

Focus

BTP Valore: cedole crescenti senza incertezze

Il Tesoro ha lanciato oggi il primo BTP Valore, titolo di Stato nominale a tasso fisso con scadenza 2027, una struttura a cedole crescenti (rispettivamente del 3,25% per i primi due anni e del 4% per gli ultimi due) e un premio fedeltà dello 0,5%, destinato solo ai risparmiatori individuali. Le prime valutazioni, una volta annunciate le cedole minime, portano a ritenere questa emissione interessante, soprattutto per chi intende detenere il titolo fino a scadenza.

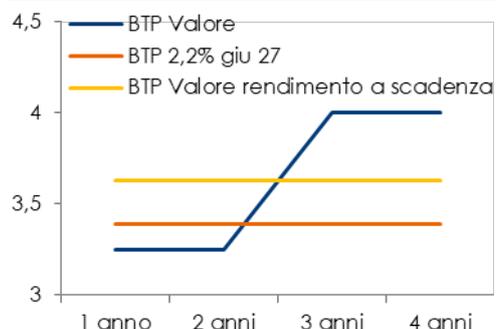
Il BTP Valore è una nuova tipologia di titolo di Stato le cui caratteristiche generali, come definite dal Tesoro, saranno di volta in volta diverse per durata e per struttura finanziaria delle cedole. Il BTP Valore è dedicato esclusivamente alla clientela retail.

Per il primo BTP Valore la durata è stata fissata in 4 anni, con una struttura a cedole semestrali calcolate sulla base di tassi prefissati e crescenti (cosiddetto meccanismo a step-up). I tassi minimi garantiti saranno 3,25% per i primi due anni e 4% per i successivi due, con il Tesoro che si riserva di rivederli a chiusura del collocamento, eventualmente solo al rialzo, in base all'evoluzione delle condizioni di mercato. Il premio fedeltà – corrisposto in un'unica soluzione alla scadenza del titolo – sarà pari allo 0,5% del capitale investito.

Il periodo di distribuzione della prima emissione si sviluppa in un'unica fase su 5 giorni, dal 5 al 9 giugno 2023, con taglio minimo di negoziazione pari a 1.000 euro e un prezzo fisso pari a 100. Il collocamento non prevede riparti né tetto massimo, assicurando la completa soddisfazione degli ordini, salvo facoltà da parte del Ministero di chiudere anticipatamente l'emissione. L'eventuale chiusura anticipata non potrà comunque avvenire prima di mercoledì 7 giugno.

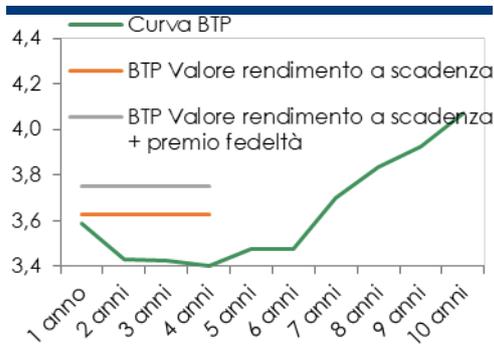
Date le cedole minime comunicate giovedì 1° giugno, il rendimento minimo sui 4 anni della prima emissione è 3,625%, a fronte di un rendimento per il BTP nominale di riferimento su pari scadenza del 3,39%, con un extra-rendimento di circa 23pb. Al tasso medio si somma, per chi detiene il titolo per tutta la sua durata, il premio fedeltà dello 0,5%, per un ulteriore extra-rendimento annuo medio di 12,5pb. Alle valutazioni sul rendimento minimo a scadenza si devono inoltre aggiungere quelle sulla struttura finanziaria del titolo, con le cedole crescenti che si comparano a una curva dei rendimenti dei BTP nominali invertita su questo tratto di curva. Queste caratteristiche, considerando anche le prospettive del debito sovrano domestico nel medio periodo, rappresentano, a nostro avviso, importanti punti di forza del BTP Valore, soprattutto se detenuto fino a scadenza.

