

# COVER STORY

INVESTIRE NEI BUONI DEL TESORO

## Incentivi sui BTp Le famiglie italiane hanno solo il 3%

È il possesso diretto di titoli di Stato a fine 2019. Allo studio del Tesoro nuovi prodotti agevolati sul genere BTp Italia

Vitaliano D'Angerio

■ Titoli di Stato incentivati per i risparmiatori italiani finalizzati a contrastare l'emergenza Coronavirus. È quanto stanno studiando i tecnici del ministero dell'Economia e Finanze (Mef) per rendere più appetibili i BTp e aumentarne il possesso da parte delle famiglie: a fine 2019, soltanto il 3% degli italiani deteneva in via diretta (non attraverso risparmio gestito) titoli di Stato domestici. Per ora vi è la conferma del Mef che sono «allo studio nuovi strumenti per i risparmiatori oltre al BTp Italia che resta confermato per il 2020». C'è attesa per un aggiornamento delle Linee guida sul debito pubblico 2020.

### RENDIMENTI

Al momento i rendimenti non ingoloscono più di tanto. Nell'ultima asta di giovedì, i BTp triennali sono stati collocati con un rendimento lordo dello 0,89% e quelli a sette anni a 1,37%, sempre lordo. Il Mef potrebbe dunque intervenire sul 12,50% che si paga su interessi e capital gain, ma allora tutti i titoli di Stato dovrebbero avere incentivi fiscali, non soltanto gli italiani. Ci sarebbero problemi per gli altri prodotti finanziari tassati oggi al 26% benché fondi e sicav beneficerebbero comunque dello "sconto" sui titoli in portafoglio. Qualche pro-

blema in più per i bond bancari che però sono emessi sempre più raramente. Fra le altre ipotesi, l'introduzione di un premio fedeltà per coloro che detengono il titolo fino a scadenza come avviene già per i BTp Italia.

### LO SCUDO BCE

Bisogna ringraziare la Banca centrale europea per i rendimenti bassi dei titoli di Stato italiani. È stato fondamentale che Christine Lagarde, presidente Bce, annunciassse il piano Coronavirus (Pepp) da 750 miliardi di euro per riacquistare titoli di Stato europei, togliendo i paletti precedenti e annunciando che avrebbe comprato junk bond, la "spazzatura" delle obbligazioni. «La Bce ha messo un frangiflutti davanti all'Europa - spiega Rocco Bove, vicedirettore investimenti di Kairos -, neutralizzato la volatilità e "comprato tempo" per i negozianti europei. È una strategia a termine però». Gli effetti della "cura Lagarde" sono stati subito visibili per l'Italia: ben 15 miliardi di euro (erano 2,2 in febbraio) dei 66,5 destinati in marzo allo shopping di titoli pubblici sono finiti sull'Italia. Tutto bene? Affatto. «Le agenzie di rating dovranno a breve confermare o meno il giudizio sull'Italia - spiega Maurizio Mazziero di Mazziero Research -. Il 24 aprile tocca a S&P. L'8 maggio a Moody's e Dbrs. Vedremo. Al loro posto sospenderò il giudizio». Diversa l'opinione degli analisti di Commerzbank che in un report molto critico davano quasi per inevitabile un declassamento dell'Italia.

### RATING E INVESTITORI

Aver inserito anche i junk bond tra i potenziali acquisti della Bce, ha disinnescato la speculazione sui rating. Il problema però resta sul ta-

volò, visto che gli investitori istituzionali (come assicurazioni e fondi comuni) con profilo investment grade non possono aumentare il rischio di portafoglio con bond sotto quel livello: se Moody's declasserà l'Italia, la cosa non passerà inosservata sui mercati.

Nel breve però è più importante la decisione dell'Eurogruppo che in queste ore dovrà decidere quali strumenti utilizzare per contenere la crisi e rilanciare l'economia. La melina degli olandesi sta creando malumori sui mercati. La questione dunque è tutta politica: «Assolutamente - sottolinea Paola Leocani, socio responsabile del debt capital markets dello studio Simmons&Simmons, esperta di obbligazionario -. La soluzione tecnica si trova, non è un problema e noi italiani vantiamo una competenza straordinaria. Il vero problema è la scelta politica che verrà assunta a livello Ue».

### SUGGERIMENTI PER IL FUTURO

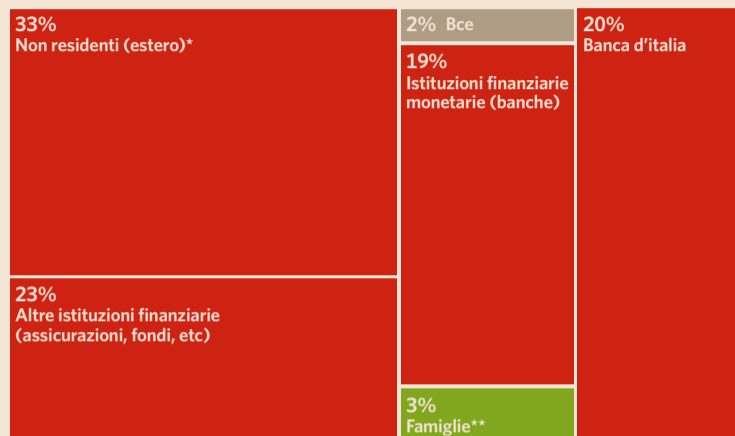
L'inchiesta di Plus24 dà un ampio ventaglio di suggerimenti agli investitori. Il portafoglio, si sa, va costruito prima e in queste ore si possono fare solo dei ritocchi. Gettando lo sguardo un po' oltre, di almeno un paio d'anni, ci sono consulenti che mettono l'accento su possibili spinte inflattive. «Il portafoglio tipico degli italiani vede un 80% di bond e un 20% di azioni - rileva il consulente indipendente Stelvio Bo -. In prospettiva comincerei a dare un'occhiata a questa allocazione. Se tra un paio d'anni partisse l'inflazione, potrebbero esserci dei problemi sull'obbligazionario». Oltre allo scudo ci vorrà a quel punto anche l'elmetto.

### Gli indicatori da monitorare

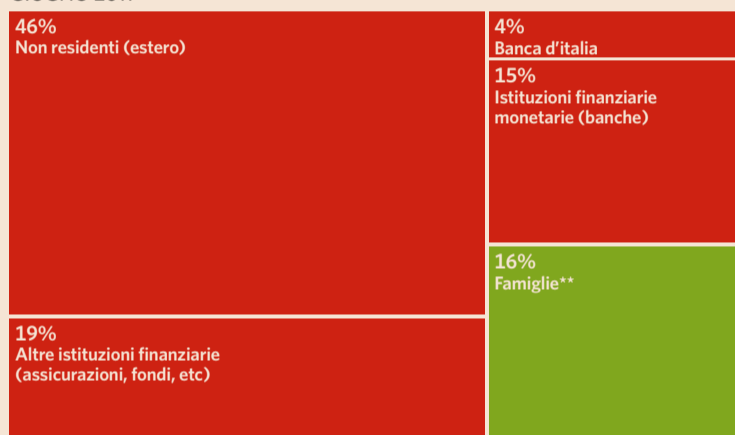
#### I POSSESSORI DEL DEBITO ITALIANO

Dati in percentuale

DICEMBRE 2019



GIUGNO 2011

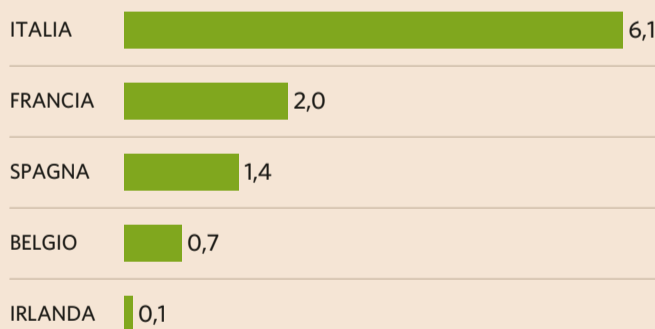


\* Il 6% rappresentato da fondi esteri imputabili a investitori italiani - \*\* Acquisti diretti

Fonte: elaborazioni su dati Bankitalia e Isp

### IL BAZOOKA

Principali deviazioni degli acquisti Bce dalla regola delle quote capitale a marzo. Dati in miliardi di euro



NOTA: i dati riguardano il solo Pspp e non includono il Pepp.

## Cambio di mentalità per riconquistare fiducia



INTERVISTA

Stefano Zamagni  
Economista

### Antonio Criscione

■ Il destino delle obbligazioni italiane è ovviamente legato alla credibilità che il sistema Italia ha nei confronti del resto del mondo e dei partner europei. Per fare il punto su questo aspetto della crisi, ne abbiamo parlato con l'economista Stefano Zamagni.

**Professore, da cosa partire per salvaguardare o riacquistare la fiducia nell'Italia e quindi nei titoli del suo debito?**

L'Italia dovrebbe utilizzare questo periodo per liberarsi di vecchie inco-

stazioni e fare spazio a una nuova ristrutturazione del nostro apparato produttivo e istituzionale. Si tratta di una speranza certa, ma non penso che si potrà tornare al mondo precedente alla pandemia, per cui ci saranno cose da rivedere.

**Cosa preoccupa all'estero dell'Italia?**

All'estero non sono preoccupati tanto del nostro debito pubblico, ma perché vedono che questo nostro Paese si è lasciato andare. Negli ultimi anni si è seguita sempre la logica del "rattoppo". I provvedimenti presi dal Governo per l'emergenza vanno bene, ma sono sempre nell'ottica del

rattoppo. Per questo occorrerà prendere misure necessarie per una profonda revisione del nostro sistema.

### Come?

Bisogna innanzitutto deburocratizzare il sistema. Ma la burocrazia non si crea da sé, è frutto della ricerca della rendita, a spese del profitto (che serve alle imprese per investire) e il salario (che serve alle famiglie per tenere alta la domanda effettiva). In Italia viene calcolato che il peso della rendita superi il 30 per cento del Pil, mentre per essere fisiologica non dovrebbe superare il 15, come scriveva Ricardo già nell'800. La rendita è la quota di coloro che estraggono il valore ma non lo

producono ed è sempre improduttiva, che sia immobiliare, fondiaria o finanziaria. Invece occorrerebbe favorire investimenti produttivi, che rendano più di quanto costano.

**Un problema è rappresentato anche dallo stato dell'istruzione.**

Sarebbe una delle prime linee di intervento. In Italia si parla di "alternanza" scuola lavoro, mentre bisognerebbe parlare di "convergenza". Bisogna che tra scuola e mondo dell'impresa si attui un dialogo, una "conazione", sintesi di conoscenza e azione. Le università sono troppo scollegate dal mondo esterno, dalla società civile.

**A CONFRONTO**

Il calendario dei pronunciamenti delle agenzie di rating sull'Italia e le valutazioni attuali

Data valutazione	Agenzia	Rating attuale	Outlook	Stabilito in data	Esito
7 FEB 2020	Fitch	BBB	Negativo	31 AGO 2018	Confermato
24 APR 2020	Standard & Poor's	BBB	Negativo	26 OTT 2018	
8 MAG 2020	Moody's	Baa3	Stabile	19 OTT 2018	
8 MAG 2020	DBRS	BBB high	Stabile	13 GEN 2017	
15 MAG 2020	Scope	BBB+	Stabile	7 DIC 2018	
10 LUG 2020	Fitch	BBB	Negativo		
23 OTT 2020	Standard & Poor's	BBB	Negativo		
30 OTT 2020	DBRS	BBB high	Stabile		
30 OTT 2020	Scope	BBB+	Stabile		
6 NOV 2020	Moody's	Baa3	Stabile		
4 DIC 2020	Fitch	BBB	Negativo		

FONTE: Mazziero Research



FONTE: Pictet Wm

**Molti si chiedono se potremo sostenere in futuro il welfare state...**

Occorre passare da un'ottica di welfare state a una di welfare society. Al benessere dei cittadini non deve pensare solo lo Stato, ma la società si deve prendere cura del benessere del cittadino. Ora con la pandemia si mostra come tante strutture si metterebbero a disposizione dello Stato e delle regioni, ma questi non sono attrezzati per recepire tali sforzi.

**E per il nostro sistema produttivo, cosa vede in futuro?**

Bisogna agire sull'aumento del tasso di imprenditorialità, che da vent'anni è in calo. A noi non fanno difetto i

manager, ne abbiamo di bravissimi, le business school lavorano benissimo. Ma occorrono investitori, che danno linee strategiche ai manager. Si deve superare un clima ostile all'imprenditorialità, che è un elemento che stiamo pagando. Passare dalla responsabilità sociale alla responsabilità civile dell'impresa. La prima chiede di non fare certe cose, con la responsabilità civile invece chiediamo di farle, anche se una certa direzione, in collaborazione con altri soggetti della società. Lanciare un progetto di responsabilità civile dell'impresa, sarebbe un grande passo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

# Dallo yield ai prezzi sopra 100 Cosa guardare per investire

## Valutare i ritorni netti e anche gli aspetti dell'efficienza fiscale

**Andrea Gennai**

■ L'idea di ampliare la platea delle famiglie che oggi possiedono BTp (circa il 3% del totale dei detentori di debito) è un'ipotesi che circola anche negli ambienti finanziari.

«Le necessità di finanziamento sono elevate - spiega Alessandro Camerini, gestore Lemanik Global Bond - il debito è alto ma il risparmio italiano è elevato e dietro le quinte c'è lo scudo Bce. Avrebbe senso in questa fase trovare forme di incentivo che avvicinino il risparmiatore italiano piuttosto che premiare investitori in giro per il mondo». Ad esempio ad aprile 2020 scade un BTp Italia (la sesta emissione) che fu lanciato sei anni fa e si liberano nuove risorse per il piccolo risparmiatore da reinvestire.

Alla fine del 2019 alle famiglie facevano capo direttamente poco più di 60 miliardi di titoli (su un totale di circa 2mila miliardi in circolazione). Il debito totale supera i 2.400 miliardi e come rileva Mazziero Research, il debito non è costituito solo da titoli ma anche da un cuscinetto (come ad esempio le disponibilità di tesoreria e altre anticipazioni di cassa a breve termine) per evitare che a ogni fattura si debbano fare nuove emissioni.

In termini di strategia di investimento il parere degli esperti è sempre quello di mantenere una diversificazione ampia di portafoglio e in un contesto di incertezza di puntare sulle scadenze intermedie. «In una situazione ancora fluida ed in attesa di maggior chiarezza - conclude Camerini - ha senso iniziare ad allocare risorse su titoli intorno ai quattro anni, puntando a rendimenti intorno all'1%, per poi approfittare dei più appetibili rendimenti sulla parte a

lunga». Cosa guardare per investire in BTp e altri titoli obbligazionari? «Quando si parla di obbligazioni - spiega Mario Allegra, responsabile investimenti Alfa Scf - è sempre meglio guardare il rendimento piuttosto che il prezzo. Quando devo scegliere il BTp ad esempio è quindi necessario guardare in primis il rendimento e solo in seconda istanza il prezzo, che diventa importante se devo impostare delle strategie di efficienza fiscale».

Negli ultimi anni, ad esempio, per effetto della compressione dei rendimenti, è aumentato il numero di BTp che quotano sopra la pari sui quali bisogna pagare una plusvalenza quando vengono venduti. «In alcuni casi - continua Allegra - il possessore di questi BTp può venderli, e se ha in portafoglio anche titoli sotto la pari, la vendita simultanea annulla gli effetti fiscali».

