

Focus
BTP Italia: nuova emissione

Con l'inflazione che in Eurozona continua a sorprendere al rialzo e si trova 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. Le condizioni congiunturali mettono pertanto al centro dell'attenzione dei risparmiatori questa caratteristica principale del titolo.

Il nuovo BTP Italia avrà scadenza 6 anni e un rendimento reale minimo garantito dell'1,60%, 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 14 al 16 novembre (salvo chiusura anticipata), non sarà applicato alcun tetto massimo. Al contrario, per gli istituzionali il collocamento avverrà nella mattina del 17 novembre e potrebbe prevedere un riparto.

L'inflazione media italiana (indice FOI) per la durata del titolo dovrebbe essere, secondo le nostre previsioni, intorno al 3,1%. 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 4,7%. Considerando che il BTP nominale corrispondente scambia poco sotto il 3,70% (al 11.11.2022), il BTP Italia offrirebbe una sorta di "premio" di circa 100pb. 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%, ossia più basso rispetto alle nostre previsioni per l'arco temporale di riferimento (3,1% per 6 anni) e inferiore anche all'inflazione incorporata nel corrispondente titolo indicizzato al dato europeo (in area 2,4%). Passando alle valutazioni di mercato, all'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, si deve considerare che 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. Nel complesso, le considerazioni esposte portano a ritenere interessante l'investimento nel BTP Italia 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

	XIII em. 05/2018	XIV em. 10/2018	XV em. 10/2019	XVI em. 05/2020	XVII em. 06/2022	XVIII em. 11/2022
Ammontare collocato (mld euro)	7,71	2,16	6,75	22,29	9,44	ND
Durata del titolo	8 anni	4 anni	8 anni	5 anni	8 anni	6 anni
Rendimento reale garantito (%)	0,55	1,45	0,65	1,4	1,6	1,6(#)
Rendimento nominale a 4 (*6) (**8) (***)5 anni (%)	1,50 (**)	2,1	0,65 (**)	1,35 (***)	3,40 (**)	3,7 (*)
Rendimento nominale a 2 anni (%)	-0,3	1,2	-0,3	0,68	1,48	2,76
Rendimento nominale a 10 anni (%)	1,9	3,4	0,88	1,81	3,57	4,19
Spread BTP-Bund (pb)	130	305	135	235	192	203
CDS Italia (pb)	98	278	120	227	133	145

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

14 novembre 2022 – 12:17 CET

Data e ora di produzione

Obbligazioni

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

Analista Finanziario

14 novembre 2022 - 12:23 CET

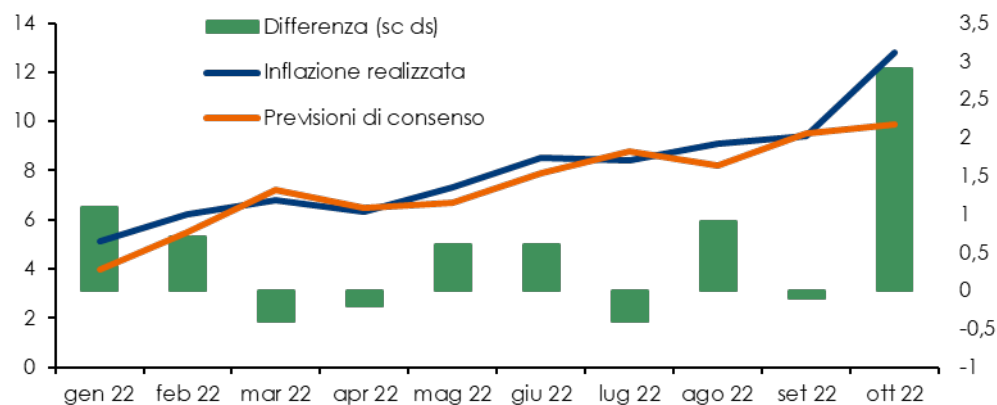
Data e ora di circolazione

BTP Italia: protezione dalle sorprese al rialzo dei prezzi

Il contesto attuale, caratterizzato da accelerazione dei prezzi e 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 esprimere al meglio le sue caratteristiche di protezione.

In un anno in cui le sorprese al rialzo sul fronte dei prezzi hanno certamente condizionato scenario e mercati, il Tesoro propone per la seconda volta, dopo l'emissione dello scorso giugno, il BTP Italia, titolo del Tesoro indicizzato al tasso di inflazione nazionale. Lo scenario, dati l'imponente stimolo monetario e fiscale per uscire dalla pandemia e le implicazioni della guerra in Ucraina, resta gravato da un'accelerazione dei prezzi al consumo che fatica a stabilizzarsi, nonostante le decise politiche monetarie restrittive messe in atto da Fed e BCE (e da molte altre banche centrali) negli ultimi mesi. 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; le prospettive future restano appesantite da un'incertezza molto elevata, come evidente dai recenti e ricorrenti errori verso il basso di stima dell'inflazione commessi dai principali previsori, soprattutto per il quadro europeo (si veda grafico sottostante). In questo contesto, un titolo il cui rendimento, per la parte relativa ai prezzi, è legato all'inflazione effettiva, offre una protezione interessante.