Flusso cedolare a scalini, rendimento medio a scadenza del BTP Valore e rendimento attuale del BTP 2,2% giugno 27 di riferimento



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rendimento medio a scadenza del BTP Valore e curva dei BTP nominali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

5 giugno 2023 - 10:55 CET

Data e ora di produzione

Obbligazioni

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Fulvia Riso

Analista Finanziario

5 giugno 2023 - 11:00 CET

Data e ora di circolazione

BTP Valore: cedole crescenti senza incertezze

Il Tesoro ha lanciato il primo BTP Valore, nuova tipologia di titoli del debito pubblico. La caratteristica distintiva di questi bond è quella di essere destinati ai risparmiatori privati, in un'ottica di acquisto in emissione e possesso fino alla scadenza. Il Tesoro si lascia aperta un'ampia gamma di opzioni sulla struttura finanziaria specifica di ogni singolo bond, indicando che sotto il nome di BTP Valore verranno emessi titoli con caratteristiche diverse per durata e per struttura finanziaria delle cedole. Il BTP Valore arriva dopo due nuove tipologie di strumenti di debito pubblico, finalizzati dal Tesoro nel corso degli ultimi anni: il BTP Italia (titolo il cui flusso cedolare è legato al sentiero dell'inflazione italiana) e il BTP Futura (il cui premio a scadenza è legato all'andamento del PIL nominale domestico). Come per queste due tipologie di bond, anche per il BTP Valore l'obiettivo del Tesoro è incrementare la quota di debito pubblico in mano a creditori poco influenzabili dalle oscillazioni di mercato di breve periodo. In quest'ottica, i piccoli risparmiatori privati, invogliati dalle caratteristiche stesse del titolo a detenerlo per tutta la sua durata, rappresentano il target ideale e, nella fattispecie, sono i destinatari esclusivi della nuova tipologia di obbligazione. Più in generale, il BTP Valore si inserisce nella strategia del Tesoro di ampliare e diversificare il panorama dei detentori del debito italiano.

Le caratteristiche di questo primo BTP Valore sono:

- durata di 4 anni, con scadenza il 13 giugno 2027;
- destinazione esclusiva alla clientela retail;
- tassi cedolari annui nominali minimi comunicati prima dell'emissione; i tassi definitivi sono fissati alla chiusura del collocamento e potranno essere confermati o rivisti al rialzo, in base alle condizioni di mercato;
- cedole nominali semestrali calcolate sulla base dei suddetti tassi prefissati e crescenti nel tempo (step-up); in particolare, è previsto un tasso pari al 3,25% per i primi 2 anni di vita del titolo, che aumenta al 4% per i restanti 2 anni;
- premio fedeltà dello 0,5% del capitale investito, per chi acquista il titolo all'emissione e lo detiene fino a scadenza.

BTP Valore: analogie e differenze con il BTP Italia e il BTP Futura

Il BTP Valore condivide con i precedenti BTP Italia e BTP Futura il coinvolgimento diretto della clientela retail nel collocamento e la presenza di un premio fedeltà per questa tipologia di investitori, nel caso in cui sottoscrivano il titolo in emissione e lo detengano fino a scadenza. Questo premio rappresenta il primo strumento con cui il Tesoro punta a invogliare i risparmiatori a detenere il BTP Valore per tutta la sua durata e, analogamente a quanto previsto per i titoli indicizzati all'inflazione italiana, è prefissato all'emissione; invece, per il BTP Futura, la percentuale del capitale investito alla base del calcolo del premio fedeltà dipende dalla performance della crescita nominale italiana nel periodo di vita del titolo. D'altra parte, il BTP Valore condivide con il BTP Futura il meccanismo a cedole crescenti, secondo strumento attraverso cui il Tesoro punta alla fedeltà del risparmiatore, che ottiene un flusso cedolare che aumenta nel corso degli anni. La differenza sostanziale tra la prima emissione del BTP Valore e le altre due tipologie di titoli è che, nel primo caso, la valutazione del titolo non ha nulla di aleatorio. Per il BTP Italia, trattandosi di un bond indicizzato all'inflazione, il flusso cedolare dipende dal tasso di crescita dei prezzi effettivamente realizzato nel corso della vita del titolo. Per il BTP Futura è invece il premio fedeltà (e quindi il rendimento che questo offre) a basarsi sulla crescita nominale italiana durante la vita del titolo. Pertanto, in entrambi i casi, le valutazioni di opportunità all'emissione rispetto alle altre tipologie di debito si basano non solo sul livello corrente dei tassi, ma anche sulle previsioni d'inflazione futura per l'uno e di crescita nominale per l'altro.

BTP Valore: un altro titolo per attirare gli investitori retail

Caratteristiche del BTP Valore

Nessun elemento aleatorio è previsto per il BTP Valore

I dettagli del collocamento

La prima emissione del BTP Valore, rivolta esclusivamente agli investitori individuali, si tiene dal 5 al 9 giugno 2023 attraverso il MOT, il mercato regolamentato elettronico gestito da Borsa Italiana. Il periodo di distribuzione si sviluppa in un'unica fase su 5 giorni, durante i quali le banche aderenti al MOT inoltrano gli ordini, con taglio minimo di negoziazione pari a 1.000 euro, ad un prezzo fisso pari a 100. Le proposte di acquisto di titoli immesse sul MOT saranno soddisfatte per l'intero importo, salvo facoltà da parte del Ministero di chiudere anticipatamente l'emissione. L'eventuale chiusura anticipata non potrà comunque avvenire prima della conclusione della giornata di mercoledì 7 giugno.

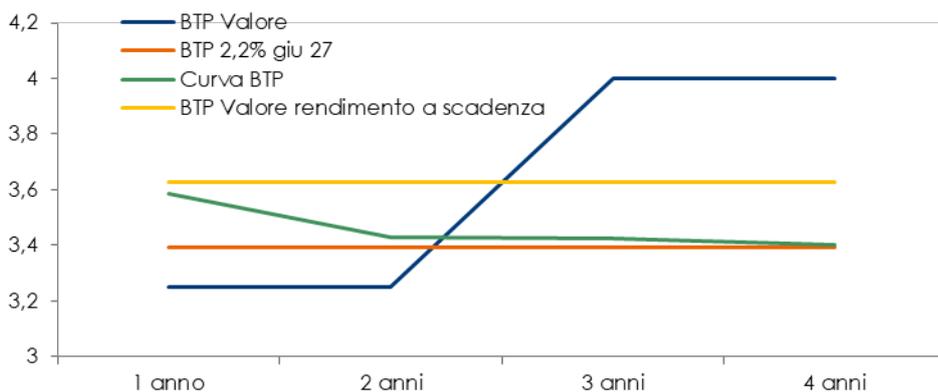
Possono acquistare il BTP Futura, durante il periodo di collocamento, unicamente i risparmiatori individuali e altri affini. In particolare, possono partecipare al collocamento le persone fisiche, a prescindere dalla loro classificazione, e i soggetti al dettaglio, con esclusione di controparti qualificate, clienti professionali di diritto e società di gestione e fiduciarie autorizzate. Non è prevista alcuna commissione a carico degli investitori per l'adesione al collocamento.

I soggetti del collocamento

Cedole e scalini e rendimento medio, un confronto con i tassi di mercato

Secondo quanto annunciato dal Tesoro giovedì 1° giugno, le cedole del primo BTP Valore saranno calcolate su un tasso minimo del 3,25% per i primi 2 anni di vita del titolo e del 4% per gli ultimi due. Questa struttura finanziaria implica un rendimento a scadenza del 3,625%. Il titolo di riferimento per la valutazione del BTP Valore è il BTP 2,2% giugno 2027, scambiato alla chiusura di venerdì 2 giugno al 3,39% in termini di rendimento. Pertanto, l'extra-rendimento offerto dal Tesoro è di circa 23pb per gli investitori retail che tengono il titolo fino a scadenza. Questo spread, complice anche la recente discesa dei rendimenti di mercato, è superiore a quello offerto dal BTP Futura novembre 2028, titolo che condivide con il BTP Valore la struttura a step-up. Insieme alle valutazioni sul rendimento medio, riteniamo utile un'analisi del flusso cedolare del BTP Valore rispetto all'attuale curva delle scadenze, che sul tratto tra 1 e 4 anni risulta invertita (con il rendimento che passa dal 3,59% al 3,39%); considerando l'attuale struttura della curva, il flusso cedolare per i primi due anni del BTP Valore sarebbe inferiore rispetto a quello offerto da un BOT a 12 mesi; d'altra parte, proprio la caratteristica a step-up definisce il BTP Valore come un titolo destinato ad un investimento di più lungo periodo.