L'Italia resta uno dei pochi emittenti in Europa a dare rendimenti appetibili. «L'attuale fase di debolezza dei prezzi - spiega Gabriele Bellelli, formatore e trader - ha comportato un conseguente aumento dei rendimenti dei titoli di stato che attualmente sono tornati ad offrire un rendimento positivo su numerose scadenze. Consiglio inoltre di adottare un ingresso progressivo, ossia di frazionare il capitale ed entrare a scaglioni, sfruttando le fasi di tensione dei rendimenti». Bisogna sempre stare attenti a quando si selezionano i bond da inserire in portafoglio. Oggi ad esempio ci sono dei BTp con scadenze tra il 2020 e il 2023 che hanno rendimenti lordi positivi ma poi a scadenza il rendimento netto può ridursi drasticamente o addirittura annullarsi.

Non basta poi solo individuare l'orizzonte di scadenza, è necessario selezionare il titolo più adatto al proprio profilo. Ad esempio se punto su un BTp 2023 mi ritrovo almeno due soluzioni, uno che quota sotto 100 (isin IT0005384497) e uno sopra 100 (isin IT0005344335). Quale dei due BTp scegliere? «Dal momento che il rendimento è simile - aggiunge Bellelli - occorre valutare la situazione personale dell'investitore. Se l'investitore deve recuperare delle minusvalenze, opererà per il primo BTp che si acquista a 98,50 e permette di ottenere a scadenza una plusvalenza che costituisce "reddito diverso" e può essere utilizzata per recuperare minusvalenze pregresse».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

### I PIANI DI FRANCOFORTE CONTRO IL CORONAVIRUS

#### GLI INTERVENTI BCE

Si chiama Pepp il nuovo «bazooka» a cui la Bce ricorre nel tentativo di scongiurare la paralisi economica a seguito della diffusione dell'epidemia di coronavirus anche in Europa. La sigla sta per Pandemic emergency purchase programme (Pepp) pari a 750 miliardi complessivi che si vanno ad aggiungere ai 20 miliardi mensili esistenti e ai 120 miliardi sempre complessivi annunciati il 12 marzo. In totale le risorse messe in campo da qui a fine anno superano di poco i mille miliardi, ma il piano potrebbe continuare anche successivamente, se la situazione dovesse richiederlo. L'Eurotower nel recente passato (a partire dal 2015 in particolare) ha lanciato diversi piani di acquisto: il Cssp (corporate sector purchase programme) sulle obbligazioni aziendali; il Pssp (public sector purchase programme) sui titoli di Stato; l'Abspp (asset-backed securities purchase programme) sui titoli cartolarizzati e il Cbpp3, il covered bond purchase programme giunto ormai alla terza edizione.

## Più appetibili sopra i 3 anni

Una selezione di BoT e BTp scambiati sopra la pari con rendimento lordo a scadenza - dati al 7 aprile

ISIN	TITOLO DI STATO	SCADENZA	PREZZO	REND. LORDO
IT0005399578	BoT Zc Ag20 S Eur	31/08/2020	100,115	-0,29
IT0000366655	BTp-1nv23 9%	01/11/2023	129,02	0,71
IT0004594930	BTp-1st20 4%	01/09/2020	101,49	0,24
IT0004634132	BTp-1mz21 3,75%	01/03/2021	103,125	0,26
IT0004695075	BTp-1st21 4,75%	01/09/2021	106,015	0,43
IT0004759673	BTp 1mz22 Eur 5%	01/03/2022	108,408	0,54
IT0005394439	BoT Zc Gn20 S Eur	30/06/2020	100,015	-0,07
IT0004966401	BTp Tf 3,75% Mg21 Eur	01/05/2021	103,524	0,42
IT0004009673	BTp-1ag21 3,75%	01/08/2021	104,322	0,45
IT0004848831	BTp Tf 5,50% Nv22 Eur	01/11/2022	112,33	0,64
IT0004801541	BTp-1st22eur 5,5%	01/09/2022	111,55	0,64

FONTE: elaborazione su dati Bellelli.biz