Eurozona: 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 di 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.

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

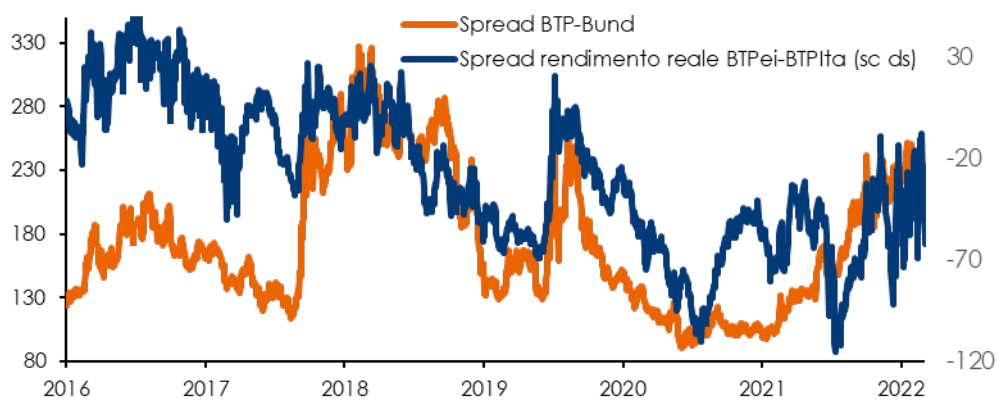
La protezione dall'inflazione del BTP Italia può rispondere alle esigenze degli investitori retail nel contesto attuale ...

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

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

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 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 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 14 a mercoledì 16 novembre, saranno riservati ai risparmiatori individuali, mentre agli investitori istituzionali è dedicata la mattinata del 17 novembre. Per questa emissione il Tesoro si posiziona sulla durata 6 anni, con scadenza 22 novembre 2028.

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 17 novembre 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 11 novembre ed è pari a 1,60%. Ricordiamo che il tasso reale garantito effettivo sarà comunicato

I tempi del collocamento

nella mattinata di giovedì 17 novembre (interamente dedicata agli investitori istituzionali) e potrà essere rivisto solo al rialzo rispetto al tasso minimo comunicato.

Il premio fedeltà torna ad essere l'8 per mille, anche considerando la durata del titolo in emissione, inferiore rispetto al precedente BTP Italia collocato lo scorso luglio. Ricordiamo che in quell'occasione il premio era stato fissato all'1% lordo del nominale sottoscritto e sarebbe stato corrisposto dal MEF in due tranche esclusivamente agli investitori retail che avessero acquistato il titolo durante la prima fase del periodo di collocamento.

Il premio fedeltà torna 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.

Le caratteristiche del BTP Italia

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.

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

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.

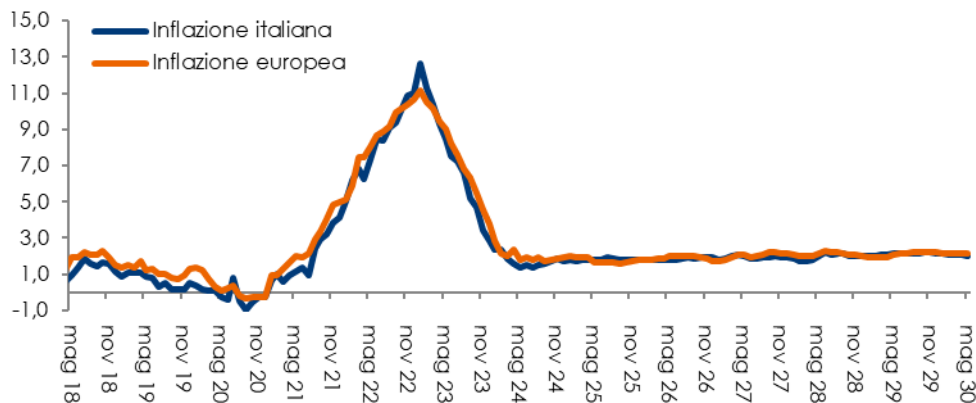
Per maggiori dettagli si rimanda al sito del Ministero del Tesoro, nella sezione appositamente dedicata a questa tipologia di titoli (http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/btp_italia/).

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 negli ultimi mesi. 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. Pandemia e guerra hanno avuto un effetto importante sul lato dell'offerta, con i rialzi dei prezzi delle materie prime e le strozzature logistiche, mentre le contestuali politiche estremamente espansive (fino a pochi mesi fa) hanno spinto verso l'alto la domanda. Ne è derivata un'accelerazione dei prezzi al consumo inattesa, robusta e persistente che, a sua volta, si è riflessa in una fase di restrizione della politica monetaria a cui non si assisteva da molti anni. Il risultato, al momento, resta 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. L'incremento 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 dapprima dalla pandemia e, successivamente, anche dalla guerra) e si sta rivelando molto più complesso da controllare attraverso la politica monetaria, anche scontando probabili 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.

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

Inflazione europea e inflazione italiana a confronto



Nota: previsioni dal novembre 2022. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

In particolare, tornando alle code di rischio, le costanti sorprese al rialzo degli ultimi mesi ci hanno indotto a spostare il picco dell'inflazione, con un massimo sopra l'11% per il dato europeo e addirittura superiore (13%) per quello italiano; poi i prezzi dovrebbero iniziare a rallentare la loro corsa, per tornare vicini al target della BCE nei primi mesi del 2024. Nel medio periodo, sul fronte della domanda resta l'incognita dell'attesa recessione indotta dalle politiche monetarie restrittive e dalla perdita di potere d'acquisto dovuta proprio all'inflazione.

Previsioni d'inflazione molto incerte, con il picco che si sposta nel 2023

Secondo le nostre previsioni, nel 2022 l'inflazione media per l'Italia (indice armonizzato) è attesa all'8,4%, in linea con la media europea, mentre nel 2023 la crescita media annua dei prezzi al consumo domestici dovrebbe attestarsi al 7,5%, a fronte del 7,8% a livello europeo. Gli effetti asimmetrici della pandemia prima, e della guerra poi, hanno esercitato un impatto importante sul profilo d'inflazione, con l'andamento dei prezzi domestici che negli ultimi mesi si è rapidamente avvicinato 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 (utilizzato per i BTP Italia), l'inflazione in media annua è attesa a 7,8% nel 2022 e a 6,9% nel 2023. Nel complesso, sull'orizzonte temporale che coinvolge il titolo BTP Italia (ossia da oggi a novembre 2028), l'inflazione media annua dovrebbe essere, secondo le nostre previsioni, in area 3,1% per l'indice FOI ex-tabacco e 3,3% per l'indice armonizzato, a fronte di un aumento medio dei prezzi a livello europeo del 3,4%.

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.

Ipotesi di rendimento

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 3,1%. Il rendimento nominale all'emissione del BTP Italia, che si ottiene per approssimazione sommando l'inflazione attesa alla cedola reale, è pertanto in area 4,7%. Considerando che il BTP nominale corrispondente (BTP 2,80% dicembre 2028) scambia poco sotto il 3,70% alla chiusura dell'11.11.2022, il BTP Italia offrirebbe una sorta di "premio" di circa 100pb. 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'2%, ossia più basso rispetto alle nostre previsioni per l'arco temporale di riferimento (pari 3,1% per 6 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

umenta, ceteris paribus, la probabilità che l'inflazione effettiva di periodo sia superiore e che quindi convenga detenere il titolo reale rispetto al nominale corrispondente.

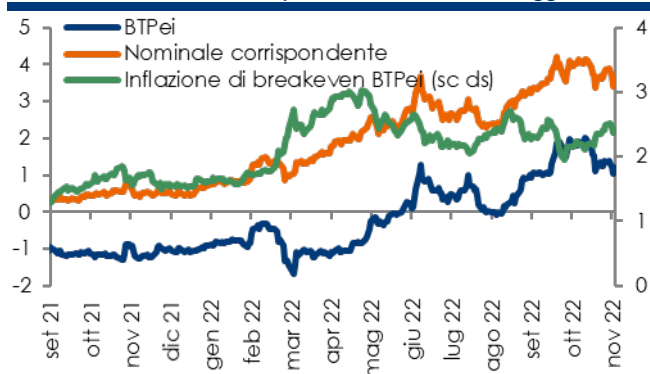
Alla base della differenza di rendimento a scadenza - a oggi, 1,60% più inflazione attesa per il BTP Italia e 3,70% per il BTP nominale di riferimento (BTP 2,80% dicembre 2028) - si segnalano anche caratteristiche tecniche cruciali, prima fra tutte la differente liquidità degli strumenti. I BTP Italia, 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 cassetista" 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

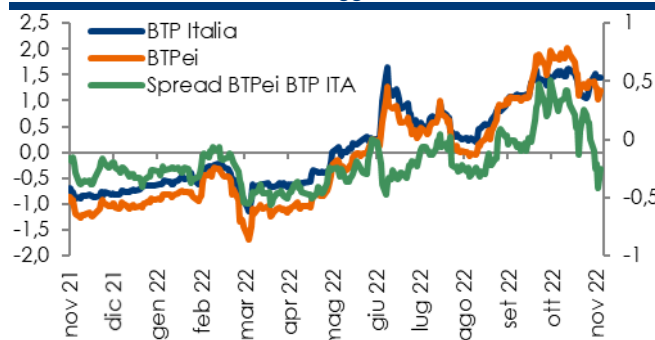
Per quanto scritto, considerando gli strumenti alternativi nominali (il titolo nominale di riferimento per la valutazione dell'emissione attuale è il BTP 2,80% scadenza dicembre 2028), il BTP Italia appare decisamente attraente, offrendo un ipotetico rendimento nominale lordo ampiamente superiore. Come già detto, rispetto a un ipotetico rendimento nominale in area 4,7% (cedolare reale + inflazione attesa) del BTP Italia, il nominale di riferimento scambia oggi in area 3,7%. Il BTP Italia appare anche un'alternativa interessante rispetto all'altra tipologia di indicizzati presente sul mercato (ossia i titoli legati 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 scritto, in area 2%, inferiore di circa 40pb rispetto a quella incorporata nel corrispondente BTPei (BTP 1,3% scadenza maggio 2028, indicizzato all'inflazione europea), pari a 2,40%. 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. Queste considerazioni, data anche la fase di mercato, puntano verso una preferenza per i BTP Italia rispetto ai BTPei.

Rendimento del nominale corrispondente (2,80% dicembre 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 0,65% ottobre 2027 e nel BTPei 1,30% maggio 2028

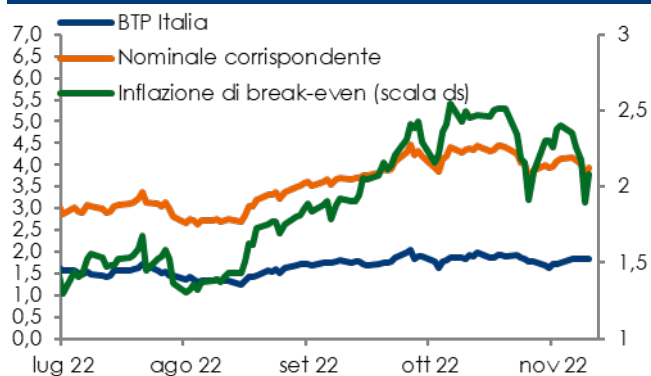


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Confronto con le emissioni precedenti di BTP Italia

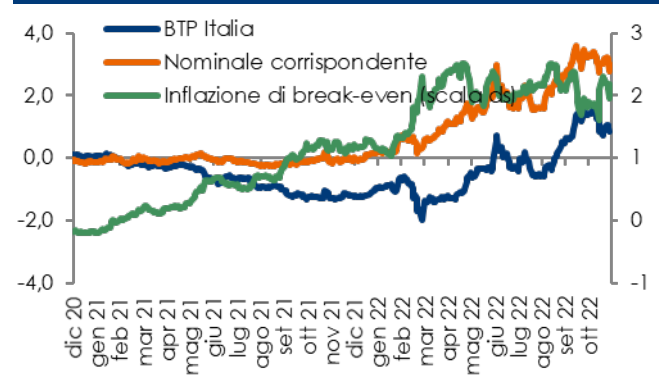
Il confronto con gli strumenti analoghi, ossia gli altri BTP Italia scambiati sul secondario, è reso più complesso dal cambiamento di durata del titolo che si è verificato nel corso delle diverse emissioni. Facendo comunque una prima comparazione con gli ultimi due titoli emessi, considerando la cedola reale minima garantita, il BTP Italia in emissione mostra un'inflazione di breakeven inferiore rispetto a quella incorporata nei due bond e pertanto interessante anche da un punto di vista relativo (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 maggio 2025, 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 della precedente emissione (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, considerando anche la riduzione di due anni della durata del titolo, 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 circa 13pb.

Considerazioni finali

Il Tesoro con i BTP Italia ha finora raccolto circa 180 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'ultima emissione al 77%. La storia dei collocamenti del BTP riflette le condizioni di mercato che ha attraversato il debito domestico: dopo anni di aumento dei prezzi molto contenuto si è aggiunto, nel contesto attuale e in particolare con le ultime due emissioni, 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. Il drastico e piuttosto repentino cambio di scenario ha profondamente modificato il contesto; attualmente i titoli

indicizzati rappresentano uno strumento effettivo per contenere la perdita di potere d'acquisto, anche al di là di considerazioni più strettamente di mercato.

Il Tesoro punta, anche con questa emissione, a raccogliere l'interesse della clientela retail. 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 data 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.

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.intesasnpaolo.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 07.11.2022.

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.intesasnpaolo.prodottiequotazioni.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com/it/person-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.intesasnpaolo.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 Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi