccomandazione non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da 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 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 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

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi