

Focus
BTP Italia, diciannovesima emissione

La discesa dei prezzi delle materie prime - dopo l'impennata legata prima alla pandemia e poi alla guerra - e la decisa restrizione monetaria si stanno riflettendo in una discesa del profilo d'inflazione. L'aumento annuo dei prezzi resta comunque tuttora molto elevato e le previsioni di possibile calo sono appesantite da un elevato e inusuale grado d'incertezza. In questo contesto, 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. Le condizioni congiunturali mettono pertanto al centro dell'attenzione dei risparmiatori questa caratteristica principale del titolo.

Il nuovo BTP Italia avrà scadenza 5 anni e un rendimento reale minimo garantito del 2%, a cui andrà 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 alla media 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 fino alla scadenza. Per la clientela dei piccoli risparmiatori e affini, che potranno sottoscrivere il titolo dal 6 all'8 marzo (salvo chiusura anticipata), non sarà applicato alcun tetto massimo. Al contrario, per gli istituzionali il collocamento avverrà nella mattina del 9 marzo e potrebbe prevedere un riparto.

L'inflazione media italiana (indice FOI) per la durata del titolo dovrebbe essere, secondo le nostre previsioni, intorno al 2,2%. La cedola reale minima garantita è stata fissata a 2%. Il rendimento nominale all'emissione del BTP Italia, che si ottiene per approssimazione sommando l'inflazione attesa alla cedola reale, è pertanto in area 4,2%. Considerando che il BTP nominale corrispondente scambia poco sotto il 4,1% (4,08% alla chiusura del 3.3.2023), il BTP Italia offrirebbe una sorta di "premio" di circa 10pb. 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 al 2,1%, ossia marginalmente più basso rispetto alle nostre previsioni per l'arco temporale di riferimento (2,2% per 5 anni) e inferiore anche all'inflazione incorporata nel corrispondente titolo indicizzato al dato europeo (in area 2,8%). Passando alle valutazioni di mercato, gli indicizzati all'inflazione, seppur anticipando un'ampia discesa dei prezzi nei prossimi anni, restano un valido strumento difensivo in un'ottica di diversificazione di portafoglio, soprattutto considerando che, recentemente, le rilevazioni sui prezzi hanno costantemente sorpreso al rialzo e lo scenario sulle dinamiche inflazionistiche resta ancora gravato da pesante incertezza. Nel complesso, le considerazioni esposte portano a ritenere interessante l'investimento nel BTP Italia sia in termini relativi rispetto al corrispondente nominale che anche in termini assoluti, in particolare in un'ottica di detenzione dei titoli in portafoglio fino alla scadenza, caso in cui si otterrebbe anche il premio fedeltà dell'8 per mille, corrispondente ad un extra-rendimento annuo di 16pb.

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

| | 14a em - novem 2018 | 15a em ott 2019 | 16a em mag 2020 | 17a em mag 2022 | 18a em nov 2022 | 19a em mar 2023 |
|---|---------------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|--------------------|--------------------|
| Ammontare collocato (mld euro) | 2,16 | 6,75 | 22,29 | 9,44 | 11,99 | ND |
| Durata del titolo | 4 anni | 8 anni | 5 anni | 8anni | 6anni | 5anni |
| Rendimento reale garantito (%) | 1,45 | 0,65 | 1,4 | 1,6 | 1,6 | 2,0 (#) |
| Rendimento nominale a 4 (*6) (**8) (**5) anni (%) | 2,1 | 0,65 (**) | 1,35 (***) | 3,40 (**) | 3,96 (*) | 4,08 (***) |
| Rendimento nominale a 2 anni (%) | 1,2 | -0,3 | 0,68 | 1,48 | 2,76 | 3,68 |
| Rendimento nominale a 10 anni (%) | 3,4 | 0,88 | 1,81 | 3,57 | 4,19 | 4,51 |
| Spread BTP-Bund (pb) | 305 | 135 | 235 | 192 | 203 | 180 |
| CDS Italia (pb) | 278 | 120 | 227 | 133 | 145 | 95 |

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

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 03.03.2023.

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

6 marzo 2023 - 11:10 CET

Data e ora di produzione

Obbligazioni

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

Analista Finanziario

6 marzo - 11:15 CET

Data e ora di circolazione

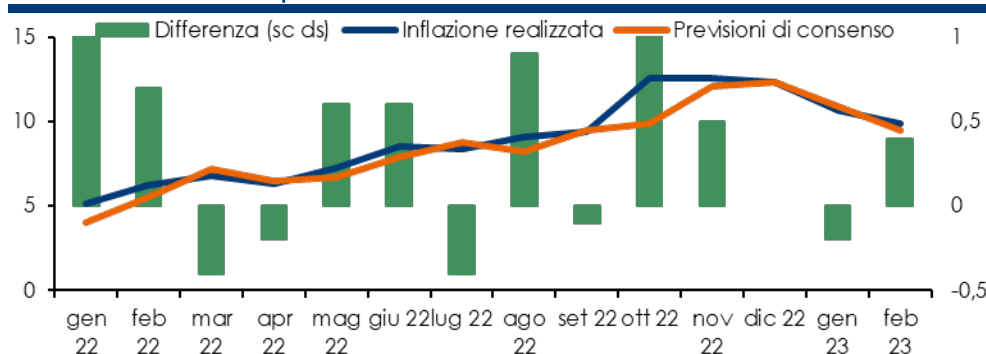
BTP Italia, protezione dall'inflazione in un contesto di elevata incertezza

Il contesto attuale, caratterizzato da un iniziale rallentamento dei prezzi ma accompagnato anche da un'ampia incertezza rispetto allo scenario centrale - con le recenti previsioni che si sono rivelate costantemente troppo ottimistiche sulla discesa dell'inflazione rispetto alle rilevazioni effettive - è quello in cui il BTP Italia può continuare ad esprimere al meglio le sue caratteristiche di protezione.

La reazione delle banche centrali all'improvviso rialzo dell'inflazione, che ha preso il via nella seconda parte del 2022 con una veloce impennata dei tassi di riferimento, sta iniziando a influire sulla dinamica dei prezzi. L'inflazione dovrebbe aver toccato il picco nelle principali economie europee ma il grado di incertezza sul profilo futuro dei prezzi resta estremamente elevato, come evidente dal grafico sottostante, in cui l'errore di previsione è ogni mese piuttosto robusto e, soprattutto, distorto nella direzione di una frequente sottostima rispetto al dato poi effettivamente realizzato. In questo contesto, un titolo il cui rendimento, per la parte relativa ai prezzi, è legato all'inflazione effettiva, offre una protezione interessante.

La protezione dall'inflazione del BTP Italia può continuare a rispondere alle esigenze degli investitori retail nel contesto attuale ...

Italia: inflazione realizzata e previsioni di consenso



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

L'incertezza, che grava non solo su risparmiatori e investitori ma anche sulle prospettive della finanza pubblica, con la volatilità sui rendimenti di mercato che resta molto elevata, rappresenta 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, a loro volta particolarmente attenti, in questo contesto, al tema dell'inflazione. 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 e risulti, pertanto, particolarmente adatta alla gestione del debito soprattutto in scenari di incertezza come quello attuale.

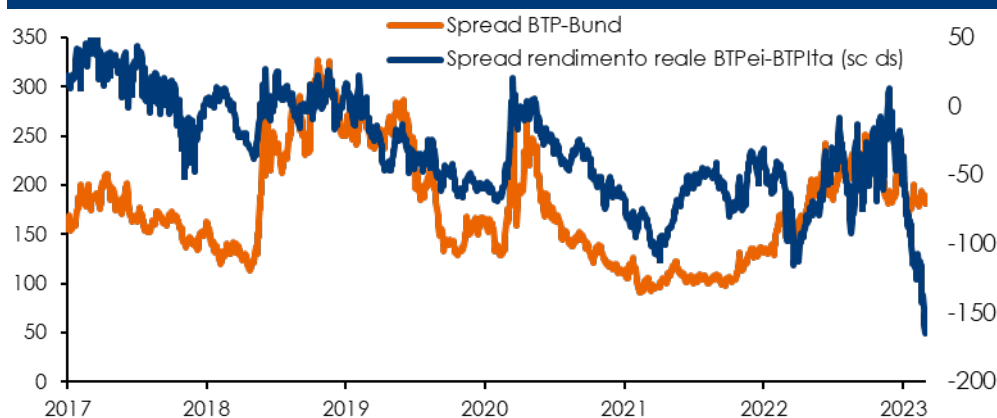
... mentre per il Tesoro rappresenta uno strumento per consolidare la base di investitori nel debito governativo domestico

La base degli investitori prevalentemente domestica e la quotazione sui mercati retail espongono 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 pronto contro termine e la tendenza "da cassettista" dell'investitore-rettore permettono di ridurre la volatilità. 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

Il BTP Italia appare più difensivo rispetto agli indicizzati all'inflazione europea in momenti di volatilità elevata

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 sottostante) 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 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 nell'attuale scenario estremamente complesso e incerto, e riteniamo si possano porre alla base della valutazione del nuovo BTP Italia.

Dettagli del collocamento

I primi tre giorni, da lunedì 6 a mercoledì 8 marzo, saranno riservati ai risparmiatori individuali, mentre agli investitori istituzionali è dedicata la mattinata del 9 marzo. Per questa emissione il Tesoro si posiziona sulla durata 5 anni, con scadenza 14 marzo 2028.

Per il retail l'allocazione resta illimitata: tutti gli ordini vengono cioè soddisfatti ma il Tesoro si riserva di chiudere anticipatamente il collocamento. La fase dedicata agli investitori istituzionali si aprirà alle 9 e si chiuderà alle 11 del 9 marzo 2023. Al termine, le proposte di adesione degli investitori istituzionali verranno soddisfatte interamente, ovvero, nel caso in cui le richieste eccedessero la quantità che il MEF intende offrire, Borsa Italiana procederà ad applicare un meccanismo di riparto equi-proporzionale. Il Tesoro sceglie dunque 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 3 marzo ed è pari al 2%. Il tasso reale garantito effettivo sarà comunicato giovedì 9 marzo prima del collocamento per gli istituzionali e potrà essere rivisto solo al rialzo rispetto al tasso minimo comunicato.

Il premio fedeltà resta l'8 per mille, in linea con le scelte precedenti del Tesoro rispetto a titoli con durata analoga a quello in emissione, e sarà corrisposto in una sola tranche alla scadenza del titolo agli investitori retail che hanno acquistato il bond in collocamento e lo avranno detenuto per l'intera durata.

I tempi del collocamento

Il premio fedeltà resta all'8 per mille, corrisposto in una sola tranche a scadenza

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 a scadenza; 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, un tema particolarmente stringente nell'ultimo anno. In Eurozona, 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. L'eredità di pandemia e guerra in termini di rialzi dei prezzi delle materie prime e le strozzature logistiche si stanno progressivamente riducendo, mentre le politiche monetarie restrittive stanno cercando di contrastare l'accelerazione dei prezzi. Queste due dinamiche si sono riflesse in un'iniziale discesa dell'inflazione dai massimi raggiunti alla fine dello scorso anno; in una visione prospettica, tuttavia, se lo scenario centrale resta la continua discesa dell'andamento dei prezzi verso il target della BCE, le code nella distribuzione dei rischi risultano molto più spesse. Il calo recente dell'inflazione, sia europea che italiana, è in buona parte spiegato dall'effetto base legato all'impennata dei prezzi delle materie prime nei mesi corrispondenti dello scorso anno, mentre l'inflazione di fondo (che esclude le componenti più volatili, quali energia ed alimentari) ha segnato un nuovo massimo storico con la rilevazione di febbraio 2023.

In prospettiva, il trend discendente dovrebbe essere supportato non solo da effetti base favorevoli, ma anche dalle misure anti-rincari varate da numerosi Governi nazionali, che saranno in vigore nella maggior parte dei paesi sino a fine anno. D'altra parte, se questi fattori tenderanno a comprimere la salita dei prezzi, altre variabili contribuiscono a rendere il quadro più incerto: l'economia dell'Eurozona si sta dimostrando più resiliente (e a maggiore domanda corrispondono, a parità di altre condizioni, prezzi più elevati); l'accelerazione prevista della crescita cinese, dopo la riapertura delle frontiere, potrebbe portare a una maggiore richiesta di materie prime da parte del gigante asiatico, che a sua volta potrebbe innescare nuove tensioni sui prezzi; infine, l'aumento dei dazi imposti dagli USA alla Russia sulle materie prime industriali potrebbe rappresentare un altro fattore avverso alla discesa dell'inflazione. Nel complesso riteniamo che, in media annua, l'inflazione headline dovrebbe flettere al 5,8% quest'anno, dopo aver toccato l'8,4% nel 2022, con un punto di arrivo a 2,5% a dicembre. Invece, l'inflazione core dovrebbe crescere ancora nei prossimi mesi, con il picco per l'indice sottostante atteso al più tardi a giugno. A questo quadro si aggiunge la considerazione che lo spaccato per paese mostra un andamento asimmetrico della dinamica inflattiva nelle maggiori economie dell'Eurozona, legato anche ai diversi schemi governativi per contenere i prezzi energetici.

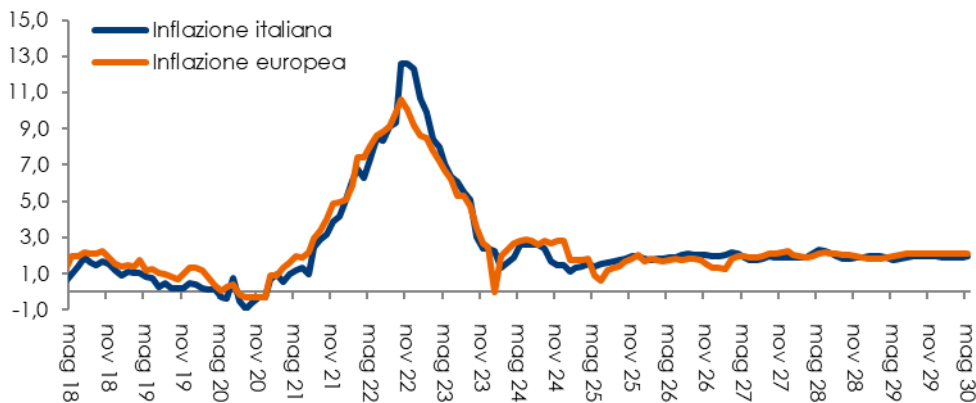
Le caratteristiche del BTP Italia

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

La politica monetaria è in azione ma l'inflazione in Eurozona continua a sorprendere al rialzo

Inflazione europea prevista a 5,8% in media annua nel 2023, con un punto di arrivo a 2,5% in dicembre

Inflazione europea e inflazione italiana a confronto



Nota: previsioni dal marzo 2023. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

A fronte di questo scenario complessivo, secondo le nostre previsioni la discesa graduale dell'inflazione italiana (al momento più alta di quasi un punto percentuale e mezzo rispetto a quella europea) sarà guidata principalmente dall'energia, vista la recente evoluzione dei prezzi del gas naturale. Ci aspettiamo una media annua al 6,3% nel 2023 e al 2,1% nel 2024 per l'indice armonizzato. Con riferimento all'indice dei prezzi FOI ex-tabacco (utilizzato per i BTP Italia), l'inflazione in media annua è attesa a 5,4% nel 2023 e 1,8% nel 2024. Nel complesso, sull'orizzonte temporale che coinvolge il titolo BTP Italia (ossia da oggi a marzo 2028), l'inflazione media annua dovrebbe essere, secondo le nostre previsioni, in area 2,2% per l'indice FOI ex-tabacco e 2,7% per l'indice armonizzato, in linea con l'aumento medio dei prezzi a livello europeo per il medesimo periodo.

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

Ipotesi di rendimento

La cedola reale minima garantita è stata fissata al 2%. Come appena 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 2,2%. Il rendimento nominale all'emissione del BTP Italia, che si ottiene per approssimazione sommando l'inflazione attesa alla cedola reale, è pertanto in area 4,2%. Considerando che il BTP nominale corrispondente (BTP 3,40% aprile 2028) scambia poco sotto il 4,1% alla chiusura del 3.3.2023, il BTP Italia offrirebbe una sorta di "premio" di circa 10pb. 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 al 2,1%, ossia marginalmente più basso rispetto alle nostre previsioni per l'arco temporale di riferimento (pari 2,2% per 5 anni).

L'extra-rendimento offerto dal BTP Italia (a cui si somma l'inflazione attesa) rispetto al nominale corrispondente è inferiore rispetto alle precedenti emissioni (ovvero, detto in altre parole, l'inflazione di breakeven è vicina alla nostra previsione sul periodo). Questa valutazione rappresenta, a nostro avviso, una diretta conseguenza dell'elevato grado di incertezza, più volte citato, che accompagna le stime del profilo d'inflazione per i prossimi anni. Gli errori di previsione dello scorso biennio, sia in termini di scenario complessivo (con l'erronea valutazione che l'accelerazione dei prezzi fosse temporanea che ha condizionato per diversi mesi l'azione delle banche centrali) che in termini puntuali (con i dati mensili che si sono rivelati quasi sistematicamente superiori alle previsioni), segnalano una difficoltà previsiva che rende ancora più apprezzabile la caratteristica del titolo di protezione dall'inflazione.

Le difficoltà di previsione sul fronte dei prezzi rappresentano un elemento chiave nella valutazione del titolo

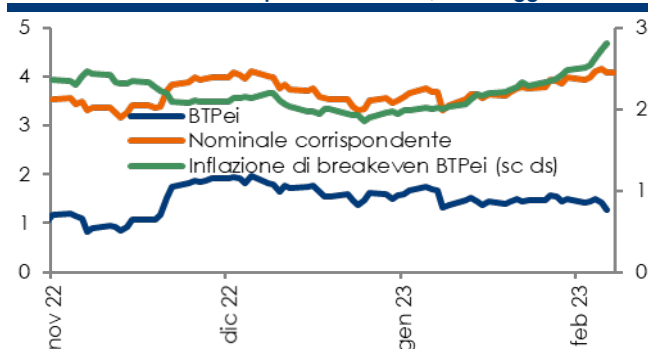
Alla base della differenza di rendimento a scadenza - a oggi, 2% più inflazione attesa per il BTP Italia e 4,08% per il BTP nominale di riferimento (BTP 3,4% aprile 2028) - si segnalano anche caratteristiche tecniche cruciali, prima fra tutte la differente liquidità degli strumenti. I BTP Italia, proprio 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 cassettista" dell'investitore-tipo, ne riduce la volatilità, 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

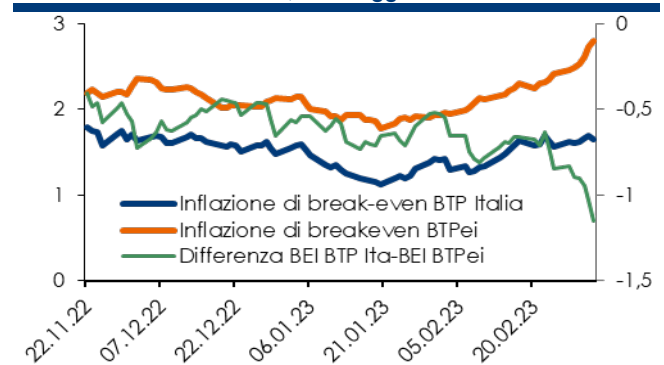
Considerando gli strumenti alternativi nominali (il titolo nominale di riferimento per la valutazione dell'emissione attuale è il BTP 3,40% scadenza aprile 2028), il BTP Italia appare marginalmente più attraente in termini di rendimento a scadenza. Infatti, come già detto, rispetto a un ipotetico rendimento nominale in area 4,2% (cedolare reale + inflazione attesa) del BTP Italia, il nominale di riferimento scambia a 4,08% (alla chiusura del 3.3.2023). Inoltre, il BTP Italia appare un'alternativa interessante rispetto all'altra tipologia di titoli che proteggono dall'inflazione (ossia i BTPei, titoli indicizzati all'inflazione europea), anche da un punto di vista valutativo, oltre che come migliore protezione contro la volatilità di mercato (si veda anche la precedente sezione introduttiva). La fotografia attuale dei prezzi rivela come l'inflazione di breakeven incorporata nel BTP Italia in emissione sia, come già scritto, in area 2,1%, inferiore di circa 70pb rispetto a quella incorporata nel corrispondente BTPei (BTP 1,3% scadenza maggio 2028, indicizzato all'inflazione europea), che, dopo il nuovo recente rialzo, si posiziona intorno a 2,8%. Queste considerazioni, data anche la fase di mercato, puntano verso una preferenza per i BTP Italia rispetto ai BTPei.

Rendimento del nominale corrispondente (3,40% aprile 2028) e inflazione di breakeven implicita nel BTPei 1,30% maggio 2028



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Confronto tra inflazione di breakeven implicita nel BTP Italia 1,6% novembre 2028 e nel BTPei 1,30% maggio 2028



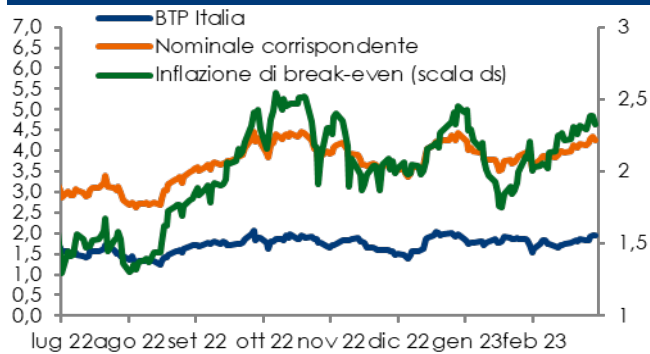
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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 e dal contesto attuale di elevata volatilità sulle attese per l'inflazione che, unita alla minor liquidità di questi titoli, implica alcune distorsioni tecniche. Facendo comunque una prima comparazione con gli ultimi due titoli emessi e considerando la cedola reale minima garantita, il BTP Italia attualmente in emissione mostra un'inflazione di breakeven inclusa nel corridoio

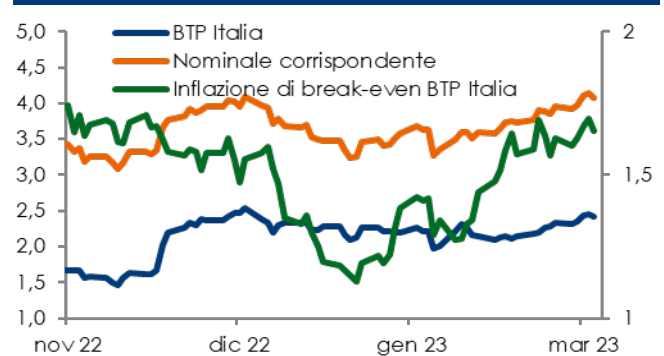
espresso dalle BEI incorporate nei due bond precedenti, quindi, in prima approssimazione, in linea con le emissioni in circolazione (al netto delle considerazioni sul premio fedeltà).

BTP Italia giugno 2030, nominale corrispondente e inflazione di breakeven



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

BTP Italia novembre 2028, 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 di luglio 2022 era stata prevista la corresponsione del premio in due fasi, a metà della durata del titolo e alla scadenza, e la percentuale era stata portata complessivamente all'1%. Per l'emissione attuale, in linea con quella del novembre dello scorso anno, il premio è stato riportato all'8 per mille, che si traduce in un extra-rendimento annuo aggiuntivo per chi detiene il titolo fino a scadenza di 16pb.

Il premio fedeltà dell'8 per mille si traduce in un extra-rendimento di 16pb

Considerazioni finali

Il Tesoro con i BTP Italia ha finora raccolto oltre 190 miliardi di euro. L'emissione più corposa è quella di maggio 2020 che, con quasi 22,3 miliardi 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, toccando un massimo con l'emissione di giugno 2022 al 77%. La storia dei collocamenti del BTP riflette le condizioni di mercato che ha attraversato il debito domestico, a cui si uniscono, per le ultime emissioni, un'inflazione elevata e soprattutto uno scenario relativo alle prospettive future dei prezzi molto incerto.

Prima dell'emergenza Covid-19, il contesto di rendimenti prossimi allo zero anche sulle scadenze più lunghe, unito alle aspettative d'inflazione sempre più compresse, sembrava aver reso questi titoli progressivamente meno appetibili (almeno parzialmente) per la clientela retail, per cui il prodotto era stato originariamente creato. Il drastico e piuttosto repentino cambio di scenario ha profondamente modificato il contesto: attualmente i titoli indicizzati rappresentano uno strumento effettivo ed efficace per contenere la perdita di potere d'acquisto, anche al di là di considerazioni più strettamente di mercato.

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.

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 24.02.2023.

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, Monica Bosi