

La fine del BTP è la rinascita dell'Italia

Dott. Massimo Figna

Amministratore Delegato Tenax Capital Ltd., Londra

Cercherò di darvi degli spunti che emergono da questo saggio "La fine del BTP è la rinascita dell'Italia". Questo testo nasce circa un anno fa da una Conferenza, dopo una sua gestazione ha visto la luce a maggio del 2015. Il testo è un saggio che rappresenta una tesi, un auspicio e nel testo viene spiegato che se questa tesi si verificherà ci saranno dei grandi cambiamenti per quattro soggetti: il bilancio dello Stato, le banche tradizionali, le imprese e i risparmiatori. Nella mia presentazione cercherò di focalizzarmi un po' di più sui risparmiatori.

La tesi di questo libro parte da un'assunzione, cioè la fine del rendimento del BTP. La slide più sotto, presa dal testo, cerca di spiegare, sintetizzandola, questa tesi. Mentre il grafico in alto è il rendimento del bund tedesco in un arco temporale che va dal 1992 a metà del 2015. Il grafico in basso è l'andamento del BTP italiano nello stesso arco di tempo. Il grafico al centro è lo spread. In questo arco di tempo ho segnato 4 momenti. Il primo è l'introduzione dell'euro (1999). il secondo è il default di Lehman (2008). Il terzo è il "whatever it takes" di Draghi e il quarto è l'introduzione dell'Unione Bancaria (novembre 2014). Questi quattro momenti, per sostenere questo excursus, hanno una loro rilevanza.

Prima dell'introduzione dell'euro l'Italia ha vissuto una fase molto turbolenta sia economicamente che politicamente, ma quello che volevo sottolineare è che il serpente monetario è partito dal 1992 quando la sterlina uscì da tutto questo. L'Italia ne uscì nel 1994 per poi rientrarvi. Ma nel 1999 una decisione politica, e non economica, ha introdotto l'euro. Dopo il default di Lehman lo spread ha raggiunto 550 basis point quasi come quello toccato nel periodo in cui la Lira usciva dallo SME. Questo vuol dire che l'Italia aveva già vissuto un livello di stress simile. Ma c'è una differenza. Vivere questo livello di stress quando il bund e il BTP sono a doppia cifra, non è la stessa cosa che avere 550 basis point di spread quando il bund è all'1%. Questa è la vera differenza, che da un punto di vista finanziario significava perdere il risk free.

La seconda assunzione è che lo spread è rimasto a 50 basis point tra l'introduzione dell'euro e il default di Lehman.



Quindi la prima conclusione è che con l'introduzione dell'Unione Bancaria, che a nostro avviso è un evento pari all'introduzione dell'euro da qui l'assioma EMU=EBU, a tendere lo spread con la Germania tenderà dove stava tra l'introduzione dell'euro e il default di Lehman. L'introduzione dell'euro è un elemento essenziale per portare di nuovo lo spread in un intorno di quello che era tra l'introduzione dell'euro e il default di Lehman. Però per arrivare a dire dove starà il BTP nei prossimi anni ci manca l'assunzione sulla prima variabile, cioè dove andrà il bund. Nel libro si può trovare una slide che fa vedere la correlazione tra il bund e l'inflazione sostanzialmente vanno nella stessa direzione. Dove andrà l'inflazione nei prossimi anni? È difficile dare una risposta perché l'inflazione è soggetta a miriadi di variabili. Però si può dire che è per il 70% composta da due variabili principali: la prima il prezzo del petrolio e la seconda sono le dinamiche salariali cioè la crescita o decrescita dell'unità del prezzo dei salari. Il prezzo del petrolio è sceso da 100 a 50 in un arco temporale che va dal default di Lehman ad oggi, però è cambiato un elemento strutturale nella domanda e nell'offerta del petrolio: il più grande importatore di petrolio, l'America, che fino al default di Lehman importa fino a 14 miliardi di barile, oggi ne importa la metà. Questa è un'osservazione non si può dire se il prezzo del petrolio aumenterà o diminuirà, però è presumibile l'assunzione che l'America importa la metà del petrolio che importava 8/10 anni fa e che è un fattore strutturale. Politicamente, negli USA, hanno deciso di produrlo internamente e hanno trovato nuove tecnologie per l'estrazione. Questo è un fatto strutturale che coinvolge il mondo e che sicuramente non cambierà a breve.