Tassi a confronto: la struttura a step-up del BTP Valore e la curva dei rendimenti dei BTP nominali (invertita sul tratto 1 – 4 anni)

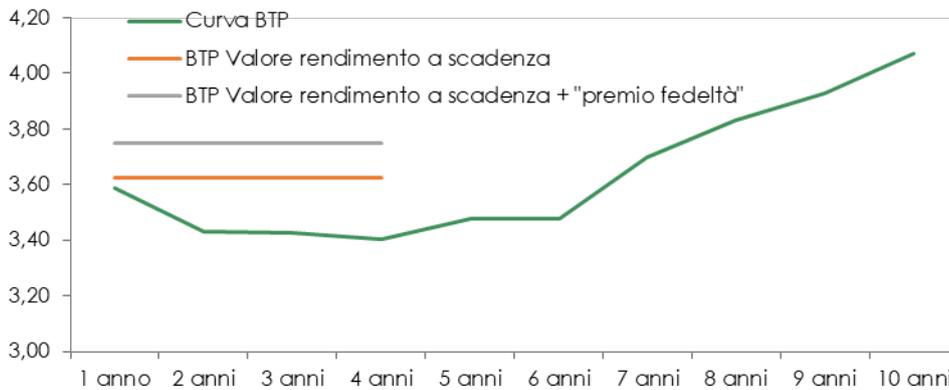


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Data la particolare conformazione della curva dei BTP nominali, il rendimento medio a scadenza del BTP Valore equivale pertanto a quello di un BTP nominale tra i sei e i sette anni, se non si tiene conto del premio fedeltà, e a quello di un BTP oltre i sette anni, se si aggiunge anche il premio fedeltà. L'equivalenza in termini di rendimento si accompagna ad una scadenza molto più

breve: questo scostamento temporale rende, a nostro avviso, il titolo in collocamento particolarmente interessante sulla base di valutazioni di rischio/rendimento.

BTP Valore: flusso cedolare, rendimento medio, rendimento del decennale di riferimento e curva dei rendimenti domestica



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Infine, le prospettive del titolo dipendono, più in generale, dall'evoluzione dello scenario sui rendimenti di mercato: una discesa dei tassi durante l'orizzonte temporale di riferimento implicherebbe un aumento del prezzo del BTP Valore, data la struttura finanziaria a tasso fisso. In questo senso riteniamo che, con la BCE non lontana dal punto di massima restrizione monetaria e l'economia europea in fase di stabilizzazione, ci si può aspettare, nel medio periodo, un periodo di movimenti laterali (ossia senza un trend direzionale preciso), sia per i rendimenti che per gli spread.

Conclusioni

L'emissione del BTP Valore, che prende il via oggi e che arriva dopo un rally del debito domestico che ha visto scendere i rendimenti sul tratto intermedio di curva di una trentina di punti base dal massimo di periodo, potrebbe beneficiare, oltre che del clima complessivamente positivo sul debito italiano, anche dei potenziali reinvestimenti di liquidità della clientela retail, che ha visto scadere negli ultimi due mesi due BTP Italia (titoli sempre dedicati principalmente ai piccoli risparmiatori) per un valore complessivo di quasi 20 mld di euro. Il BTP Valore offre un rendimento a scadenza che, in base ai tassi minimi annunciati giovedì 1° giugno, è pari al 3,625%, decisamente superiore al BTP nominale di riferimento a 4 anni (3,39%) e in linea con un bond con scadenza a 7 anni, delineando di fatto un rapporto rischio/rendimento decisamente interessante. Il rendimento aumenta ulteriormente se si detiene il titolo fino a scadenza grazie al premio fedeltà, che si traduce in un extra-rendimento di 12,5pb annui. Inoltre, la struttura a step crescenti decisamente ripida, soprattutto se confrontata con l'attuale curva delle scadenze sui BTP, rende il titolo particolarmente interessante, sempre se detenuto fino a scadenza. Infine, il BTP Valore presenta caratteristiche finanziariamente più "semplici" e di immediata valutazione rispetto al BTP Italia e al BTP Futura, che implicano invece la formulazione di previsioni circa l'inflazione attesa, per il primo, e il PIL nominale atteso, per il secondo. Pertanto, considerando anche lo scenario complessivo di riferimento (con la BCE vicina alla fine della fase di restrizione delle condizioni monetarie e i tassi di mercato e gli spread che potrebbero muoversi in un canale laterale nel medio periodo), riteniamo il titolo decisamente interessante, soprattutto per investitori intenzionati a detenerlo fino a scadenza.

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 09.05.2023.

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.intesasnpaolo.prodottiequotazioni.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.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.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 AzionarioEster 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