Il secondo elemento è l'unità salariale, cioè il costo dei salari. Per esempio la capacità di calcolo di uno smartphone è 35 volte più potente del computer che ha portato lo shuttle in orbita intorno alla Terra, da una tecnologia all'altra sono passati circa trent'anni. È ovvio che l'aumento della tecnologia e della capacità di calcolo tecnologico fa sì che si creino meno posti di lavoro per le persone. Quindi è presumibile che, se l'inflazione si aggira intorno all'1,5 (oggi è vicina allo 0) e si superano i 50 basis point, il BTP navighi intorno al 2%.

Questa è la tesi che porta poi a tutte le conclusioni che andrò a spiegare.

Da quando abbiamo pubblicato il libro nel quale spiegavamo questa tesi sono andato a vedere cosa è successo nel mondo dell'M&A. Chi sta in Italia e non si occupa degli aspetti finanziari credo abbia poca percezione di dove i business mondiali stanno andando.

La slide a fianco spiega cosa è successo nel corso dell'anno in alcuni business a livello mondiale. Type of industry: global insurance broker, US property and casualty insurer, global brewer, global food company, global energy company e product

and technology company sono business molto diversi tra loro. È successo che ci sono stati dei merger non tra il decimo e il quindicesimo, per cercare di avere una maggiore capacità di competizione, ma ci sono state delle fusioni tra il numero uno e il numero due o tra il numero uno e il numero tre della loro industry. Questo è un fenomeno che non ha precedenti. Non è una cosa che si può riscontrare andando ad analizzare la storia economica. A mio avviso questo è esclusivamente dettato da una policy, che ho definito Z.I.R.P. (zero interest rate policy), cioè quello che ho spiegato prima con il BTP, è che l'America l'ha già, mentre l'Italia ci sta entrando da quest'anno. In America stanno cercando di uscirvi, ma non ci riescono perché è molto più complicato di quello che si pensi. A mio avviso questo è l'inizio di un trend importantissimo, perché se non si può fare nient'altro per poter mantenere i margini che quello di tagliare i costi la strada è una sola. Non c'è altro modo per migliorare la propria redditività o i propri utili se non fare esclusivamente operazione sui costi e queste fusioni lo stanno dimostrando questo.

Che cosa vuol dire zero interest rate policy o tassi molto bassi per l'Italia? L'Italia è bancocentrica e tassocentrica questi due aspetti sono stati la grande "salvezza" e caratterizzazione che ha permesso all'Italia di fare quello che ha fatto. Però sono tipicità esclusivamente italiane non di altri paesi né in Europa né nel resto del mondo.

Oggi le piccole e medie imprese rappresentano il 75% del PIL italiano (percentuale più alta in Europa) e l'erogazione del credito per queste imprese è per il 70% di emanazione bancaria (Francia 39%, Germania 45%, l'eurozona come media 50% e i paesi anglosassoni 30%). Perché l'Italia è tassocentrica? I risparmi italiani sono 3,8 trilioni di euro (questa è la fotografia di Banca Italia al 2013) che è composta dalla ricchezza finanziaria liquida escluse le case. L'Italia è seconda come percentuale di debito sul PIL al mondo, dopo il Giappone, ma ha anche la più alta percentuale di ricchezza sul PIL al

Le conseguenze di Z.I.R.P. iniziano a impattare i modelli di business a livello globale

TENAXCAPITAL

- Z.I.R.P. = zero interest rate policy

Companies	Date of announcement	Target size	Combined market cap	Positioning in its industry	Type of industry
Wells Fargo / Tower Watson	8/26/2015	\$8.7bn	\$16bn	No 3	global insurance broker
ACE / Chubb	6/15/2015	\$20bn	\$43bn	No 2	US property and casualty insurer
AB InBev / SAB Miller	16/09/2015	\$40bn	\$227bn	No 1	global brewer
Kraft / Heinz	14/03/2015	\$40bn	\$99bn	No 1	global food company
Royal Dutch Shell / BG	04/01/2015	\$70bn	\$232bn	No 1	global energy company
Dell / EMC	09/02/2015	\$53bn	N/A	No 1	product and technology company

L'Italia è "BANCOCENTRICA" e "TASSOCENTRICA"

TENAXCAPITAL

"Bancocentrica"

Fig. 1.1 - Paesi in Italia bancocentrici nel credito. Percentuale prestiti bancari sul totale credito verso il PIL.

Fonte: Banca d'Italia, dati al 31/12/2013.

"Tassocentrica"

Composizione ricchezza finanziaria degli italiani

Polizze Assicurative	17%
Risparmio postale	9%
Bond Governativi Italiani	5%
Fondi comuni	8%
Bond Bancari	8%
Bond esteri	3%
Azioni Italiane	17%
Azioni Esterne	1%
Biglietti e monete	2%
Depositi bancari	18%
Altro	8%
Totale	100%

Nota: Totale ricchezza finanziaria 2013 €1.94 miliardi
Fonte: Banca d'Italia

mondo e se noi sommiamo il debito pubblico e i risparmi privati sul PIL siamo messi meglio della Germania e anche dell'Inghilterra. Nel senso che se sommiamo i risparmi privati e il debito pubblico rispetto al PIL la percentuale è inferiore rispetto alla Germania. Ma dove hanno questa ricchezza gli italiani? Il 19% è in polizze assicurative che hanno come sottostante il 75% circa in BTP. Il 9% degli italiani è in risparmio postale il cui 100% del sottostante è BTP. Bond governativi italiani il 5%. I Fondi Comuni l'8% che hanno il 75% circa di Fondi Obbligazionari (quest'ultimi hanno circa i due terzi investiti in BTP). I bond bancari il rischio di questi è fino ad un certo punto della banca perché hanno un multiplo del loro patrimonio investito in BTP. Si può dire che gli italiani sono investiti in due asset class: in BTP e in case. La percentuale di prima proprietà sulla percentuale totale delle case è una delle più alte in Europa. Quindi visto che da gennaio di quest'anno non esiste più il BTP di cui gli italiani hanno beneficiato tantissimo anzi è stato un lusso avere avuto uno strumento come il BTP che ha avuto un profilo di rischio rendimento che è stato per venticinque anni uno dei migliori al mondo perché non esisteva niente al mondo che misurato sul profilo rendimento fosse migliore del BTP. Questa situazione in cui gli italiani hanno vissuto è stato un investimento eccezionale, il lato negativo è che viene meno perché si avrà sempre meno interessi sui propri risparmi.

Lo Stato paga sul debito italiano il 4,2-4,3% di interessi all'anno con una durata di 6,4 anni, per ogni punto di riduzione del costo di questo debito dal 4.2 al 3.2 si libera circa l'1,3% del PIL. Se il BTP, che oggi è all'1.8, rimane fermo per i prossimi 6 anni si liberano alcuni punti di PIL (4.5 circa) ovviamente a parità di condizioni. E da un dato di questi giorni, per cui sono riusciti a fare determinate manovre accomodanti, è esclusivamente per questo punto. Questo aspetto del bilancio è una cosa rilevante nella comparazione con gli altri paesi perché l'Italia e la Germania sono gli unici due paesi in tutta Europa, che hanno un primary surplus cioè se si toglie il costo per interessi sono in surplus hanno un deficit positivo, questa è una situazione che avvantaggia soprattutto l'Italia.

Le banche tradizionali hanno un eccesso di sportelli, alta dipendenza degli utili al BTP, alti livelli di sofferenza, forte pressione sui margini di intermediazione e aumento dei livelli di capitale richiesto e questi sono i principali elementi negativi. Il processo di consolidamento sarà inevitabile.

Le imprese sono troppo dipendenti dalle banche e solo chi avrà capacità di accedere a un credito non bancario riuscirà ad avere dei mezzi per poter fare degli investimenti, questo implica un maggior mercato di capitali in Italia. Questo avrà

La rinascita dell'ITALIA!!!



- Come la fine del predominio del BTP impatta:
 - **Bilancio dello Stato:** ogni punto % di riduzione del rendimento del BTP10anni, vale 1.3% sul PIL per minori interessi sul debito
 - **Banche tradizionali:** eccesso di sportelli, alta dipendenza degli utili al BTP, alti livelli di sofferenza, forte pressione sui margini di intermediazione, aumento dei livelli di capitale richiesto sono fattori che pesano molto e sono destinati a rimanere specialmente dopo l'introduzione dell'EBU. Il processo di consolidamento sarà inevitabile.
 - **Imprese:** oggi sono troppo dipendenti dalle banche e solo chi sarà capace di accedere al credito non bancario riuscirà ad avere i mezzi per fare investimenti e generare crescita. Questo implica maggiore mercato dei capitali in Italia.
 - **Risparmiatori:** la fine del BTP è un evento epocale per un popolo che ha i propri risparmi investiti in due principali attività: mattoni e BTP.

un'accelerazione con la capital market union directive, così come l'Unione Bancaria partita a novembre 2014. Questo nuovo processo di armonizzazione sarà importante e sarà il pilastro finale del disegno di Draghi per uniformare anche il mercato di capitali che oggi è molto frazionato all'interno dell'Europa.

La fine del BTP è la fine del "fai da te". Nella grafico a sinistra si può notare la correlazione dell'ascesa del BTP con la raccolta netta del risparmio gestito. Cioè esiste una correlazione diretta tra l'ascesa del BTP e un aumento del risparmio gestito in Italia, questo perché gli italiani sono troppo poco diversificati sia geograficamente che come asset class (sono tutti investimenti in case e BTP). E il potenziale di crescita del risparmio gestito in Italia è molto importante. Se prendiamo il risparmio gestito in Italia e lo rapportiamo al PIL, l'Italia è circa al 28%, la Francia e la Germania al 40%, l'America vicino al 50% e l'Inghilterra al 60%. Quei 10 punti sono, a mio avviso, il gap da colmare.

Quali sono le alternative al BTP? Sono cose comuni e diffuse in altri paesi e sono: equity, investimenti alternativi e credito.

Quando si investe in azioni tutti si dimenticano che l'orizzonte azionario deve non essere quello giornaliero, settimanale o mensile. La slide a fianco è fatta da Shiller, diventato famoso durante la bolla di internet perché scrisse "Esuberanza irrazionale". Ogni istogramma è il ritorno dell'S&P superiore rispetto al treasury su un orizzonte temporale di 10 anni. È come se oggi compro 100 euro di Standard and Poor's e 100 euro di treasury americano e li tengo 10 anni, alla fine di questo periodo andrò a misurare se mi hanno reso di più o di meno. In termini finanziari questo si chiama premio per il rischio. Il premio per il rischio è misurato dal 1900 ad oggi, e quando un'analista finanziario fa una valutazione usa tipicamente il 4%, che sarebbe la media. La realtà è che ci sono stati anni in cui il premio per il rischio è stato molto ampio e anni in cui è stato negativo. Solo due volte dal 1900 abbiamo avuto un premio del rischio negativo questo significa che è venuto meno il risk free, cioè non esisteva un'attività, priva di rischi in quelle circostanze, neanche durante la guerra. Nel recente passato quanto lo spread era a 550 basis point e il bund era all'1,5 non esisteva il risk free cioè si vendeva di più un BTP governativo rispetto a quello azionario.

Nei mercati finanziari vale sempre una regola che è il ritorno alla



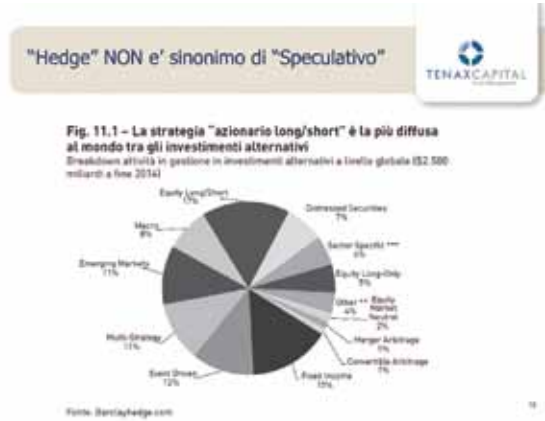
media cioè se qualcosa è osservabile primo o poi ritorna a una media. Bisognerebbe pensare dove, nei prossimi anni, andrà il premio per il rischio.

La conclusione è: l'equity va calcolato su un arco temporale lungo e questa è una cultura che in Italia non esiste.

La Banca d'Italia tradusse, nei primi anni 2000, il termine hedge fund in fondi speculativi. Quindi in Italia l'accezione che inizialmente il regolatore diede al termine hedge fund fu di un fondo speculativo. Mediamente la volatilità di un hedge fund long-short è la metà del mercato, quindi per definizione un hedge fund è meno volatile di un fondo comune. La Banca d'Italia diede questa accezione perché era nel periodo in cui si difendeva l'italianità. Possiamo dire quindi che noi viviamo in un mondo dove gli alternativi sono stati sviluppati pochissimo e rappresentano una percentuale molto piccola del risparmio gestito perché il regolatore diede questa accezione. Nei prossimi anni in vista della morte del BTP che rilascerà un ammontare di risorse verranno riscoperti.

Oggi ci sono delle compagnie assicurative che comprano ETF high held perché è uno strumento liquido e sottostante e i soldi vanno a 300/400 aziende americane sparse in tutta America e che per quella compagnia non si è fatta nessuna analisi. Poi ci sono aziende italiane, che sono un'eccellenza nel mondo, che però prestare soldi a una di queste aziende è uno strumento illiquido. Non gli danno denaro, invece, che fare un'analisi approfondita e avere dei ritorni che sono più asimmetrici rispetto ad andare a investire in un ETF high held.

I crediti senior con garanzia alle piccole e medie imprese sono strumenti meno rischiosi di quanto percepito. Nella slide di fianco, presa da un report di Standard & Poor's, evidenzia qual è la recovery rate se si va a investire in quei strumenti. Se si presta denaro a un'impresa italiana, con garanzie, si ha un recupero pari a quello della Germania e della Francia (90% circa), l'Italia differisce perché ci si sposta sui finanziamenti senza garanzie (o mezzanino) la media europea ha un recupero del 40%, mentre quella italiana è meno del 20%. Ecco dove sta la grande percezione che i crediti alle piccole e medie imprese sono rischiose il fatto che siano stati dati dei prestiti alle PMI, a volte in maniera non corretta, non vuol dire che non si siano imprese, in presenza di garanzie, degne di ricevere credito.



Credito Senior con garanzie alle PMI e' meno rischioso di quanto percepito

Tab 11.1 – I crediti con garanzie hanno percentuali di recupero molto alte
 Percentuale di recupero del capitale in caso di default (recovery values) del 2003 al 2013 in Europa

	Media %	Mediana %	Dev. Std.
Linea Revolver con garanzie	76,2	62,2	26,0
Finanziamenti senior m/l termine con garanzie	75,5	62,0	26,0
Finanziamenti senior m/l termine senza garanzie	44,7	39,0	34,0
Mezzanino	39,9	1,0	43,0
Altro debito junior	29,0	1,0	40,9

Fonte: Standard and Poor's, 18 giugno 2014